

# МЕЖДУНАРОДНЫЙ БИЗНЕС: КОНКУРЕНЦИЯ НА ГЛОБАЛЬНОМ РЫНКЕ

Глобальный рынок капитала  
Часть 1

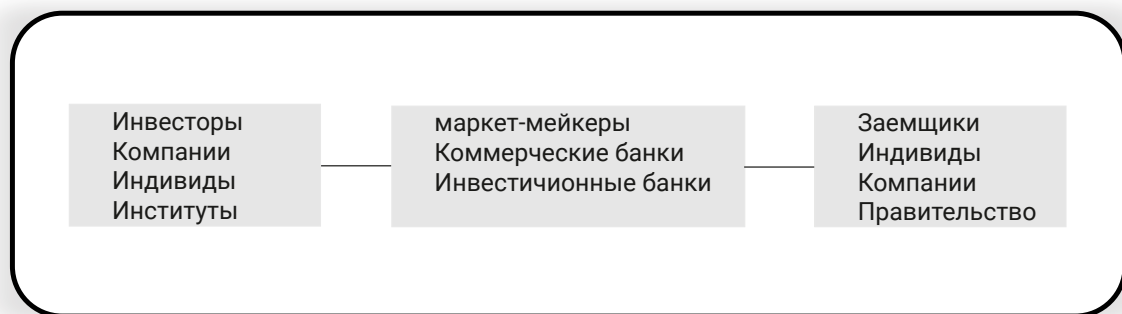
Глава 3. Глобальная торговая и инвестиционная среда



## Функции базового рынка капитала

Зачем нужны рынки капитала? Какова их функция? Рынок капитала сводит вместе тех, кто хочет инвестировать деньги, и тех, кто хочет эти деньги заимствовать. К желающим инвестировать деньги относятся корпорации с избытком денежных средств, индивиды и небанковские финансовые институты, такие как, например, пенсионные фонды и страховые компании. К заемщикам средств относятся индивиды, компании и правительства. А между этими группами располагаются маркет-мейкеры.

Маркет-мейкеры – это компании по предоставлению финансовых услуг, которые связывают инвесторов и заемщиков косвенно, либо напрямую.



Основные игроки на базовом рынке капитала

Коммерческие банки выполняют функцию не прямой связи. Они принимают денежные депозиты от корпораций и индивидов, и выплачивают им в обмен процентный доход. Затем, они выполняют ссуду с помощью денег заемщиков, под более высокий процент, зарабатывая прибыль на разнице процентных ставок, обычно называемой процентным спредом. Инвестиционные банки выполняют функцию прямой связи. Они сводят вместе инвесторов и заемщиков и получают за это комиссионные. Например, Goldman Sachs может действовать как биржевой брокер в отношениях с индивидом, желающим инвестировать определенную сумму денег. Его персонал будет рекомендовать инвестору наиболее выгодные способы вложения средств, и покупать акции от его имени, получая плату за свои услуги.

Кредиты рынка капитала корпорациям предоставляются либо в виде акционерного кредита, либо в виде долгового. Акционерный кредит предоставляется, когда корпорация продает свои акции инвесторам. Деньги, полученные корпорацией за свои акции, могут направляться на покупку промышленного оборудования, финансирование исследовательских проектов, выплату заработной платы и т. п. Владелец пакета акций имеет право требовать получения части прибыли компании. Компания удовлетворяет это требование, выплачивая дивиденды владельцу акций, однако многие молодые, быстрорастущие компании не выплачивают дивиденды до тех пор, пока их бизнес не вступит в пору зрелости и темпы его роста не замедлятся. Размер дивиденда не фиксируется заранее. Менеджмент определяет размер дивиденда с учетом прибыли, заработанной фирмой. Инвесторы покупают акции как ради приносимых ими дивидендов, так и в ожидании роста курсовой стоимости акции, которая теоретически отражает будущий дивидендный доход. Цена акции растет, если ожидается увеличение доходов компании, что повышает вероятность предстоящих выплат дивидендов.

Долговой кредит предусматривает возврат корпорацией определенной суммы денег, через фиксированные промежутки времени, независимо от размера прибыли, получаемой корпорацией. Менеджмент не свободен в определении суммы, которую он должен выплатить инвестору. К долговым кредитам относятся денежные кредиты банков и средства, получаемые от продажи инвесторам облигаций корпорации. Когда инвестор покупает облигацию корпорации, он покупает право на получение фиксированного потока средств от корпорации в течение определенного количества лет, то есть до срока погашения облигации.



## **Привлекательность глобального рынка капитала**

Зачем нужен глобальный рынок капитала? Почему не обойтись отечественными рынками? Глобальный рынок капитала приносит выгоды как заемщикам, так и инвесторам. Выгоды заемщиков заключаются в увеличении предложения кредитных ресурсов и снижении стоимости заимствования капитала. 1% инвесторов согласны с расширением диапазона инвестиционных возможностей, таким образом, формирование портфеля международных инвестиций снижает инвестиционные риски.

### **Привлекательность для заемщика: снижение стоимости капитала**

На внутреннем рынке страны пул инвесторов ограничен числом ее резидентов. Тем самым, устанавливается верхний предел предложения средств, доступных заемщикам. Другими словами, ликвидность такого рынка ограничена. Глобальный рынок капитала с его огромным пулом инвесторов обеспечивает гораздо большее предложение средств заемщикам.

Возможно, главный недостаток чисто внутреннего рынка капитала отдельной страны состоит в том, что стоимость капитала на нем обычно оказывается выше, чем на глобальном рынке.

Стоимость капитала – это стоимость заимствования денег, определяемая доходностью вложений, которую должны обеспечить заемщики инвесторам. Она определяется величиной процентной ставки в случае долгового кредита и величиной дивиденда и прироста курсовой стоимости акции в случае акционерного кредита. На чисто внутреннем рынке страны наличие ограниченного пула инвесторов подразумевает, что заемщики должны платить больше, чтобы убедить инвесторов одолжить им свои деньги. Расширение пула инвесторов на международном рынке подразумевает, что заемщики получают возможность платить меньше.

## **Рост глобального рынка капитала**

По данным Банка международных расчетов, глобальный рынок капитала растет быстрыми темпами.

В 1990 г. объем трансграничных банковских кредитов составил \$3,600 млрд, в 2000 г. – \$7,859 млрд, а к концу 2008 г. – \$24,566 млрд.

Стоимость размещенных международных облигаций составила в 1997 г. \$3,515 млрд, в 2000 г. – \$5,908 млрд, а к концу 2008 г. – \$22,734 млрд.

Международное предложение акций составило в 1990 г. \$18 млрд, в 1997 г. – \$90 млрд, а в 2008 г. – \$387 млрд.

Все показатели за 2008 г. были рекордными или близкими к рекордным.

Объем международных эмиссий акций был еще выше в 2007 г., когда он достиг \$500 млрд, – и этот результат не выглядит удивительным с учетом слабой активности многих рынков акций во второй половине 2008 г.

Какие же факторы позволили международному рынку капитала стремительно расти на протяжении 1980-х, 1990-х и 2000-х гг.? Основных факторов было два: развитие информационных технологий и дерегулирование рынков.

## **Информационные технологии**

Индустрия финансовых услуг предусматривает активное использование информационных технологий. В ней циркулируют большие объемы информации о рынках, рисках, валютных



курсах, кредитных ставках, платежеспособности фирм и т. д. Она использует эту информацию для принятия решений о том, что и куда инвестировать, какую плату брать с заемщиков и какой процент платить по депозитам, а также для определения стоимости и рискованности различных финансовых активов, включая корпоративные акции и облигации, государственные ценные бумаги и валюты.

Из-за интенсивности этого потока информации в индустрии финансовых услуг под влиянием новых информационных технологий с 1970-х гг. произошло больше изменений, чем в любой другой отрасли. Развитие технологии международных коммуникаций значительно облегчило связь между любыми точками земного шара. В то же время быстрое развитие мощных средств обработки данных позволяло маркет-мейкерам абсорбировать и обрабатывать большие объемы информации со всего мира. По данным одного исследования, благодаря техническим достижениям, реальная стоимость записи, передачи и обработки информации снизилась в период с 1964 по 1990 г. на 95%. В условиях повышения мощности компьютеров и быстрого распространения интернета, наблюдавшихся после 1990 г., представляется вероятным, что стоимость записи, передачи и обработки информации снизилась после 1990 г. примерно в такой же пропорции, и является на данный момент крайне незначительной.

Итак, технические достижения облегчили формирование интегрированного международного рынка капитала. Теперь для компаний, предоставляющих финансовые услуги, стало технически возможным осуществлять круглосуточную торговлю акциями, облигациями, валютой и любыми другими финансовыми активами. Благодаря развитию технологий телекоммуникаций и обработки данных, международный рынок капитала никогда не спит. Биржа в Сан-Франциско закрывается за час до открытия биржи в Токио, но в этот период торги продолжаются в Новой Зеландии.

Однако интеграция, достигнутая за счет технического прогресса, имеет и свои минусы. «Ударные волны», возникающие в одном финансовом центре, быстро распространяются теперь по всему миру. Обвал цен на акции на рынке США в «черный понедельник» 19 октября 1987 г. мгновенно вызвал схожие процессы на всех крупных мировых рынках акций, что привело к снижению суммарной стоимости акций компаний во всем мире на миллиарды долларов. Похожим образом волны от азиатского финансового кризиса 1997 г. распространились по всему миру и вызвали массовые продажи на крупнейших рынках акций, хотя воздействие этих волн не было продолжительным. Наконец, как отмечалось во вступительной части, финансовый кризис, начавшийся в США в 2008 г., быстро распространился по всему миру. Тем не менее большинство участников рынка соглашались с тем, что выгоды появления интегрированного глобального рынка капитала перевешивают любые потенциальные издержки. Более того, несмотря на то, что ударные волны, возникающие на национальных финансовых рынках, воздействуют на другие рынки, в среднем, корреляция между движениями на национальных рынках акций остается относительно низкой. Это говорит о том, что такие волны за пределами национального рынка могут оказывать умеренно долгосрочный эффект.

## **Дерегулирование**

В большинстве стран, из всех отраслей экономики, индустрия финансовых услуг традиционно была наиболее жестко регулируемой. Национальные правительства всегда старались ограничивать проникновение иностранных финансовых компаний на отечественные рынки капитала. В некоторых случаях они также сдерживали зарубежную экспансию отечественных фирм по предоставлению финансовых услуг. Во многих странах закон также сегментировал отечественную индустрию финансовых услуг. Например, в США до конца 1990-х гг. коммерческим банкам запрещалось выполнять функции инвестиционных и наоборот. Как правило, многие страны ограничивали возможности зарубежных инвесторов покупать крупные пакеты акций отечественных компаний. Они также регулировали размер зарубежных инвестиций, которые могли осуществлять их граждане. Например, в 1970-х гг. механизмы контроля движения капитала крайне затрудняли британским инвесторам



покупку американских акций и облигаций. Многие из названных ограничений в начале 1980-х гг. были ослаблены,

В частности, это стало реакцией на появление рынка евровалюты, который изначально был вне сферы национального контроля. Это произошло и вследствие давления со стороны компаний по предоставлению финансовых услуг, которые давно добивались возможности работать в менее регулируемой среде. Все более широкое распространение идеологии свободного рынка, ассоциируемой с индивидуалистической политической философией, также во многом способствовало глобальной тенденции к дерегулированию финансовых рынков. Но независимо от перечисленных причин дерегулирование, несомненно, облегчило рост международного рынка капитала в нескольких ключевых странах.

### **Риски глобального рынка капитала**

Некоторые аналитики озабочены тем, что вследствие дерегулирования и ослабления контроля за трансграничными потоками капитала, отдельные страны становятся более уязвимыми к спекулятивным потокам денежных средств. Они видят в этом возможность оказания дестабилизирующего эффекта на национальные экономики. Например, экономист из Гарварда Мартин Фельдштейн утверждает, что основная часть перемещений капитала через границы осуществляется ради краткосрочной выгоды, и что такой капитал быстро проникает в страну и выводится из нее в зависимости от текущих обстоятельств. Он проводит различие между краткосрочным капиталом, или «горячими деньгами», и «терпеливыми деньгами», которые поддерживают долгосрочные трансграничные потоки капитала. По мнению Фельдштейна, «терпеливые деньги» по-прежнему встречаются довольно редко, главным образом потому, что, хотя капитал и может свободно перемещаться по всему миру, его владельцы и распорядители продолжают держать большую его часть у себя в стране. Фельдштейн подкрепляет свои аргументы статистикой, показывающей, что, хотя через валютные рынки ежедневно проходят огромные суммы денег, «после того как уляжется пыль, оказывается, что большая часть сбережений, сделанных в конкретной стране, в этой стране и остается». Фельдштейн доказывает, что нехватка терпеливых денег обусловлена относительной скудностью информации о зарубежных инвестициях, имеющейся у инвесторов. По его мнению, если бы инвесторы были лучше информированы о зарубежных активах, то глобальный рынок капитала работал бы эффективнее и был бы меньше подвержен влиянию краткосрочных спекулятивных потоков капитала. Фельдштейн утверждает, что экономические проблемы Мексики в середине 1990-х гг. были следствием переизбытка «горячих денег», направлявшихся в страну и выводившихся из нее, и недостатка «терпеливых денег».

Нехватка информации о базовом качестве зарубежных инвестиций может стимулировать рост спекулятивных потоков на глобальном рынке капитала. Столкнувшись с дефицитом качественной информации, инвесторы могут реагировать на чрезмерно драматизированные сообщения о событиях в зарубежных странах быстрым изъятием своих инвестиций. Несмотря на все достоинства информационных технологий, инвесторам по-прежнему трудно получить равный доступ к качественной информации об инвестиционных возможностях за рубежом и у себя в стране. Информационный разрыв углубляется использованием разных систем учета в разных странах, что делает прямые сравнения зарубежных инвестиционных возможностей крайне трудным для всех, кроме наиболее искушенных инвесторов. Например, принципы бухучета в Германии традиционно отличались от используемых в США, и давали совершенно иную картину финансового положения рассматриваемой компании. Так, в 1993 г., когда немецкая Daimler-Benz трансформировала свои финансовые отчеты в соответствии с правилами, используемыми в США, как это требовалось для включения ее акций в листинг Нью-Йоркской фондовой биржи, она обнаружила, что вместо прибыли в \$97 млн, получившейся при использовании немецкой системы бухучета, при использовании американской системы бухучета она имела убытки в \$548 млн! Однако в 2000-х гг. происходила быстрая гармонизация разных национальных стандартов бухучета, что, безусловно, повысило качество информации, доступной инвесторам.



С учетом проблем, порождаемых различием в количестве и качестве информации, многим инвесторам еще только предстоит вступить на непростой путь международного инвестирования, а те, кто уже сделал это, склонны менять свои решения на основе ограниченной информации. Однако если международные рынки капитала продолжат расти, то финансовые посредники, вероятно, будут все чаще предоставлять качественную информацию о зарубежных инвестиционных возможностях. Улучшение информации должно повысить грамотность инвестиционных решений и снизить частоту и объемы спекулятивных потоков капитала. Озабоченность объемами «горячих денег», циркулирующих на глобальном рынке капитала, выросла вследствие азиатского финансового кризиса.

## **Рынок евровалюты**

Евровалюта – это любая валюта, размещенная в форме депозитов в иностранных банках, расположенных за пределами страны-эмитента данной валюты. Например, евродоллары, составляющие около двух третей всей евровалюты, – это доллары, хранящиеся в банках за пределами США. Другими важными евровалютами являются евро-иены, евро-фунты и евро. Название «евровалюта» является примером неудачного употребления финансового термина, потому что евровалюта может создаваться в любой точке мира, а первая часть слова «евро» традиционно ассоциируется с европейским происхождением рынка. Рынок евровалюты является важным и относительно недорогим источником средств для международных фирм.

## **Зарождение и рост рынка**

Рынок евровалюты появился в середине 1950-х гг., когда восточноевропейские держатели долларов, включая и бывший Советский Союз, стали опасаться депонировать свои долларовые запасы в США, поскольку они считали, что правительство США может экспроприировать эти средства, чтобы с их помощью удовлетворить требования американских граждан, компенсировать коммерческие убытки, понесенные вследствие установления в Восточной Европе коммунистического режима. Эти страны депонировали значительные долларовые суммы в Европе, в особенности в Лондоне. Дополнительные долларовые депозиты поступали и от центральных банков стран Западной Европы, которые зарабатывали доллары на экспорте в США. Эти две группы размещали свои доллары в лондонских, а не в американских банках, потому что таким образом они могли зарабатывать более высокий процентный доход.

## **Недостатки на рынке евровалюты**

Рынок евровалюты имеет два недостатка.

Во-первых, когда владельцы депозитов прибегают к услугам обычной банковской системы, они знают, что вероятность банкротства банка и, как следствие, потери их депозитов крайне мала. Действующие законы поддерживают ликвидность банковской системы. Однако в такой не регулируемой государством системе, как рынок евровалюты, вероятность банкротства банка и потери владельцами депозитов их денег оказывается выше. Таким образом, более низкий процентный доход по депозитам в отечественных банках отражает издержки страхования от банковской неплатежеспособности. Некоторые владельцы депозитов предпочитают такую более надежную систему и соглашаются платить за это более высокую цену.

Во-вторых, заимствование средств за рубежом может подвергнуть компанию валютному риску. Например, американская компания использует рынок евровалюты для заимствования евро-фунтов, возможно, потому, что он дает ей возможность платить меньший процент за кредит в евро-фунтах, чем за кредит в долларах. Предположим, что фунт стерлингов начал дорожать относительно доллара. Это приведет к удорожанию долларовой величины той



суммы, которую придется вернуть за кредит, взятый в евро-фунтах. От такого риска можно застраховаться, используя форвардный валютный рынок, но он не обеспечивает полного страхования. В результате многие компании заимствуют средства в отечественной валюте, чтобы не подвергаться валютному риску, несмотря на то, что рынки евровалюты предлагают более привлекательные процентные ставки.

## **Выводы**

1. Функция рынка капитала состоит в том, чтобы свести вместе тех, кто хочет инвестировать деньги, и тех, кто хочет взять деньги в долг.
2. По сравнению с рынком капитала отдельной страны, глобальный рынок предлагает больше средств для заимствования, что снижает для заемщиков стоимость получения капитала.
3. Глобальный рынок капитала позволяет инвесторам диверсифицировать портфели за счет покупки иностранных акций и облигаций, таким образом снижая риск.
4. Рост глобального рынка капитала в последние десятилетия был вызван развитием информационных технологий, дерегулированием рынка финансовых услуг и ослаблением государственных ограничительных требований к трансграничным потокам капитала.
5. Евровалюта – это любая валюта, размещенная в форме депозитов в иностранных банках, расположенных за пределами страны-эмитента данной валюты.

Отсутствие государственного регулирования делает рынок евровалюты привлекательным как для инвесторов, так и для заемщиков. Благодаря отсутствию регулирования, спред между ставками по депозитам и кредитам в евровалюте оказывается меньше, чем спред между ставками по депозитам и кредитам в отечественной валюте. Это обеспечивает евробанкам конкурентное преимущество.