

Л.И. Юзвович, канд. экон. наук, доцент,¹
г. Екатеринбург

СЕГМЕНТАЦИОННЫЕ ХАРАКТЕРИСТИКИ СОВРЕМЕННЫХ МОДЕЛЕЙ ИНВЕСТИЦИОННЫХ РЫНКОВ

В статье рассматриваются вопросы сегментации и структурирования современных моделей инвестиционных рынков. Определяются значимость и особенности функционирования отдельных инвесторов каждого инвестиционного полюса. Представлена сравнительная характеристика основных направлений значимых сегментов международного финансового рынка. В систематизированном виде представлены частные и институциональные инвесторы в контексте доминирующих тенденций на мировом инвестиционном рынке.

Ключевые слова: инвестиционный рынок, модели европейского, американского и азиатско-тихоокеанского инвестиционных рынков, инвестиционный спрос.

Инвестиционная деятельность неразрывно связана с функционированием инвестиционного рынка, который характеризуется своей конъюнктурой, спросом, предложением, уровнем конкурентоспособностью, ценой и совокупностью определенных субъектов рыночных отношений. Инвестиционный рынок тесно взаимосвязан с другими рынками экономической системы и осуществляет свои функции под определенным воздействием разнообразных форм государственного регулирования. Это могут быть рынки труда, рынки потребительских товаров и услуг, рынки прямых капитальных вложений, свободные рынки недвижимости, фондовый рынок, рынок драгоценных металлов и т.п. Данную взаимосвязь в различной интерпретации можно встретить у ряда отечественных и зарубежных исследователей [2, 7, 12].

¹ Юзвович Лариса Ивановна – кандидат экономических наук, доцент кафедры финансов, денежного обращения и кредита Уральского государственного университета им. А.М. Горького; e-mail: yuzvovich@bk.ru

Экономисты современности считают, что инвестиционный рынок развивается циклично. Он последовательно проходит фазы подъема, бума, ослабления и спада. Его состояние изменяется под влиянием ряда макроэкономических факторов. Предприятие инвестор должно правильно оценить состояние инвестиционного рынка, спрогнозировать его развитие и развитие своего бизнеса на этом рынке и на основе прогнозов принять решение о целесообразности инвестиционной деятельности. От качества прогнозов зависят правильность выбора объекта инвестирования и суммы вложений, а значит, риски и будущие доходы [2, с. 161].

Зарубежные ученые, исследователи мировой инвестиционный рынок структурируют по различным типам рынков [7, 10, 11]:

1) внебиржевые нерегулируемые валютные рынки, объединяющие финансовые институты разных стран. Торги на них осуществляются путем электронных переводов через глобальные компьютерные сети;

2) биржевой и внебиржевой рынки облигаций, позволяющие иностранным эмитентам впускать свои ценные долговые бумаги на крупных национальных рынках. Финансовыми центрами этих рынков являются такие страны, как США, Великобритания, Япония, Германия, Швейцария и Люксембург;

3) рынок синдицированных еврокредитов позволяет международным заемщикам осуществлять фондирование в форме банковских кредитов сразу из нескольких стран. Финансовыми центрами являются Лондон, Франкфурт, Цюрих, Нью-Йорк, Гонконг, Сингапур и др.;

4) рынки еврооблигаций: еврокоммерческих и других долговых бумаг. Международные заемщики получают доступ к кредитным ресурсам инвестиционных фондов, хеджфондов, взаимных фондов, пенсионных фондов, страховых компаний, казначейских департаментов крупных корпораций, частных банков других стран;

5) рынки производных инструментов, обеспечивающие перемещение финансового капитала через национальные границы и совершение сделок между экономическими агентами резидентами различных государств.

Помимо сроков и форм перемещения ресурсов в структурировании инвестиционного рынка до сих пор имеют значение место совершения операций, характер и степень регулирования сделок. В зависимости от этих критериев различают рынки национальные, иностранные и оффшорные.

В зарубежной практике инвестиционный рынок отождествляется, как правило, с рынком ценных бумаг (фондовым рынком), которые выступают основным инструментом инвестиционного вложения капитала как индивидуальными, так и институциональными инвесторами.

Инвестиционный рынок является чрезвычайно сложной системой, в кото-

рой обращаются многообразные товары и инструменты, обеспечивающие инвестиционный спрос всех видов инвесторов. Этот рынок обслуживается специальными инвестиционными институтами, располагает довольно разветвленной и разнообразной инвестиционной инфраструктурой.

С учетом изложенных положений понятие «инвестиционного рынка» предлагается сформулировать следующим образом.

Инвестиционный рынок представляет собой сферу предпринимательской деятельности, на которой объектами покупки-продажи выступают разнообразные инвестиционные товары и инструменты, а также инвестиционные услуги, обеспечивающие процесс реального и финансового инвестирования.

В современных условиях международный инвестиционный рынок подразделяется на различные сегменты мирохозяйственных связей. Остановимся на европейском, американском и азиатско-тихоокеанском рынках.

Европейский сегмент объединяет развитые страны, входящие в европейский союз, а также страны Восточной Европы, Ближнего Востока, традиционно тяготеющие к финансовому рынку Швейцарии. Этот рынок характеризуется годовыми объемами капитала в 10 трлн. долл., наличием наиболее дешевых и долгосрочных ресурсов, предоставляемых иностранными инвесторами из расчета 2–5 % годовых. Западно-Европейский рынок инвестиционных компаний концентрируется на территории четырех стран – Франции, Германии, Италии, Великобритании. На их долю уходит 2/3 общей суммы активов управляемых инвестиционными фондами.

Эксперты Европейского союза в области регулирования иностранных инвестиций выявляют следующие факто-

ры, препятствующие капиталопотокам: налоговый режим в отношении нерезидентов и валютные риски, что приводит к низкой ликвидности на национальных рынках. Значительными барьерами для иностранных инвесторов являются местные требования по национальным различиям в законодательстве компаний, бухгалтерской отчетности, взимании налогов. К примеру, во Франции и Португалии ограничен доступ местных банков к рынкам государственных долговых обязательств, сохраняются ограничения на отдельных рынках облигаций. В Греции иностранным эмитентам запрещено выпускать отдельные виды облигаций.

Доступ к отдельным национальным рынкам капиталом затруднен, поскольку сохраняются национальные требования, в основном имеющие скрытый характер и связанные со спецификой административной практики. Бизнесмены, предприниматели при образовании новой компании в странах ЕС должны пройти от 4 до 16 процедур регистрации и учета, потратив на это от 11 (Великобритания) до 150 (Австрия) рабочих дней. При этом стоимость таких процедур варьируется от 300 долларов (Финляндия) до 11 тысяч долларов (Австрия), в зависимости от страны Евросоюза [13].

В странах Евросоюза действует система правительственных закупок, которая направлена на ликвидацию дискриминационной политики допуска к государственным рынкам снабжения и инфраструктурных объектов. Данная система стимулирует международную конкуренцию на рынке. Соответственно многие рынки стран ЕС характеризуются высоким объемом государственных заказов. Особенно это характерно для рынков медицинского и офисного оборудования.

Кроме этого, в странах ЕС действуют Правила слияния компаний, т.е. наднационального контроля, которые рас-

пространяются на сделки при следующих условиях:

- 1) совокупный оборот компаний – участниц составляет более 5 млрд евро за год;
- 2) ежегодный оборот в рамках Евросоюза двух компаний, участвующих в процессе слияния, превышает 250 млн евро за год;
- 3) каждый из участников сделки имеет не более 2/3 своего ежегодного оборота в рамках ЕС в каждой стране – участнице.

Учитываются все три критерия, правила контроля распространяются на слияния компаний в совместные предприятия, нацеленные на структурные изменения данного рынка. Процесс слияния должен быть одобрен уполномоченным органом. Отказ от слияния компаний может привести к взиманию штрафа до 10 % стоимости ежегодного оборота участников сделки, штраф накладывается по решению Европейской комиссии.

Что касается финансирования взаимных капиталовложений, то в рамках ЕС действуют наднациональные финансовые органы, финансирующие инвестиции в совместные или национальные проекты. К ним относятся Европейский Инвестиционный Банк (ЕИБ), Европейский инвестиционный фонд (ЕИФ), Европейский Фонд регионального развития (ЕФРР), Европейский социальный фонд (ЕСФ) [8].

За последние десятилетие ежегодные темпы прироста активов, находящихся под управлением европейских инвестиционных фондов, составляли 23%, в результате чего, объем европейских инвестиционных фондов возрос за 10 лет в семь раз. Такой интенсивный рост инвестиционных фондов коллективных накоплений в странах континентальной Европы обусловлен тем, что домашние хозяйства стали больше выбирать долгосрочные вложения в инвестиционные

фонды и меньше вкладывать в банковский сектор с краткосрочным размещением. К тому же банковские вклады на сегодняшний день составляют в Европе всего около половины сбережений.

Американский сегмент охватывает в основном рынки США и Канады с годовыми объемами капитала в 20 трлн долл. (канадо-американская зона свободной торговли в 1989 г.). На базе Канадо-американской зоны свободной торговли было подписано трехстороннее соглашение между США, Канадой и Мексикой о формировании Североамериканской зоны свободной торговли – НАФТА (1994 г.). Таможенные пошлины между США и Канадой были полностью ликвидированы к 1 января 1998 г., между Канадой и Мексикой – 1 января 2003 г. Финансовым центром данного сегмента является США. Особенности этих рынков заключаются в существенной доле импортируемых финансовых ресурсов, большим объемом сделок с ценными бумагами с иностранными инвесторами. Для распространения ценных бумаг иностранных эмитентов применяются различные схемы депонирования ценных бумаг в иностранных банках с последующим выпуском в США депозитарных расписок.

Условия допуска инвесторов исходят из национального режима и режима наибольшего благоприятствования, которые также применяются в отношении деятельности зарубежных инвесторов. В соответствии с нормами международного права НАФТА запрещает экспроприацию инвестиций [3].

Североамериканская зона свободной торговли является стимулом для увеличения притока капиталов, как из стран-партнеров, так и из третьих стран. За последние годы приток ПЗИ в канадскую экономику увеличился в 11 раз, повысилась инвестиционная привлекательность Канады для зарубежных инве-

сторов. Максимальные инвестиционные выгоды для Канады оказались в сфере финансовых услуг, транспортного оборудования, автомобилестроения, химической индустрии и коммуникаций.

До формирования Североамериканской зоны свободной торговли Мексика считалась закрытой экономикой. НАФТА позволила расширить реформирование некоторых отраслей, автомобилестроения, текстильной индустрии, финансов, телекоммуникаций. Национальные сравнительные преимущества в форме дешевой рабочей силы, географической близости к США содействовали экономическому подъему Мексики. Важную роль в открытости мексиканской экономики сыграли ТНК Канады и США. Выделялся быстрый рост свободных экономических зон, в основном американских, который ускорил процесс либерализации экономики. Основным вкладом зарубежных компаний был связан с передачей технологий. Таким образом, участие Мексики в Североамериканской зоне свободной торговли стимулировало приток ПЗИ в экономику страны [1].

Таким образом, американский сегмент международного инвестиционного рынка отличается от европейского по следующим направлениям (табл. 1).

Азиатско-тихоокеанский сегмент (АТС) мирохозяйственных связей представлен странами Юго-Восточной Азии и Океании, создан в 1989 году. Первоначально в состав Азиатско-Тихоокеанского экономического сообщества (АТЭС) входило 12 стран Тихоокеанского бассейна: Япония, Австралия, Новая Зеландия, Корея, Индонезия, Таиланд и др.).

В настоящее время АТС объединяет 21 экономику западной и восточной частей Тихоокеанского бассейна и Океании. Финансовые ресурсы АТС концентрируются на рынке Японии, годовые объемы капитала превышают

6 трлн долл. Этот рынок в основном базируется на собственных ресурсах и по сравнению с рынком США характеризуется невысокой долей заемного капитала. Крупнейшими импортерами ресурсов рынка Японии являются Китай, страны Океании и Юго-Восточной Азии, а также в последние годы – страны Латинской Америки и Западной Европы. В настоящее время отмечается рост тяготения АТС к европейскому рынку, все большая часть финансово-хозяйственных связей сосредоточивается между Японией и Швейцарией.

Азиатско-тихоокеанский сегмент уступает Европе и Америке в формировании свободных инвестиционных зон. Инвестиционное регулирование ведется в двухсторонних зонах свободной торговли, между Японией и Сингапуром, между Новой Зеландией и Сингапуром [9].

Существенный элемент Азиатско-Тихоокеанского экономического сообщества это использование принципа недискриминации в рамках режима наибольшего благоприятствования и национального режима. Недискриминация в отношении РНБ предполагает немедленное или в течение определенного времени введения РНБ, за исключением некоторых отраслей (список ограничений определяет каждая страна).

В Азиатско-тихоокеанском сегменте действует принцип прозрачности, призванный своевременно уведомлять инвесторов об изменениях в инвестиционных режимах через проводимые брифинги о текущей инвестиционной политике и возможных изменениях правового режима в отношении допуска и деятельности зарубежных инвесторов.

Страны АТС являются как крупными реципиентами, так и крупными экспортерами ПЗИ. Для анализа и контроля прямых иностранных инвестиций в странах АТС ежегодно определяется показатель инвестиционной открытости стран разра-

ботанный экспертами Совета по Тихоокеанскому экономическому сотрудничеству [6]. Данный показатель рассчитывается с учетом следующих факторов:

- право на создание;
- порядок перевода прибыли;
- требования к найму персонала;
- система налогообложения;
- гарантии инвесторам и порядок разрешения споров;
- предоставление инвестиционных стимулов;
- порядок экспорта капитала.

Кроме вышеуказанного показателя определяется индекс инвестиционного доверия, разрабатываемый консалтинговой компанией «Керни». В его основу положены ожидания инвесторов. По данным официальной международной статистики из 25 стран, имеющих наиболее высокий индекс инвестиционного доверия, почти половина – это страны АТС, инвесторами АТС осуществляется глобальная инвестиционная стратегия, занимающая 72 % проводимой общей инвестиционной. По сравнению с Северной Америкой удельный вес инвестиционной стратегии составляет 60 %.

Такая ситуация заслуживает особого внимания к Азиатско-Тихоокеанскому сегменту международного финансового рынка. Несмотря на высокую степень взаимозависимости в АТС, инвесторы предпочитают широкомасштабные глобальные операции, а не ограничиваться рамками регионального рынка.

Одновременно крупные заимствования на регулярной основе осуществляют государства, которые в силу своего статуса не могут обращаться к рынкам, где осуществляет кредитование акционерный капитал. Для каждого из рассматриваемых рынков при всем их многообразии часто характерны одни и те же участники [6]. Их можно классифицировать по следующим основным признакам: характер участия субъектов в операциях;

Таблица 1
Сегментационные характеристики современных моделей инвестиционных рынков

№ п/п	Направление деятельности	Европейский сегмент	Американский сегмент
1	Торговля услугами	Ликвидированы барьеры во взаимной торговле услугами, за исключением энергетики, телекоммуникаций и транспорта (эти отрасли не достигли необходимого уровня либерализации). Сохранились исключения в сферах лизинговых и правовых услуг, бухгалтерского учета и почтовых услуг.	Снижены пошлины и нетарифные барьеры в банковской и страховой сферах, в области брокерских услуг. Почти полностью ликвидированы ограничения в отраслях телекоммуникаций и наземного транспорта.
2	Миграция рабочей силы	Миграция рабочей силы практически полностью либерализована. Сохраняются неадекватные стандарты на документы об образовании, уровень квалификации, пенсионное обеспечение, медицинское страхование.	Разрешен свободный доступ квалифицированной рабочей силы. Не ограничена миграция рабочей силы во внутрифирменных рамках для населения стран Североамериканской зоны свободной торговли. Для Мексики установлена ежегодная дополнительная квота в 5,5 тыс. квалифицированных работников для трудоустройства в США.
3	Субсидирование	Европейская конкурентная политика способствовала снижению объемов государственной помощи национальным производителям, но объем субсидий остается большим. Осуществляется наднациональное субсидирование сельскохозяйственной продукции, вывозимой за пределы Евросоюза.	Сохраняются национальные системы субсидирования отдельных видов производств.
4	Система прайвильтектвенных закупок	Государственные закупки товаров и услуг осуществляются на основе принципа прозрачности и свободного доступа на рынок. Сохраняется проблема мониторинга по проведению тендеров.	Либерализован допуск к системе прайвильтектвенных контрактов, предлагаемых основными государственными органами во всех трех странах Американского сегмента.
5	Разрешение споров	Споры разрешаются Европейским судом.	Споры разрешаются в рамках Комиссии по свободной торговле.

цели и мотивы участия; типы эмитентов и их характеристики; типы инвесторов и должников (рис. 1).

По характеру участия в операциях субъектов рынка можно разделить на две категории: прямые (непосредственные) и косвенные (опосредованные) участники. К первой категории относятся биржевые члены соответствующих рынков производных финансовых инструментов, заключающие сделки за свой счет и/или за счет и по поручению клиентов, не являющихся биржевыми членами и вынужденных обращаться к услугам первых. Эти клиенты и составляют вторую категорию. На внебиржевом рынке долговых инструментов рынка капитала прямыми участниками рынка являются крупнейшие маркетмейкеры, а все остальные – косвенными.

По целям и мотивам участия в операциях на рынке участники рынка разделяются на хеджеров и спекулянтов. Хеджер – это лицо, страхующее курсовые (ценовые) риски, риски трансфертов, присущие финансовым инструментам, свои активы или конкретные сделки на рынке спот. Обязательства хеджера, возникающим в ходе сделки, как правило, соответствует реальный финансовый инструмент, которым он располагает в настоящий момент или будет располагать к моменту исполнения контракта.

Хеджирование – это операция страхования от риска изменения цен путем занятия на параллельном рынке противоположной позиции. Хеджирование дает возможность застраховать себя от возможных потерь к моменту ликвидации сделки на срок; обеспечивает повышение гибкости и эффективности коммерческих операций; обеспечивает снижение затрат на финансирование торговли реальными товарами; позволяет уменьшить риски сторон (потери от изменения цен на товар компенсируются выигрышем по фьючерсам). Говоря про-

ще, хеджирование – это действие, предпринимаемое покупателем или продавцом для защиты своего дохода от нежелательного изменения цен в будущем. Инвестор, приобретая пакет акций, в результате падения курсовой стоимости может получить большие потери. Механизм хеджирования сводится к заключению срочного контракта, в котором устанавливается цена поставки базисного актива. Рынок производных контрактов предоставляет инвестору возможность заключить ряд сделок с целью страхования от таких потерь. Риск в подобных сделках часто берет на себя спекулянт, выступая контрагентом хеджера.

Спекулянт – это лицо, стремящееся получить прибыль за счет разницы в курсовой стоимости базисных активов, которая может возникнуть во времени. У них нет намерения страховать имеющиеся или будущие позиции от курсового риска. Движение курсов, наоборот, является для них наиболее желанным. Спекулянты совершают покупку (продажу) контрактов, с тем, чтобы позднее продать (купить) их по более высокой (низкой) цене.

Подразделение субъектов рынка по типам эмитентов и их характеристикам позволяет выделить следующие основные категории:

- международные и межнациональные агентства;
- национальные правительства и суверенные заемщики;
- провинциальные и региональные правительства (администрации штатов, областей);
- муниципальные правительства (муниципалитеты);
- корпорации, банки и другие организации.

Крупнейшими участниками мирового инвестиционного рынка являются: Мировой банк, Международный банк реконструкции и развития, Европейский банк



Рис. 1. Классификация участников мирового инвестиционного рынка по разным признакам

реконструкции и развития. На мировом рынке капиталов субъекты, связанные понятием «эмитент», объединяются по их кредитным рейтингам. Инвестиционными объектами принято считать облигации компаний с высокими и устойчивыми показателями доходности и экономического состояния. С точки зрения эмиссии ценных бумаг основными операторами рынка капиталов выступают крупнейшие банки и корпорации.

В последнее время активную роль на мировых долговых рынках играют центральные банки. Интенсивное накопление валютных резервов данной категории инвесторов приводит к усилению их позиции. Они осуществляют эффективное управление финансовыми ресурсами страны, включая валютную интервенцию. Каждый центральный банк проводит собственную инвестиционную политику. В настоящее время спектр финансовых инструментов весьма расширился, соответственно расширяются и дифференцируются сами инвестиционные портфели центральных банков.

По типу инвесторов можно выделить две основные группы: частные и институциональные. В период становления еврорынка основными держателями еврооблигаций были частные инвесторы. Частные инвесторы, осуществляющие операции с ценными бумагами, представляют собой физические лица, стремящиеся расширить возможности вложения своих валютных сбережений и увеличить доход путем приобретения ценных бумаг.

Важнейшей тенденцией последнего десятилетия на долговых рынках стал количественный и качественный рост институциональных инвесторов или финансовых институтов коллективного инвестирования. Происходит усиление роли страховых компаний, пенсионных и взаимных фондов, инвестиционных компаний, что ведет к ориентации инвести-

ций на фондовые ценности, так как они носят долгосрочный характер.

В систематизированном виде инвесторы могут быть представлены следующим образом: частные инвесторы и институциональные инвесторы. К институциональным инвесторам относятся банки; государственные учреждения; международные финансовые институты; пенсионные фонды; страховые фонды и компании; взаимные инвестиционные фонды; менеджеры вкладов; крупные корпорации.

В числе доминирующих тенденций на мировом инвестиционном рынке отмечается стремление к устранению посредников. Указанный процесс получил название «дезинтермидация». Международный инвестиционный рынок может быть первичным, вторичным и третичным.

На первичном рынке размещаются новые выпуски долговых инструментов. Обычно это происходит при содействии крупных инвестиционных институтов.

На вторичном рынке продаются и покупаются уже выпущенные инструменты. Вторичный рынок образуется в результате превышения спроса со стороны международных инвесторов над предложением определенных инструментов на первичном рынке.

Третичный рынок – это торговля производными финансовыми инструментами. Третичный рынок вырос из срочного рынка. Вместе с тем он весьма динамично развивается. В основе быстрого развития данного рынка лежит лавинообразное появление новых инструментов, призванных стимулировать своим разнообразием развитие финансового рынка в условиях резко меняющейся обстановки в мировой экономике и международных экономических отношениях.

Таким образом, современная структура мирового инвестиционного рынка предполагает перераспределение кре-

дитных ресурсов между национальными экономиками, где конечные участники операции – кредитор и заемщик – резиденты разных стран. Участники мирового инвестиционного рынка с институциональной точки зрения - это обширная совокупность финансово – кредитных учреждений, через которые осуществляется движение ссудного капитала в области международных экономических отношений.

Авторские наблюдения показали, что в последнее время происходит увеличение доли долговых инструментов в структуре капитала корпораций и банков, являющихся основными заемщиками на рынках капиталов. Доступ на мировые рынки долгового финансирования для большинства заемщиков значительно упрощен, требуются меньшие издержки на проведение операций, и предъявляются менее жесткие требования к раскрытию информации.

Список использованных источников

1. Инвестиционный рынок и контуры новой глобализации // Бизнес: организация, стратегия, системы. Издательская группа «Профи-Пресс». 2000. № 6.
2. Вяткин В.Н., Хэмтон Д.Д., Казак А.Ю. Принятие финансовых решений в управлении бизнесом: концепции, задачи и ситуации. Москва – Екатеринбург: Изд. дом «ЯВА», 2000.
3. Гуцин В.В., Овчинников А.А. Инвестиционное право: учебное пособие, М.: МГИУ, 2008.
4. Грязнова А.Г., Федотова М.А. Оценка недвижимости. М.: Финансы и статистика, 2004.
5. Казак А.Ю., Веретенникова О.Б., Марамыгин М.С., Ростовцев К.В. Денежное хозяйство предприятий. Екатеринбург: Изд-во АМБ, 2006.
6. Качалич А.Г. Валютная политика стран с трансформируемой экономикой в условиях финансовой глобализации. М.: Экономист, 2010.
7. Кидуэлл Д.С., Петерсон Р.Л., Блэкуэлл Д.У. Финансовые институты, рынки и деньги. СПб.: ПИТЕР, 2000.
8. Колесов В.П., Кулаков М.В. Международная экономика: учебник. М.: Инфра-М, 2011.
9. Ливенцев Н.Н., Костюнина Г.М. Международное движение капитала (инвестиционная политика зарубежных стран): учебник. М.: Экономист, 2004.
10. Миллер Р.Л., Ван-Хуз Д.Д. Современные деньги и банковское дело. М.: ИНФРА-М, 2000.
11. Фабоци Ф.Ф. Управление инвестициями. М.: ИНФРА-М, 2000.
12. Черкасов В.Е. Международные инвестиции: учеб. пособие. 2-е изд. М.: Дело, 2003.
13. Аналитический сайт www.rb.ru. Российский бизнес. Турухина Ю. Новое исследование по европейским инвестиционным рынкам.