

УДК 336.761:321.74"713"

БАГДАСАРЯН Арег, к. э. н., доцент Национального аграрного университета
Армении

ПРОБЛЕМЫ ИНТЕГРАЦИИ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ НА ПОСТСОВЕТСКОМ ПРОСТРАНСТВЕ

Рассмотрены проблемы и перспективы интеграции на рынке ценных бумаг. Исследованы направления интеграционных процессов на рынке ценных бумаг на территории стран СНГ. Обоснована целесообразность создания единых интеграционных систем регулируемого рынка.

Ключевые слова: рынок ценных бумаг, интеграция, депозитарные и расчетно-клиринговые системы, биржа.

Багдасарян А. Проблеми інтеграції ринку цінних паперів на пострадянському просторі. Розглянуто проблеми і перспективи інтеграції на ринку цінних паперів. Досліджено напрямки інтеграційних процесів на ринках цінних паперів на території країн СНД. Обґрунтовано доцільність створення єдиних інтеграційних систем регульованого ринку.

Ключові слова: ринок цінних паперів, інтеграція, депозитарні та розрахунково-клірингові системи, біржа.

Постановка проблемы. Интеграция финансовых рынков, в частности рынка ценных бумаг, является одной из важнейших предпосылок для обеспечения устойчивого развития экономики в странах СНГ. После распада Советского Союза и перехода к рыночной экономике на постсоветском пространстве образовались разрозненные финансовые рынки, что особенно проявилось на рынке ценных бумаг. Связанный с этим комплекс проблем усугубляется также наличием значимых различий в регулировании рынка ценных бумаг, принципов построения депозитарных и расчетно-клиринговых систем, а также фиксирования и передачи прав собственности и других имущественных прав на ценные бумаги.

Анализ последних исследований и публикаций. Анализу теоретических и практических аспектов интеграционных процессов на рынке ценных бумаг посвящено достаточно большое количество научных работ. В большинстве исследований рассматриваются основные позитивные аспекты интеграции, а также возникающие риски. Во многих работах основное внимание сосредоточено на глобализации и интеграции регулируемого рынка ценных бумаг в целом и биржевого рынка в частности [1–4]. Однако изучение интеграционных процессов на рынке ценных бумаг не может быть ограничено исследованием

только одного или нескольких его сегментов. Важно также изучить интеграционные процессы расчетно-клиринговых и депозитарных систем в сопоставлении с интеграционными процессами на регулируемом рынке. В свете возможностей создания общего экономического пространства особо важное значение приобретает всестороннее изучение перспектив интеграции рынка ценных бумаг стран СНГ.

Цель этого исследования – изучение возможностей и перспектив интеграции рынка ценных бумаг в странах СНГ. Исходя из целей исследования, в статье рассмотрено состояние интеграционных процессов рынка ценных бумаг на постсоветском пространстве, возможности и перспективы интеграции, а также основные положительные аспекты и проблемы на пути интеграции.

Результаты исследования. Этап интеграции рынка ценных бумаг на национальном уровне в большинстве стран СНГ можно считать уже завершенным. Так, если в конце прошлого тысячелетия на территории Республики Армения действовало 4 фондовых биржи, то в настоящее время функционирует только один оператор регулируемого рынка ценных бумаг – НАСДАК ОЭМЭКС Армения. Интеграционные процессы происходили также в сфере депозитарных и расчетно-клиринговых систем. В настоящее время на завершающей стадии находится внедрение единой депозитарной и расчетно-клиринговой системы, которая также является структурной единицей НАСДАК ОЭМЭКС [5].

Аналогичные тенденции наблюдаются и на российском рынке. Так, в конце 2011 г. произошло слияние двух основных торговых систем российского рынка ценных бумаг – РТС и ММВБ, что привело к образованию Московской биржи – крупнейшей торговой системы рынка ценных бумаг на постсоветском пространстве [6]. В результате интеграции в сфере действующих на территории Российской Федерации депозитарных и расчетно-клиринговых систем в составе группы "Московская биржа" учреждена компания, предоставляющая все виды депозитарных и расчетных услуг на рынке ценных бумаг, – Национальный расчетный депозитарий, которому в 2012 г. присвоен статус центрального депозитария [7]. В соответствии с законодательством РФ статус центрального депозитария может быть присвоен только одному юридическому лицу. Таким образом, как в Республике Армения, так и в Российской Федерации начали создаваться интегрированные торговые, депозитарные и расчетно-клиринговые системы рынка ценных бумаг. Схожие процессы происходят и в других странах СНГ.

Дальнейшая интеграция рынка ценных бумаг связана с интеграцией национальных торговых, депозитарных и расчетно-клиринговых систем, действующих в разных странах. Они могут включать создание и укрепление связей между национальными системами, синхронизацию нормативно-правовой базы, регулиующую рынок ценных бумаг, а также образование наднациональных систем. В сфере международной интеграции разные страны на постсоветском пространстве придерживаются разных приоритетов. Так, в странах Балтийского

региона (Литва, Латвия и Эстония) интеграционные процессы были направлены в основном на гармонизацию национального законодательства с законодательством Европейского Союза. В этих странах как операторы регулируемого рынка ценных бумаг, так и операторы расчетной системы (центральные депозитарии ценных бумаг) являются частью группы НАСДАК ОЭМЭКС [8]. В странах Балтийского региона создана единая торговая система. Центральные депозитарии ценных бумаг Литвы, Латвии и Эстонии имеют линки между собой, с помощью которых фиксируют право собственности и другие имущественные права, а также выполняют функцию расчетной системы. Происходит также интеграция Балтийского рынка ценных бумаг НАСДАК ОЭМЭКС с другими рынками НАСДАК ОЭМЭКС, в частности – со Скандинавским, создаются корреспондентские отношения с такими депозитарными и расчетно-клиринговыми системами, как Клирстрим или Евроклир, действующими на территории Европейского Союза. Международные интеграционные процессы углубляются также на территории стран СНГ, значительные возможности в этом плане существуют на рынке ценных бумаг Российской Федерации, Беларуси, Казахстана и Украины.

Одним из направлений интеграционных процессов на территории стран СНГ является объединение основных операторов регулируемого рынка ценных бумаг, а также – депозитарной и расчетно-клиринговой систем, путем приобретения участия (акций) и (или) реорганизации. Примерами могут служить регулируемые рынки Московской, Украинской и Фондовой биржи ПФТС. Московская биржа является мажоритарным участником (акционером) Фондовой биржи ПФТС, а также крупнейшим участником (акционером) Украинской биржи [6; 9; 10]. В таких условиях целесообразно объединение двух операторов регулируемого рынка ценных бумаг Украины. С этой целью Московская биржа планирует увеличить свое участие в акционерном капитале Украинской биржи. Объединение двух основных операторов регулируемого рынка ценных бумаг Украины позволит ускорить интеграционные процессы не только на территории Украины, но и на международном уровне, так как новый оператор будет частью группы "Московская биржа".

Другим направлением рассматриваемых процессов является создание единых или интегрированных торговых систем регулируемого рынка, а также – депозитарных и расчетно-клиринговых систем путем развития сотрудничества между операторами. Это наблюдается в отношениях Московской, Белорусской валютно-фондовой и Казахстанской фондовой бирж [6; 11; 12].

Эти два направления обуславливают важность интеграции между российским и армянским регулируемыми рынками ценных бумаг. С другой стороны, единственный оператор регулируемого рынка ценных бумаг Армении – НАСДАК ОЭМЭКС Армения – является частью ведущего оператора регулируемого рынка ценных бумаг, depo-

зитарных и расчетно-клиринговых систем в мире, а также в странах Балтийского региона (Литва, Латвия и Эстония) – группы НАСДАК ОЭМЭКС [5; 6; 8]. Это может стать исходной точкой для развития интеграционных процессов между системами, действующими на территории Европейского Союза и СНГ. Однако создание единых и интегрированных систем регулируемого рынка подразумевает также интеграцию депозитарных и расчетно-клиринговых систем, а также синхронизацию нормативно-правовой базы, регулиующую рынок ценных бумаг. В частности, требует особого внимания исследование проблем, связанных с фиксированием и передачей имущественных прав на ценные бумаги и защитой интересов инвесторов.

Оценить интеграционные возможности рынка ценных бумаг поможет изучение основных показателей регулируемого рынка (табл. 1, 2 [10; 13; 14]). Таковыми, с учетом особенностей развития этого рынка на территории стран СНГ, выбраны: количество компаний, акции которых допущены к торгам, рыночная капитализация акций, допущенных к торгам, объемы торговли акциями и долговыми ценными бумагами, а также объемы торговли валютой и кредитными ресурсами.

Таблица 1

Компании, акции которых допущены к торгам на регулируемом рынке, и их рыночная капитализация, 2011–2012 гг.

Оператор регулируемого рынка	Количество		Рыночная капитализация акций, млрд долл. США	
	2011	2012	2011	2012
Белорусская валютно-фондовая биржа, Беларусь	2335	2359	1.1	0.4
Казахстанская фондовая биржа, Казахстан	71	81	22.6	23.5
Киргизская фондовая биржа, Кыргызстан	13	18	0.2	0.2
Московская биржа, Россия	341	268	771.2	827.2
НАСДАК ОЭМЭКС Армения, Армения	11	11	0.1	0.1
Санкт-Петербургская Валютная Биржа, Россия	0	3	0	0.1
Украинская биржа, Украина	195	198	25.6	20.7
Фондовая биржа ПФТС, Украина	462	636	15.9	17.6

По числу компаний, акции которых допущены к торгам на регулируемом рынке, как видно по данным табл. 1, лидирует Белорусская валютно-фондовая биржа. В 2012 г. к торгам на ее регулируемом рынке были допущены акции 2359 компаний. Второе, третье и четвертое места по этому показателю распределены соответственно между Фондовой биржей ПФТС, Московской биржей и Украинской биржей.

При этом по рыночной капитализации акций, допущенных к торгам на регулируемом рынке, с огромным отрывом лидирует Московская биржа. Второе, третье и четвертое места занимают соответственно Казахстанская фондовая биржа, Украинская биржа и Фондовая биржа ПФТС.

Таблица 2

Объемы торговли на биржевом рынке, 2011–2012 гг.

Оператор регулируемого рынка	Объемы торговли									
	акциями		долговыми ценными бумагами				валютой		кредитными ресурсам	
			корпоративными		государственными					
2011	2012	2011	2012	2011	2012	2011	2012	2011	2012	
Белорусская валютно-фондовая биржа, Беларусь	50.4	90.0	1150.8	1138.6	1129.7	767.9	17002.5	30047.8	0	0
Казахстанская фондовая биржа, Казахстан	1089.2	1377.6	2010.8	2165.3	7751.7	1547.6	106179.9	96063.7	0	0
Киргизская фондовая биржа, Кыргызстан	28	22.5	1.3	2.1	0	0	0	0	0	0
Московская биржа, Россия	554067.3	372619.6	1225152.3	1848335.6	402149.8	398094.7	2938097.6	3760528.4	306062.5	270414.5
НАСДАК ОЭМЭКС Армения, Армения	0.5	1	1.8	1	13.9	10.4	760.4	753.7	7087.7	15084.3
Санкт-Петербургская Валютная Биржа, Россия	0	0.1	36.6	223.5	0	0	59.1	68.6	33118	49622
Украинская биржа, Украина	4573.3	418.4	62.9	24.5	92.6	11.7	0	0	0	0
Фондовая биржа ПФТС, Украина	242	230.1	1315.7	1675	9563.6	9285.5	0	0	0	0

Как видно из *табл. 2*, по объемам торгов на биржевом рынке лидирует Московская биржа.

Приведенные данные свидетельствуют, что развитие регулируемого рынка того или иного региона во многом зависит от его размеров и масштабов интеграции. Так, по всем основным показателям лидирует Московская биржа, что закономерно, учитывая, что она действует на самом крупном и достаточно интегрированном рынке из стран СНГ. Для развития же малых рынков – таких, как рынок ценных бумаг Армении, – особое значение имеет интеграция с другими внутренними рынками, например, с валютным рынком и рынком кредитных ресурсов – это может дать синергетический эффект. Однако интеграционные возможности внутренних рынков ограничены, что на нынешней стадии развития обуславливает важность интеграционных процессов с внешними рынками.

Выводы. Рынок ценных бумаг стран СНГ обладает достаточными интеграционными возможностями. Углубление интеграционных процессов на рынке ценных бумаг стран СНГ окажет положительное влияние на инвестиционные возможности экономики этих стран, динамику роста ВВП, сокращение безработицы и улучшение социального положения их населения. Однако создание единых и интегрированных систем регулируемого рынка подразумевает также интеграцию депозитарных и расчетно-клиринговых систем, а также синхронизацию нормативно-правовой базы, регулиующую рынок ценных бумаг. В частности, особое внимание следует уделить исследованию проблем, связанных с фиксированием и передачей имущественных прав на ценные бумаги и защитой интересов инвесторов.

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ

1. *Захаров А. В.* Валютные и универсальные биржи XXI века как антикризисный механизм финансового рынка / А. В. Захаров, Д. А. Кириченко, Е. В. Челмодеева. — 2-ге изд., перераб. и доп. — М., 2002. — 80 с.
2. *Миркин Я. М.* Ценные бумаги и фондовый рынок / Я. М. Миркин. — М. : Перспектива, 1995. — С. 66, 99–100, 413–440.
3. *Миркин Я. М.* Рынок ценных бумаг: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития / Я. М. Миркин. — М. : Финанс. акад. при правительстве РФ, 2002. — 87 с.
4. *Украинская биржа.* — Режим доступа : www.ux.ua.
5. *Национальный расчетный депозитарий.* — Режим доступа : www.nsd.ru.
6. *Московская биржа (ММВБ-РТС).* — Режим доступа : www.moex.com.
7. *Рубцов Б. Б.* Мировые фондовые рынки: современное состояние и закономерности развития / Б. Б. Рубцов. — М. : Финанс. акад. при правительстве РФ, 2000. — 312 с.
8. *НАСДАК ОЭМЭКС Армения.* — Режим доступа : www.nasdaqomx.am.
9. *Фондовая биржа ПФТС.* — Режим доступа : www.pfts.com.

10. *Federation of Euro-Asian Stock Exchanges*, FEAS Books: 2009 — 2013. — Режим доступу : <http://www.feas.org>.
11. *Белорусская валютно-фондовая биржа*. — Режим доступу : www.bcse.by.
12. *Казахстанская фондовая биржа*. — Режим доступу : www.kase.kz.
13. *Международная ассоциация бирж стран СНГ*, Бюллетени биржевой статистики : 2006 — 2012. — Режим доступу : <http://mab.micex.ru>.
14. *Международная ассоциация бирж стран СНГ* : Справочники бирж и депозитариев-членов МАБ СНГ. 2006 — 2013. — Режим доступу : <http://mab.micex.ru>.

Стаття надійшла до редакції 13.01.2014.

Baghdasaryan A. Peculiarities of integration of the securities market in the post-soviet region.

Background. *Integration of financial markets, in particular the securities market, is one of the most important prerequisites for sustainable development of the economy in the CIS countries. After the collapse of the Soviet Union and the transition to the market economy fragmented financial markets were formed in the post-Soviet region, which is especially evident in the securities market. Complex problem associated with this is aggravated by the presence of significant differences in the regulation of the securities market, the principles of building depository, clearing and settlement systems, as well as fixation and transfer of ownership and other property rights to the securities.*

Analysis of recent research and publications. *A large number of scientific papers are devoted to the analysis of theoretical and practical aspects of integration processes in the securities market. In most studies the main positive aspects of integration, as well as possible risks are highlighted. Many focuses on globalization and integration of the regulated securities market, in general, and on the exchange market, in particular. However, the study of the integration processes in the securities market may not be limited to consideration of only one or some of its segments. It is also important to study the processes of integration of clearing, settlement and depository systems in relation to the integration processes in the regulated market. In the light of the possibilities of creating a common economic space importance of having a comprehensive study of the prospects of integration of the securities market of the CIS countries is increasing.*

The aim of this study is to identify and study the prospects of integration of the securities market in the CIS countries. Based on the research objectives the article describes the state of the integration processes in the securities market in the post-Soviet region, integration opportunities and prospects, as well as the main positive aspects and challenges to integration.

Conclusions. *The securities market in the CIS countries has sufficient integration capabilities. Deepening of integration processes in the securities market in the CIS countries will have a positive impact on investment opportunities in these economies, the dynamics of GDP growth, reducing unemployment and improving the social conditions of their people. However, creating a unified and integrated systems of a regulated market also involves the integration of depository, clearing and settlement systems, as well as synchronization of the regulatory framework governing the securities market. In particular, it requires special attention to investigate problems associated with the fixation and transfer of property rights to the securities and the protection of investors interests.*

Keywords: integration processes, securities market, depository, clearing and settlement systems.

REFERENCES

1. *Zaharov A. V.* Valjutnye i universal'nye birzhi XXI veka kak antikrizisnyj mehanizm finansovogo rynka / A. V. Zaharov, D. A. Kirichenko, E. V. Chelmodeeva. — 2-ge izd., pererab. i dop. — M., 2002. — 80 s.
2. *Mirkin Ja. M.* Cennye bumagi i fondovyy rynek / Ja. M. Mirkin. — M. : Perspektiva, 1995. — S. 66, 99–100, 413–440.
3. *Mirkin Ja. M.* Rynok cennyh bumag: vozdejstvie fundamental'nyh faktorov, prognoz i politika razvitija / Ja. M. Mirkin. — M. : Finans. akad. pri pravitel'stve RF, 2002. — 87 s.
4. *Ukrainskaja birzha.* — Rezhim dostupu : www.ux.ua.
5. *Nacional'nyj raschetnyj depozitarij.* — Rezhim dostupu : www.nsd.ru.
6. *Moskovskaja birzha (MMVB-RTS).* — Rezhim dostupu : www.moex.com.
7. *Rubcov B. B.* Mirovye fondovye rynki: sovremennoe sostojanie i zakonomernosti razvitija / B. B. Rubcov. — M. : Finans. akad. pri pravitel'stve RF, 2000. — 312 s.
8. *NASDAQ OJeMJeKS Armenija.* — Rezhim dostupu : www.nasdaqomx.am.
9. *Fondovaja birzha PFTS.* — Rezhim dostupu : www.pfts.com.
10. *Federation of Euro-Asian Stock Exchanges, FEAS Books: 2009 — 2013.* — Rezhim dostupu : <http://www.feas.org>.
11. *Belorusskaja valjutno-fondovaja birzha.* — Rezhim dostupu : www.bcse.by.
12. *Kazahstanskaja fondovaja birzha.* — Rezhim dostupu : www.kase.kz.
13. *Mezhdunarodnaja asociacija birzh stran SNG, Bjulleteni birzhevoj statistiki : 2006 — 2012.* — Rezhim dostupu : <http://mab.micex.ru>.
14. *Mezhdunarodnaja asociacija birzh stran SNG : Spravochniki birzh i depozitariev-chlenov MAB SNG. 2006 — 2013.* — Rezhim dostupu : <http://mab.micex.ru>.