



ФОНДОВЫЕ РЫНКИ СТРАН СНГ: СОСТОЯНИЕ И ПЕРСПЕКТИВЫ ИНТЕГРАЦИИ

Монография

*Под редакцией доктора экономических наук,
профессора Б.Б. Рубцова*

RU
science
RU-SCIENCE.COM

Москва
2024

УДК 336.76(075.8)

ББК 65.262.2я73

Г96

Рецензенты:

Т.Д. Валовая, д-р экон. наук,

Е.В. Семенкова, д-р экон. наук

Гусева, Ирина Алексеевна.

Г96

Фондовые рынки стран СНГ: состояние и перспективы интеграции : монография / И.А. Гусева, М.М. Кудинова, П.Ю. Малышев, Б.Б. Рубцов, А.П. Чигринская, Е.И. Юлдашева ; под ред. д-ра экон. наук, проф. Б.Б. Рубцова. — М. : Издательство «Русайнс», 2024. — 190 с.

ISBN 978-5-466-05632-7

В работе проведена оценка уровня развития рынка ценных бумаг и производных финансовых инструментов стран СНГ (Азербайджанская Республика, Республика Армения, Республика Беларусь, Республика Казахстан, Киргизская Республика, Российская Федерация, Республика Таджикистан, Республика Узбекистан, Республика Туркменистан), проведена оценка результатов деятельности Международной ассоциации бирж стран СНГ (МАБ СНГ), ЕврАзЭС, Таможенного союза, ЕАЭС по интеграции финансовых рынков, определены результаты интеграции финансовых рынков стран Европейского союза с точки зрения возможности использования этого опыта для создания единого финансового рынка в рамках ЕАЭС, разработаны отдельные предложения по гармонизации законодательства ЕАЭС в области рынка ценных бумаг и производных финансовых инструментов.

Монография подготовлена по результатам исследований, выполненных за счет бюджетных средств по Государственному заданию Финансового университета 2014 года.

Монография подготовлена с использованием Справочной Правовой Системы «КонсультантПлюс».

УДК 336.76(075.8)

ББК 65.262.2я73

ISBN 978-5-466-05632-7

© Коллектив авторов, 2024

© РУСАЙНС, 2024

Авторский коллектив

- Б.Б. Рубцов**, д.э.н., проф., зав. кафедрой «Финансовые рынки и финансовый инжиниринг» Финансового университета – Введение, заключение, раздел 1.4, приложения А,Б,В, научное редактирование
- И.А. Гусева**, к.э.н., доц., профессор кафедры «Финансовые рынки и финансовый инжиниринг» Финансового университета – разделы 1.5, 1.7, 1.8, 2.2, 4.2
- М.М. Кудинова**, к.э.н., доц., доцент кафедры «Финансовые рынки и финансовый инжиниринг» Финансового университета – разделы 3.1, 3.2, 3.3, 4.1, 4.3, 4.4
- П.Ю. Малышев**, к.э.н., старший преподаватель кафедры «Финансовые рынки и финансовый инжиниринг» Финансового университета – разделы 1.1, 1.2, 1.3
- А.П. Чигринская**, к.э.н., старший преподаватель кафедры «Финансовые рынки и финансовый инжиниринг» Финансового университета – раздел 2.1
- Е.И. Юлдашева**, магистрант Финансового университета - раздел 1.6, приложения Г, Д, Ж, З

Содержание

| | |
|--|-----------|
| Введение..... | 8 |
| 1. Состояние и особенности фондовых рынков стран Содружества Независимых Государств..... | 10 |
| 1.1. Азербайджанская республика..... | 10 |
| 1.2. Республика Армения..... | 18 |
| 1.3. Республика Беларусь..... | 26 |
| 1.4. Республика Казахстан..... | 37 |
| 1.5. Киргизская Республика..... | 42 |
| 1.6. Республика Узбекистан..... | 53 |
| 1.7. Республика Таджикистан..... | 68 |
| 1.8. Республика Туркменистан..... | 71 |
| 2. Оценка различных инициатив по развитию интеграции фондовых рынков стран СНГ..... | 76 |
| 2.1 Анализ мероприятий, проводившихся до момента создания Единого экономического пространства Беларуси, Казахстана и России на уровне государств и объединений предпринимателей..... | 76 |
| 2.2. Ход реализации соглашений по развитию рынка ценных бумаг в рамках Таможенного союза и Единого экономического пространства..... | 84 |
| 3. Уроки интеграции финансовых рынков стран Европейского союза с точки зрения возможности использования этого опыта для создания Единого финансового экономического союза..... | 92 |
| 3.1. Эволюция интеграции в области регулирования финансовых рынков стран Европейского союза..... | 92 |
| 3.2. Результаты интеграции рынков ценных бумаг и производных финансовых инструментов стран Европейского союза на текущий момент: начало перехода к новому этапу интеграции (максимальная гармонизация, единые «правила игры»)..... | 121 |
| 3.3. Уроки интеграции финансовых рынков стран Европейского союза с точки зрения возможности использования этого опыта для создания единого финансового рынка в рамках единого экономического пространства стран СНГ..... | 127 |

| | |
|---|------------|
| 4. Разработка предложений по гармонизации законодательства стран Евразийского экономического союза в области рынка ценных бумаг и производных финансовых инструментов..... | 133 |
| 4.1. Обоснование вектора гармонизации законодательства | 133 |
| 4.2. Взаимное признание лицензий профессиональных участников и сертификатов специалистов финансового рынка..... | 136 |
| 4.3. Допуск ценных бумаг к торговле на биржах стран Единого экономического пространства..... | 144 |
| 4.4. Торговля ценными бумагами стран-членов Единого экономического пространства на биржах данных стран (интегрированный биржевой рынок) | 153 |
| Заключение..... | 158 |
| Список использованных источников..... | 161 |
| Приложение А..... | 179 |
| Приложение Б..... | 180 |
| Приложение В..... | 181 |
| Приложение Г..... | 182 |
| Приложение Д..... | 183 |
| Приложение Ж..... | 185 |
| Приложение З..... | 186 |

Определения, обозначения и сокращения

| | |
|------------------------------|---|
| AIFM | Директива по управляющим альтернативными инвестиционными фондами (Alternative Investment Fund Managers Directive) |
| BRRD | Директива по оздоровлению и банкротству банков (Bank Recovery and Resolution Directive) |
| CAD | Директива по достаточности капитала (Capital Adequacy Directive) |
| CESR | Комитет европейских регуляторов по ценным бумагам (Committee of European Securities Regulators) |
| CRD, CRD II, CRD III, CRD IV | Директивы по требованиям к капиталу (Capital Requirements Directives) |
| CRR | Регламент по требованиям к капиталу (Capital Requirements Regulation) |
| CSDR | Регламент по центральным депозитариям по ценным бумагам (Central Securities Depositories Regulation) |
| EEC | Европейское экономическое сообщество (European Economic Community) |
| EMIR | Регламент по инфраструктуре европейских рынков (European Market Infrastructure Regulation) |
| EMU | Экономический и валютный союз ЕС (Economic and Monetary Union of the European Union) |
| ETF | Торгуемый на бирже инвестиционный фонд (Exchange Traded Fund) |
| ESC | Европейский комитет по ценным бумагам (European Securities Committee) |
| ESMA | Европейское агентство по ценным бумагам и рынкам (European Securities and Markets Authority) |
| FCD | Директива по соглашениям о финансовом обеспечении (Financial Collateral Arrangements Directive) |
| IOSCO | Международная организация комиссий по ценным бумагам (International Organization of Securities Commissions) |
| ISD | Директива по инвестиционным услугам (Investment Services Directive) |
| KACD | Центральный депозитарий ценных бумаг (Казахстан) |
| KASE | Казахстанская фондовая биржа |
| MiFID, MiFID II | Директивы по рынкам финансовых инструментов (Directives on Markets in Financial Instruments) |
| MiFIR | Регламент по рынкам финансовых инструментов (Regulation on Markets in Financial Instruments) |
| MAD, MAD II | Директива по инсайдерской торговле и манипулированию рынком (Market Abuse Directive) |
| MAR | Регламент по инсайдерской торговле и манипулированию рынком (Market Abuse Regulation) |

| | |
|-------|---|
| MMF | Фонд денежного рынка (Money Market Fund) |
| SB | Теневая банковская система (Shadow Banking) |
| SEA | Единый европейский акт (Single European Act) |
| SFD | Директива по урегулированию расчетов (Settlement Finality Directive) |
| SMP | Программа единого рынка (Single Market Programme) |
| SSM | Единый надзорный механизм (Single Supervisory Mechanism) |
| SPV | Компания специального назначения (Special Purpose Vehicle) |
| UCITS | Схемы коллективного инвестирования в обращающиеся ценные бумаги, или инвестиционные фонды (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities) |
| БВФБ | Белорусская валютно-фондовая биржа |
| ЕС | Европейский союз |
| ЕАЭС | Евразийский экономический союз |
| ЕЭС | Европейское экономическое сообщество |
| ИБР | Интегрированный биржевой рынок стран-членов ЕАЭС |
| ИВР | Интегрированный биржевой валютный рынок Евразийского экономического пространства |
| МБ | Московская биржа |
| НРД | Национальный расчетный депозитарий |
| ОЭСР | Организация экономического сотрудничества и развития |
| ПФИ | Производные финансовые инструменты |

Введение

Идея создания интеграционного объединения на основе государств – бывших республик Советского Союза возникла и оформилась в виде международного документа еще в 1993 г. За 20 лет она существенно изменилась и реализовалась в виде Евразийского экономического союза, договор о котором вступил в действие с 01.01.2015 г. В настоящий момент этот союз объединяет четыре государства: Республику Армения, Республику Беларусь, Казахскую Республику, Российскую Федерацию. В рамках Евразийского экономического союза создается общий рынок товаров, услуг, в том числе, финансовых, рабочей силы, капиталов. К 2025 году должен быть создан наднациональный орган регулирования финансового рынка стран-членов союза с местоположением в г. Алматы.

Пока договор о Евразийском экономическом союзе подписали только четыре страны – Российская Федерация, Республика Казахстан, Республика Беларусь и Республика Армения. Однако организация носит открытый характер и в перспективе в Евразийский экономический союз могут вступить и другие страны СНГ (наибольший интерес проявляют Киргизская Республика и Республика Таджикистан).

Интеграция предполагает создание единых рынков товаров, рабочей силы и капитала. Естественно, большое внимание уделяется интеграции финансовых рынков. Работа в этом направлении идет уже несколько лет в трех странах, образующих ядро интеграционного объединения – России, Казахстане и Республике Беларусь. В этой связи представляется важным и интересным сравнить состояние финансового сектора стран СНГ – членов ЕАЭС и его потенциальных участников. Поэтому в работе не рассмотрены финансовые рынки Украины и Молдовы (хотя мы внесли данные о финансовых рынках этих стран в общие таблицы, см. приложения А, Б, В).

Основным объектом исследования в работе является один из сегментов финансового рынка, а именно: рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов. Тем не менее, в работе также в какой-то мере затронуты и проблемы смежных секторов финансового рынка.

Целью данной работы является:

- оценка уровня развития отдельных сегментов финансового рынка (биржевого и внебиржевого рынка ценных бумаг и производных финансовых инструментов) стран СНГ (Азербайджанская Республика, Республика Армения, Республика Беларусь, Республика Казахстан, Киргизская Республика, Российская Федерация, Республика Таджикистан, Республика Узбекистан, Республика Туркменистан),

- исследование эффективности мероприятий, направленных на интеграцию данных сегментов финансового рынка в рамках СНГ, Евразийского экономического содружества, Таможенного союза, Единого экономического пространства, а теперь и Евразийского экономического союза;

- разработка предложений по развитию интеграции в среднесрочной и долгосрочной перспективе.

В мировой практике имеется пример успешной интеграции финансовых рынков, которая, несмотря на существующие проблемы, характеризуется поступательным развитием и может служить примером для евразийской экономической интеграции. В этой связи в работе уделено большое внимание отдельным аспектам интеграции фондовых рынков стран Европейского союза. На основе этого исследования в работе предложены варианты использования европейского опыта для создания общего финансового рынка Евразийского экономического союза.

1. Состояние и особенности фондовых рынков стран Содружества Независимых Государств

После распада СССР на 15 независимых государств и образования СНГ в составе 12 республик с точки зрения создания институтов финансового рынка каждая из них находилась в равном положении (в равных стартовых условиях): институциональная структура рынка создавалась «с нуля». За прошедшие десятилетия бывшие советские республики выбрали очень разные модели экономического развития (причины самые разнообразные и не являются целью данного исследования), в результате чего мы имеем страны с разным уровнем зрелости рыночных институтов: от весьма продвинутых, во многом не уступающим аналогичным институтам развитых стран (Россия, Казахстан) до очень слабых или носящих нерыночный характер (Таджикистан, Киргизия, Туркмения).

В некоторых странах финансовые рынки просто отсутствуют, а все функции финансового посредничества выполняют банки (преимущественно государственные). Даже в России, Казахстане, где можно говорить о реально функционирующих финансовых рынках, их относительные размеры (по отношению к ВВП и другим макроэкономическим показателям) по сравнению с развитыми странами очень малы: в ряде случаев речь идет об отставании на порядок (рынок долговых инструментов, активы инвестиционных и пенсионных фондов). Тем не менее, в этих странах существуют и развиваются ВСЕ сегменты современных финансовых рынков. Этого нельзя сказать о многих других странах СНГ.

В приложении Б и В из разных статистических источников собрана информация о финансовых рынках и институтах стран СНГ. Таблицы подтверждают вышеприведенный тезис. При этом необходимо подчеркнуть просто недостаток и противоречивость информации по финансовым рынкам таких стран как Азербайджан, Узбекистан, Таджикистан и Туркмения. В частности, из-за этого возможны расхождения в цифрах таблиц приложений и данных в тексте, посвященных той или иной стране.

1.1. Азербайджанская республика

1.1.1. История и перспективы развития фондового рынка

Современный фондовый рынок Азербайджана, как и других стран бывшего СССР, формировался в 1990-е годы с развитием рыночной эко-

номики. Следует отметить, что на протяжении почти целого десятилетия – до подписания в 1999 году президентского указа «Об обеспечении деятельности Государственного комитета по ценным бумагам при Президенте Азербайджанской Республики» – рынок ценных бумаг фактически функционировал без регулятора, имел стихийный характер. Наиболее активно обращающимися финансовыми инструментами были приватизационные паи, что также характерно для фондового рынка постсоветского пространства того периода. Сделки с приватизационными ценными бумагами носили исключительно спекулятивный характер, а сам рынок был фактически закрыт для иностранных участников.

Начиная с 1999 года в Азербайджане Государственным комитетом по ценным бумагам (ГКЦБ) была сформирована нормативная база, обеспечивающая функционирование инфраструктуры финансового рынка. Среди важнейших законов, принятых в последние годы, следует отметить закон «Об инвестиционных фондах» (2010). Следует, однако, отметить, что фундаментальный закон «О рынке ценных бумаг», который должен определить основные принципы работы профессиональных участников фондового рынка и организаторов торговли, до сих пор находится в процессе разработки, а сроки его принятия неоднократно переносились.

Существенную роль в развитии инфраструктуры рынка также сыграла и помощь международных организаций. Так, в 2003-2004 гг. при финансовой поддержке Европейского союза был реализован проект TACIS «Развитие рынка ценных бумаг Азербайджанской Республики». В рамках данного проекта специалистами британской компании были проведены тренинги работников финансового рынка, экспертиза нормативно-правовой базы, подготовлен свод требований для работы на фондовом рынке, а также создана электронная сетевая система Государственного комитета по ценным бумагам.

Важным шагом в развитии фондового рынка Азербайджана стало утверждение в 2011 году государственной программы «Развитие рынка ценных бумаг в Азербайджанской Республике в 2011-2020 годах»¹. Программа предусматривает следующие основные направления развития:

- Совершенствование организационной и операционной инфраструктуры рынка капитала (создание новой торговой системы и ее интеграция с платежной системой, автоматизация депозитарной системы и упрощение расчетов по операциям с ценными бумагами).
- Стимулирование спроса на рынке ценных бумаг (главные инструменты достижения этой цели – развитие деятельности институциональных

¹ Источник: Государственный комитет по ценным бумагам Азербайджана (<http://www.scs.gov.az/>)

инвесторов, обеспечение высоких стандартов корпоративного управления, а также создание действенной системы защиты прав и законных интересов инвесторов).

- Расширение спектра ценных бумаг, доступных для гражданского оборота (в частности, развитие инструментов рынка коллективных инвестиций).

- Усиление государственного регулирования (совершенствование механизмов лицензирования деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг, формирование единой электронной системы анализа и контроля за деятельностью участников рынка).

- Повышение уровня финансовой грамотности населения с помощью образовательных программ для широкой публики (в том числе в средствах массовой информации) и программ повышения квалификации для специалистов – потенциальных эмитентов, инвесторов и финансовых посредников.

- Дальнейшее совершенствование законодательства в целях его приведения в соответствие с международными стандартами.

Перед Министерством финансов была поставлена задача до 2015 года принять меры по применению частными и государственными компаниями стандартов МСФО. Кроме того, Государственным комитетом по ценным бумагам в 2016-2018 гг. должна быть проведена работа по созданию необходимой нормативной базы по обеспечению деятельности национальных рейтинговых агентств на территории государства.

Несмотря на то, что Азербайджан является мусульманским государством, фондовый рынок этой страны развивается по западной модели. Явления и инструменты, относящиеся к системе «исламских финансов», в Азербайджане развития не получили.

1.1.2. Виды выпускаемых ценных бумаг

Современный фондовый рынок Азербайджана представлен следующими видами ценных бумаг:

- акции и облигации корпораций;
- государственные краткосрочные и долгосрочные облигации;
- ноты Национального банка Азербайджана (НБА);
- ипотечные ценные бумаги и жилищные сертификаты;
- векселя;
- производные ценные бумаги.

Акции являются важнейшим инструментом привлечения капитала азербайджанскими компаниями. В настоящее время около 62% средств, привлекаемых на фондовом рынке, приходится на акции. Капитализация

рынка акций Азербайджана постоянно растет: по итогам 2012 г. она достигла 37% ВВП (для сравнения: в 2008 г. – 20% ВВП)¹. Впрочем, понятие «капитализация» применительно к Азербайджану отличается от общепринятой. Капитализация листинговых компаний, согласно информации, предоставленной Бакинской фондовой биржей в FEAS (Федерацию евроазиатских бирж), в 2013 г. составила всего 29 млн.долл. (см. приложение В).

В соответствии с национальным законодательством в Азербайджане выпускаются обыкновенные и привилегированные акции. Круг потенциальных инвесторов в акции не ограничен, однако для того, чтобы получить право владения более 10% акций компании, нерезидентам необходимо специальное разрешение центрального банка.

По масштабам рынка IPO Азербайджан занимает лидирующие позиции среди стран СНГ, однако в большинстве случаев публичные размещения проводят лишь крупные корпорации, лидирующие в своих сегментах рынка, а также государственные компании. По мнению экспертов, среди основных причин, по которым компании средней и малой капитализации не проводят IPO, является недостаточный уровень корпоративного управления и нежелание раскрывать информацию о своей деятельности в соответствии с международными стандартами.

Среди основных факторов, способствующих развитию рынка IPO в Азербайджане в среднесрочной перспективе, можно выделить следующие:

- избыточная денежная ликвидность участников финансового рынка, обеспечивающая потенциально высокий спрос на новые инструменты;
- недооцененность акций большинства азербайджанских компаний, что создает потенциал для роста курсовой стоимости акций после публичного размещения;
- потребность компаний в диверсификации структуры собственного капитала в целях защиты от враждебного поглощения.

Рынок государственных ценных бумаг является крупнейшим сегментом фондового рынка Азербайджана. Его объем (по обороту) в 2012 году достиг 8,1 млрд. манатов (10,3 млрд. долл.), что составляет 91% рынка эмиссионных долговых ценных бумаг республики². Наиболее популярными инструментами являются государственные краткосрочные обязательства (ГКО) и ноты Национального банка Азербайджана.

¹ Мусаев, Э.М. Современное состояние рынка ценных бумаг в Азербайджанской Республике и направления его развития // Российское предпринимательство. – 2012. – №10 (208). – С. 160.

² Мусаев, Э.М. Современное состояние рынка ценных бумаг в Азербайджанской Республике и направления его развития // Российское предпринимательство. – 2012. – №10 (208). – С. 161.

В условиях стабильного бюджетного профицита у Правительства Азербайджана отсутствует потребность в стратегических заимствованиях на финансовых рынках, в связи с чем Министерство финансов проводит достаточно консервативную долговую политику.

В настоящее время государственные ценные бумаги выпускаются в форме государственных краткосрочных обязательств (казначейских векселей) – бескупонных облигаций сроками обращения 1 месяц, 3 месяца, 6 месяцев и 1 год, а также казначейских нот – купонных облигаций сроками обращения 2 и 3 года. Инвесторами могут быть физические и юридические лица – как резиденты, так и нерезиденты, без каких-либо ограничений. Совокупная стоимость находящихся в обращении государственных ценных бумаг, выпущенных Министерством финансов, составляет всего лишь 130,4 млн. манатов (166,3 млн. долл.)¹ – это один из самых низких показателей по СНГ.

Ноты Национального банка Азербайджана представляют собой бескупонные облигации, выпускаемые на срок 28 дней, и размещаются исключительно среди азербайджанских коммерческих банков. По своему статусу они приравниваются к государственным ценным бумагам (в отличие, например, от России, где облигации центрального банка формально не признаются законом в качестве государственных ценных бумаг). Основной целью расширения выпуска нот Национального банка Азербайджана в последние годы является стерилизация избыточной денежной массы в национальной валюте, поступающей на внутренний валютный рынок в результате интервенций центрального банка. Отметим, что данный процесс характерен для большинства стран с регулируемым валютным курсом и стабильно положительным внешнеторговым сальдо (в случае Азербайджана – за счет экспорта нефти и нефтепродуктов). Ноты Национального банка Азербайджана являются популярным инструментом денежного рынка ввиду их низкой рискованности: так, в 2012 году объем операций РЕПО с указанными ценными бумагами достиг 6,8 млрд. манатов (8,7 млрд. долл.).

Первичный и вторичный рынок государственных ценных бумаг, в том числе рынок РЕПО, организован на Бакинской фондовой бирже (БФБ) в отдельной секции.

В Азербайджане действует «Единоеобразный закон о переводном и простом векселе», утвержденный Женевской конвенцией 1930 г. Выпуск и обращение векселей осуществляется в соответствии с международным законодательством, при этом важной особенностью является обязательная государственная регистрация выпусков векселей (что не противоречит международному вексельному законодательству).

¹ Источник: Министерство финансов Азербайджана (<http://www.maliyye.gov.az/>).

Таким образом, можно сделать вывод, что вексель как инструмент финансового рынка реально доступен лишь юридическим лицам, в то время как физические лица на практике не могут использовать данный инструмент ввиду сложности процедур, связанных с государственной регистрацией. Как и в большинстве современных государств, в Азербайджане ключевыми участниками вексельного рынка являются банки. На вексельный рынок приходится 19% рынка долговых ценных бумаг, общая задолженность по векселям составляет 138,5 млн. манатов (176,7 млн. долл.)¹.

1.1.3. Организованный рынок ценных бумаг

В настоящее время в Азербайджане действуют две специализированные биржи – Бакинская фондовая биржа (БФБ) и Бакинская межбанковская валютная биржа (BBVB).

Бакинская фондовая биржа (БФБ) была основана в 2000 г. при организационной поддержке Государственного комитета по ценным бумагам. Учредителями Бакинской биржи стали 16 крупнейших банков Азербайджана, две финансовые компании и Стамбульская фондовая биржа. Биржа является закрытым акционерным обществом и насчитывает 19 акционеров – юридических лиц. Бакинская фондовая биржа имеет торговый зал из 30 рабочих мест, технически позволяющих проводить торги по ценным бумагам любого вида. Торговля на бирже организована по принципу двойного непрерывного аукциона.

Бакинская фондовая биржа является крупнейшей биржей в Азербайджане по объему совершаемых сделок: по итогам 2013 г. совокупный оборот торгов составил 9 млрд. манатов (11,5 млрд. долл.). На бирже имеется три котировальных списка: 1-го уровня, 2-го уровня и Альтернативный рынок инвестиций.

Бакинская межбанковская валютная биржа (BBVB) была учреждена в 1993 г. в форме акционерного общества закрытого типа. В настоящее время у биржи 4 акционера: Национальный банк Азербайджана, Международный банк Азербайджана, Объединенный универсальный акционерный банк Азербайджана, а также небанковская кредитная организация «Аграркредит».

Деятельность Бакинской межбанковской валютной биржи сконцентрирована в кредитной и валютной секциях, членами которых являются 42 из 43 действующих в Азербайджане банков. Наиболее популярными инструментами, торгующимися на бирже, являются валютные инструменты: доллар США с расчетами по правилу T+0, T+1, T+2 и евро с расчетами T+0, T+1 – по ито-

¹ Садыхов, Р.О. Основные тенденции развития рынка ценных бумаг Азербайджана // Проблемы современной экономики. – 2011. – №4 (40).

гам 2012 г. совокупный объем торгов по ним составил 970 млн. долл. Биржевой курс USD/AZM является основным индикатором внутреннего валютного рынка. Кроме того, на бирже действует организованный межбанковский кредитный рынок, объем операций на котором в 2012 г. составил 49 млн. долл.¹ Сделки на Бакинской межбанковской валютной бирже заключаются с использованием биржевой электронной системы торгов BEST, основанной на механизме двойного непрерывного аукциона.

На Бакинской межбанковской валютной бирже рассчитываются следующие основные индикаторы:

- BakIBOR (Baku Interbank Offering Rate) – индикатор денежного рынка, подсчитываемый на основе опроса коммерческих банков Азербайджана;
- AzeriREI – индекс цен на первичном рынке жилья города Баку, разработанный в целях получения сравнительных оценок инвестиционной привлекательности рынка недвижимости Азербайджана, а также для прогнозирования доходности вложений в жилье.

Несмотря на существующую на мировом финансовом рынке тенденцию к интеграции бирж, возможность объединения Бакинской фондовой биржи и Бакинской межбанковской валютной биржи в настоящее время не рассматривается. По нашему мнению, это связано с тем, что биржи действуют в различных сегментах финансового рынка и не конкурируют между собой, в связи с чем потенциальный синергетический эффект от их слияния представляется несущественным.

Совершать операции на биржах в Азербайджане могут только профессиональные участники рынка ценных бумаг, являющиеся членами соответствующей биржи (секции). В настоящее время Государственным комитетом по ценным бумагам выдано 13 лицензий на осуществление брокерской деятельности, 13 лицензий на осуществление дилерской деятельности, а также 4 лицензии на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами². Указанные виды профессиональной деятельности могут совмещаться. Коммерческие банки получили право выступать в качестве профессиональных участников рынка ценных бумаг с 2010 г.

1.1.4. Инфраструктура фондового рынка

В настоящее время в Азербайджане все ценные бумаги, обращающиеся на организованном рынке, выпускаются исключительно в бездокументарной форме. Депозитарное обслуживание, в том числе расчеты по

¹ Источник: Бакинская фондовая биржа (<http://www.bfb.az/>).

² Источник: Государственный комитет по ценным бумагам Азербайджана (<http://www.scs.gov.az/>).

ценным бумагам, проводят Национальный депозитарный центр Азербайджана и депозитарий Бакинской фондовой биржи.

Инициатором создания депозитарной системы Азербайджана стало государство. Так, согласно Указу Президента Азербайджанской Республики «О Национальной Депозитарной системе» и «О правилах введения реестра акционеров специализированных чековых инвестиционных фондов и акционерных обществ, созданных путем приватизации государственных предприятий» в Азербайджане 18 сентября 1997 года был создан Национальный депозитарный центр (НДЦ) в форме закрытого акционерного общества. Во исполнение Указа Президента Азербайджанской Республики от 26 июля 1999 года «Об обеспечении деятельности Государственного комитета по ценным бумагам при Президенте Азербайджанской Республики» 8 сентября 1999 года Национальный депозитарный центр был переподчинен Государственному комитету по ценным бумагам.

К основным функциям Национального депозитарного центра относятся:

- выполнение функций расчетного депозитария Бакинской фондовой биржи по операциям с акциями и корпоративными облигациями (после перехода к централизованному хранению корпоративных ценных бумаг в 2007 г.);
- ведение реестра акционеров акционерных обществ, в т.ч., созданных в ходе приватизации;
- учет и перерегистрация прав на ценные бумаги;
- регистрация фактов обременения ценных бумаг обязательствами;
- сопровождение глобальных операций с ценными бумагами (дробление, консолидация, конвертация и т.д.);
- информационное обеспечение взаимодействия акционерного общества и акционеров.

В настоящее время в Национальном депозитарном центре открыто более 100 000 счетов депо физических и юридических лиц. Кроме того, Национальный депозитарный центр выполняет функции реестродержателя более 1300 акционерных обществ, что составляет 87% эмитентов акций.

* * *

В целом следует отметить, что, несмотря на существенный рост ключевых показателей фондового рынка, достигнутый в Азербайджане в последние годы, сам рынок остается достаточно замкнутым (инсайдерским). Главными участниками фондового рынка были и остаются банки: именно среди них, как правило, размещаются акции компаний, проводящих IPO. Вместе с тем объем активов населения, инвестируемый в инструменты фондового рынка, остается крайне незначительным.

Продолжающееся развитие рынка и приведение регулятивных норм в соответствие со стандартами Европейского союза не привело к формиро-

ванию на фондовом рынке Азербайджана влиятельного класса индивидуальных инвесторов – важного атрибута большинства развитых рынков. Как следствие, большинство азербайджанских компаний остаются крайне непрозрачными для широкой публики. Как и 20 лет назад, банковские депозиты фактически остаются безальтернативным способом размещения сбережений населения.

Несмотря на продолжающуюся интеграцию с Европейским союзом и стабильно растущий объем прямых иностранных инвестиций в экономику Азербайджана, привлекательность фондового рынка страны для зарубежных игроков находится на низком уровне. Помимо анализа статистических данных, к такому выводу можно прийти, посетив интернет-сайты крупнейших азербайджанских компаний, Бакинской фондовой биржи, Национального банка Азербайджана и Государственного комитета по ценным бумагам: в большинстве случаев англоязычные разделы их сайтов содержат лишь минимальный объем информации и обновляются нерегулярно.

Таким образом, основным фактором роста объема и оборотов фондового рынка Азербайджана остаются внутренние институциональные инвесторы, что в ближайшие годы может стать существенным препятствием для его дальнейшего развития. С другой стороны, низкая доля иностранного капитала на фондовом рынке делает Азербайджан устойчивым к внешним шокам, сопровождающимся, в первую очередь, массовым оттоком иностранных инвестиций.

1.2. Республика Армения

1.2.1. Возникновение, развитие и современное состояние фондового рынка

Формирование фондового рынка Армении началось одновременно с экономическими реформами после распада СССР и связано с целым рядом внутренних и внешних неблагоприятных факторов: землетрясение, война в Нагорном Карабахе и конфликт с Азербайджаном. Как и в других странах - республиках бывшего СССР, класс индивидуальных инвесторов в ценные бумаги отсутствовал, а финансовая грамотность населения в области фондового рынка находилась на крайне низком уровне.

Приватизация государственного имущества и акционирование государственных предприятий, проведенные в середине 1990-х гг., не послужили стимулом для активного привлечения населения на фондовый рынок. Кроме того, следует отметить слабую роль государства и отсутствие единой концепции развития национального фондового рынка на этом этапе.

Развитие фондового рынка Армении можно условно разделить на четыре этапа:

- первый этап (начало 1990-х гг.) – создание первых акционерных обществ, формирование стихийного («уличного») рынка ценных бумаг;

- второй этап (1994-2000 гг.) – проведение массовой приватизации государственной собственности и появление первых именных приватизационных сертификатов, начало выпуска государственных краткосрочных облигаций (ГКО) в 1995 году и формирование их вторичного рынка, принятие первых нормативных актов в области фондового рынка и создание института профессиональных участников рынка ценных бумаг (при помощи иностранных консультантов – таких, как МВФ и USAID);

- третий этап (2000-2008 гг.) – формирование новой институциональной структуры рынка ценных бумаг: принятие закона Республики Армения ЗР-82 «О регулировании рынка ценных бумаг», установившего новые принципы в области регулирования деятельности профессиональных участников рынка и создаваемых ими саморегулируемых организаций, создание центрального депозитария («Центральный депозитарий Армении»), пересмотр статуса действующих фондовых бирж и создание единой торговой площадки – «Армянской фондовой биржи»;

- четвертый этап (с 2008 г. по настоящее время) – дальнейшее реформирование фондового рынка и приведение в соответствие с международными стандартами: принятие закона Республики Армения ЗА-195-Н «О рынке ценных бумаг», в соответствии с которым было проведено акционирование всех инфраструктурных организаций фондового рынка и организаторов торгов, создание внебиржевого организованного рынка, переход к мегарегулированию финансового рынка на базе Центрального банка Республики Армения, интеграция национального фондового рынка в мировой (фондовая биржа и центральный депозитарий становятся членами международной биржевой группы OMX).

Несмотря на достигнутые результаты в ходе проведенных реформ, развитие финансовой системы и фондового рынка Армении связано с целым рядом негативных факторов. Рассмотрим их более подробно.

Как и в большинстве стран с формирующимися рынками, финансовая система Армении основана на банках. Концентрация банковского сектора крайне высока: по состоянию на 2011 год доля пяти крупнейших банков в общем объеме банковских активов составила 50%, в общем объеме банковского капитала – 45% (в последние годы, однако, наблюдается некоторое снижение данных показателей).

В экономике Армении по-прежнему сохраняется высокий уровень долларизации: несмотря на укрепление национальной валюты по отноше-

нию к доллару США в посткризисные годы, население продолжает хранить сбережения в иностранной валюте (в 2012 году доля депозитов в иностранной валюте составила 73%).

Уровень процентных ставок остается высоким: в 2013 году средняя ставка по кратко- и среднесрочным займам домохозяйств в национальной валюте составила 16% годовых (тем не менее, здесь также можно отметить положительную тенденцию: в 2010 году данный показатель достигал 19,2%). Достаточно высок и спред между процентными ставками по кредитам и депозитам (7,7% по состоянию на 2012 год)¹. Таким образом, кредитные ресурсы практически недоступны для малых и средних компаний, а высокий кредитный спред свидетельствует о высокой степени риска банковских активов.

На сегодняшний день фондовый рынок Армении в целом остается слабо развитым, низколиквидным и изолированным от реального сектора. Так, в настоящее время рыночная капитализация фондового рынка Армении составляет лишь 132,1 млн. долл., а отношение рыночной капитализации к ВВП – всего 1,3%. Это самые низкие значения среди всех стран, по которым Всемирный банк рассчитывает данный показатель (см. рисунок 1.1).

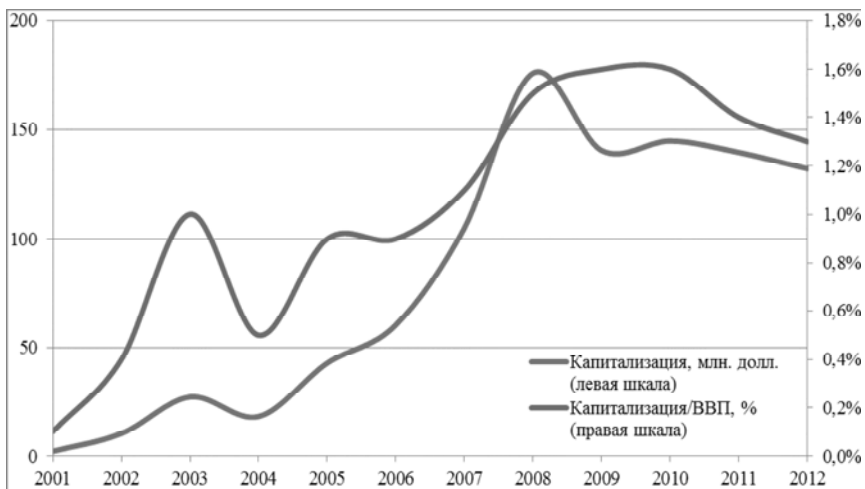


Рисунок 1.1 – Капитализация фондового рынка и отношение капитализации к ВВП Армении²

¹ Источник: Всемирный банк (<http://www.worldbank.org/>).

² Там же.