



расширив сферу применения; ориентировать денежно-кредитную политику на регулирование процентных ставок.

Важно проводить согласованную финансовую, денежно-кредитную и социально-экономическую политику, направленную на интересы широких слоев населения, создающих национальное богатство и обладающих огромным интеллектуальным потенциалом. Успех финансовой политики находится в плоскости макроэкономического роста на основе развития реального сектора экономики, приводящего к расширению налогооблагаемой базы, и укрепления геополитических и стратегических позиций России.

Примечания

- 1 См.: Ковалева Т. М., Дьяконова М. Л., Кузьменко Т. Н. Финансы и кредит : учебник / под ред. Т. М. Ковалевой. 5-е изд., доп. М., 2008. С. 112.
- 2 См.: Финансовая политика России : учеб. пособие / под ред. Р. А. Набиева [и др.]. 2-е изд., перераб. и доп. М., 2008. С. 32.
- 3 Там же. С. 34.
- 4 Там же. С. 36.
- 5 Там же. С. 37–38.
- 6 Там же. С. 39.
- 7 См.: Грязнова А. Г. Финансы : учебник. 2-е изд., перераб. и доп. М., 2010. С. 143.

УДК 336.7

ПРОБЛЕМЫ РАЗВИТИЯ И РЕГУЛИРОВАНИЯ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ В СТРАНАХ ВОСТОЧНОЙ ЕВРОПЫ И ЦЕНТРАЛЬНОЙ АЗИИ

А. М. Багдасарян

Государственный аграрный университет Армении, г. Ереван
E-mail: aregbag@yahoo.com

В статье исследуются основные показатели рынка ценных бумаг в странах с переходной экономикой, проведен сравнительный анализ его показателей в странах с переходной экономикой и странах с развитым рынком, выявлены основные проблемы и предложены пути развития рынка ценных бумаг.

Ключевые слова: рынок ценных бумаг, фондовые биржи, переходная экономика.

Problems of Development and Regulation of the Securities Market in the Countries of Eastern Europe and Central Asia

A. M. Baghdasaryan

The article studies the main indicators of the securities market in the countries with transition economy, comparative analysis of the securities market performance in the countries with transition economy and developed markets is made, identifying key issues and suggesting ways for the securities market development.

Keywords: securities market, stock exchanges, transition economics.

Рынок ценных бумаг является одной из важнейших составляющих частей финансового рынка. Развитие и повышение конкурентоспособности экономики в странах с переходной экономикой во многом зависит от уровня развития рынка ценных бумаг. Однако в большинстве этих стран он находится либо на стадии формирования, либо на начальных стадиях развития.

Для разработки путей развития рынка ценных бумаг в странах с переходной экономикой необходимо исследовать его основные показатели, чтобы

затем подвергнуть их сравнительному анализу с показателями в странах с развитым рынком, а также с мировыми, выявить основные проблемы развития рынка ценных бумаг в странах с переходной экономикой. Вышеперечисленные проблемы в той или иной мере исследованы в трудах ученых и исследователей, работающих на территории бывшего СССР, а также в трудах иностранных исследователей. В частности, проблемы методологического характера тщательно обсуждены в трудах Я. М. Миркина¹ а закономерности и тенденции развития мировых фондовых рынков – в трудах Б. Б. Рубцова². Однако развитие рынка ценных бумаг требует его постоянного исследования.

Цель нашего исследования – анализ основных показателей, сравнительный анализ и выявление основных проблем развития рынка ценных бумаг в странах с переходной экономикой. Основное внимание уделено анализу показателей рынка инвестиционных ценных бумаг, в частности структуре рынка, а также исследованию основных структурных показателей.

Показатели объема рынка инвестиционных ценных бумаг и валового внутреннего продукта в странах с развитыми и формирующимися рынками показаны в табл. 1.

Как видно из табл. 1, в период с 2006–2008 гг. объем мирового валового продукта показывал тенденцию роста. Однако в свете мирового финансово-экономического кризиса в период с 2008 – 2009 гг., он существенно снизился, начав





Таблица 1

Объем рынка инвестиционных ценных бумаг и валового внутреннего продукта в странах с развитыми и формирующимися рынками ценных бумаг, 2006–2010 гг.³

Страна	Объем рынка инвестиционных ценных бумаг**, млрд долл. США					Объем валового внутреннего продукта, млрд долл. США				
	2006 г.	2007 г.	2008 г.	2009 г.	2010 г.	2006 г.	2007 г.	2008 г.	2009 г.	2010 г.
США	46 305	49 802	42 395	46 729	49 818	13 195	13 808	14 441	14 119	14 527
Япония	13 515	13 881	14 687	15 317	18 253	4366	4382	4911	5069	5459
Евросоюз*	36 272	42 952	36 400	43 569	41 923	13 644	15 689	17 037	15 373	15 161
в том числе										
Германия	6489	7711	6600	7036	6792	2899	3321	3673	3339	3287
Великобритания	7092	7696	5839	7509	8395	2395	2765	2680	2179	2250
Франция	5808	7104	6025	7054	6926	2252	2594	2867	2656	2563
Италия	4518	5293	5016	5761	4957	1853	2105	2314	2118	2055
Страны с формирующимися рынками	17 749	28 770	16 374	23 624	28 334	14 079	17 282	20 606	19 566	23 427
в том числе										
Европейские страны	2615	3358	1540	1865	2628	2631	3527	4126	3264	3728
Азиатские страны	10 375	18 288	10 160	15 478	18 318	6260	7482	8902	9480	11 427
Страны Центр. и Юж. Америки	3011	4377	3265	4526	5225	2942	3609	4209	3965	4834
Африканские страны	992	1348	600	737	983	920	1100	1282	883,4	1049
Весь мир	119 561	144 928	117 043	139 271	149 944	48 204	54 545	60 918	57 843	62 911

Примечание. * Включает данные только западноевропейских стран – членов ЕС. Новые члены ЕС включены в группу европейских стран с формирующимися рынками.

** Рассчитано как сумма капитализации рынка акций и непогашенной задолженности по долговым ценным бумагам.

увеличиваться с 2009 г., в 2010 г. уже превысил соответствующий показатель 2008 г. В Европейских странах с переходной экономикой объем ВВП снизился в большей степени, чем объем мирового валового продукта, но начиная с 2009 г. тоже начал показывать тенденцию роста, однако в 2010 г. этот показатель был значительно меньше соответствующего показателя 2008 г.

Более значительной была разница между мировыми показателями и показателями европейских стран с переходной экономикой по показателю объема рынка инвестиционных ценных бумаг. До 2007 г. отмечался его рост, после чего произошло резкое снижение. Начиная с 2008 г. объем мирового рынка инвестиционных ценных бумаг начал снова показывать тенденцию роста и в 2010 г. превысил соответствующий показатель 2007 г. Объем рынка инвестиционных ценных бумаг в европейских странах с переходной экономикой в период с 2007–2008 гг. снизился более чем в два раза. И хотя начиная с 2008 г. тоже начал показывать тенденцию роста, в 2010 г. был почти в два раза меньше соответствующего показателя 2007 г.

Динамика изменения валового внутреннего продукта, объема рынка инвестиционных ценных бумаг и банковских активов в мире и в странах Восточной Европы показана на рис. 1.

Как видно из рис. 1, в период с 2001–2010 гг. показатель объема мирового рынка инвестиционных ценных бумаг почти всегда более чем в два раза превышал показатель объема мирового валового продукта. Объем банковских активов тоже в значительной степени превышал объем мирового валового продукта. Иная картина в странах Восточной Европы. Здесь показатель объема ВВП почти в два раза превышал показатель объема рынка инвестиционных ценных бумаг и в значительной степени – объем банковских активов. Не показывает стабильной динамики и показатель объема рынка инвестиционных ценных бумаг.

Динамика изменения объема рынка акций и долговых ценных бумаг в мире и в странах Восточной Европы показана на рис. 2.

Как видно из рис. 2, в период с 2001–2010 гг. показатель объема мирового рынка долговых ценных бумаг всегда превышал показатель объема мирового рынка акций. В указанном периоде объем мирового рынка долговых ценных бумаг стабильно рос, чего нельзя сказать об объеме мирового рынка акций. В период с 2001–2002 гг. объем мирового рынка акций падал. В период 2002–2007 гг. он начал расти быстрыми темпами, в 2007–2008 гг. резко снизился, потом – снова начал расти быстрыми темпами. Из вышесказанного видно, что кризисы в финансовой системе

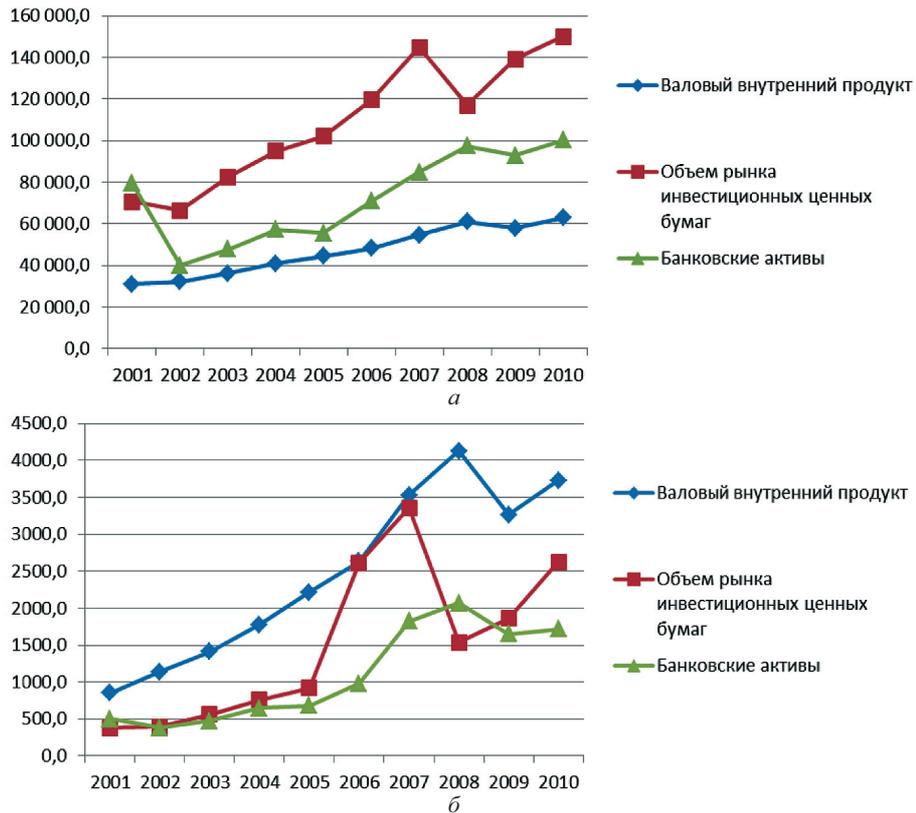


Рис. 1. Динамика изменения валового внутреннего продукта, объема рынка инвестиционных ценных бумаг и банковских активов: а) в мире; б) в странах Восточной Европы, 2001–2010гг.⁴

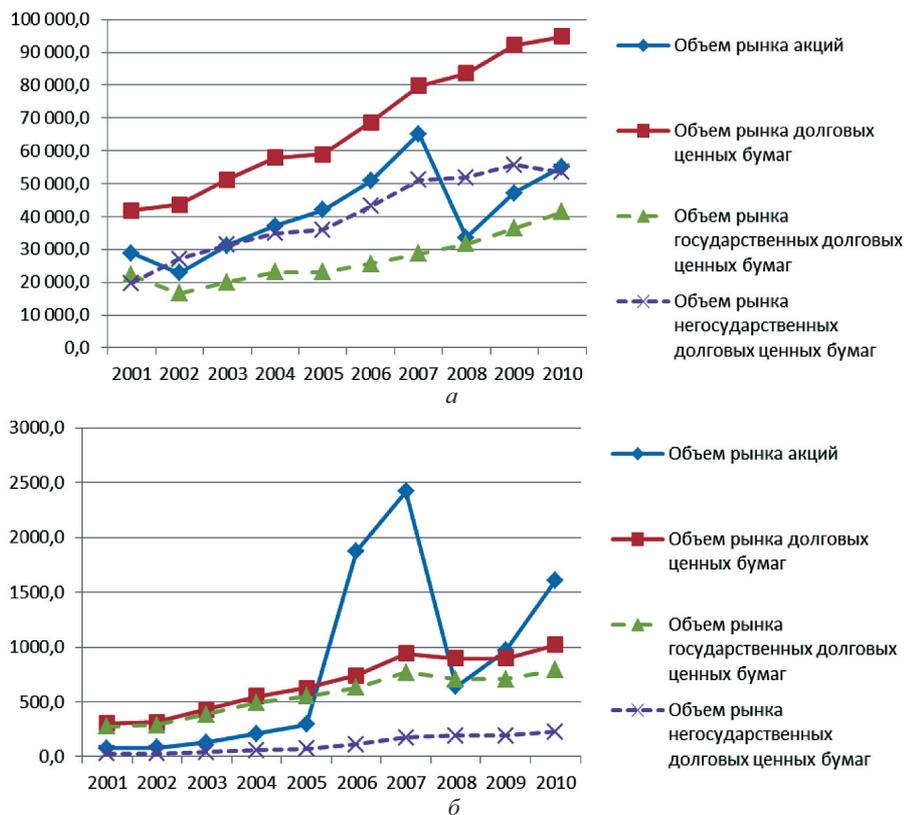


Рис. 2. Динамика изменения объема рынка акций и долговых ценных бумаг: а) в мире; б) в странах Восточной Европы, 2001–2010гг.⁵



сильнее влияют на показатели мирового рынка акций, чем рынка долговых ценных бумаг. Однако структурный анализ мирового рынка долговых ценных бумаг выявляет несоразмерное развитие его отдельных частей. Начиная с 2002 г. объем мирового рынка негосударственных долговых ценных бумаг превышает объем мирового рынка государственных долговых ценных бумаг. И если первый рос почти равномерно до 2009 г., после чего начал снижаться, то второй, наоборот, снижался до 2002 г., после чего начал стабильно расти. Структурный анализ показывает, что стабильному росту объема мирового рынка долговых ценных бумаг способствовало наличие двух факторов, действующих в разных направлениях: объем частных инвестиций, финансируемых также за счет заемного капитала, который увеличивается в периоды экономического роста, и объем государственного долга, который увеличивается в периоды экономического спада.

Из рис. 2 видно, что объем рынка акций в странах Восточной Европы имеет более нестабильную динамику: до 2005 г. он был значи-

тельно меньше объема рынка долговых ценных бумаг, в 2005–2007 гг. увеличился почти в 10 раз, в 2007–2008 гг. снизился более чем в 3 раза, а в 2008–2010 гг. снова увеличился более чем в 2 раза. Анализ показывает, что рынок акций в странах Восточной Европы неустойчив и полностью подвержен влиянию экономических кризисов.

Другой особенностью рынка ценных бумаг в странах Восточной Европы является преобладание рынка государственных ценных бумаг над рынком негосударственных ценных бумаг. Так, в 2010 г. объем рынка государственных долговых ценных бумаг более чем в 3 раза превышал объем рынка негосударственных долговых ценных бумаг.

С точки зрения исследования особенностей развития рынка ценных бумаг в странах с переходной экономикой важным является также анализ основных показателей биржевой торговли. Рыночная капитализация акций и число компаний, акции которых допущены к торгам на основных фондовых биржах, действующих в странах с переходной экономикой, показаны в табл. 2.

Таблица 2

Рыночная капитализация акций и число компаний, акции которых допущены к торгам на основных фондовых биржах, действующих в странах с переходной экономикой, 2006–2010 гг.⁶

Название биржи	Рыночная капитализация акций, млрд долл. США					Число компаний, акции которых допущены к торгам				
	2006 г.	2007 г.	2008 г.	2009 г.	2010 г.	2006 г.	2007 г.	2008 г.	2009 г.	2010 г.
Баня-Лукская фондовая биржа, Босния и Герцеговина	5,0	5,9	2,6	2,9	2,6	793	814	838	821	821
Болгарская фондовая биржа, Болгария	9,4	21,7	8,9	8,7	7,4	347	369	404	398	390
Братиславская фондовая биржа, Словакия	3,3	6,9	5,4	5,1	4,2	6	160	125	107	90
Будапештская фондовая биржа, Венгрия	41,9	46,2	18,5	30,0	27,7	41	41	43	46	52
Бухарестская фондовая биржа, Румыния	25,2	30,6	15,1	13,1	14,2	53	54	62	69	74
Варшавская фондовая биржа, Польша	151,8	211,6	90,8	151,0	190,2	265	375	458	486	584
Грузинская фондовая биржа, Грузия	0,7	1,4	0,3	0,7	1,1	231	161	153	145	138
Загребская фондовая биржа, Хорватия	29,0	70,2	27,1	26,6	25,6	182	359	356	271	240
Казахстанская фондовая биржа, Казахстан	54,9	53,8	23,3	27,9	26,8	71	67	78	77	73
Кыргызская фондовая биржа, Кыргызстан	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	186	191	158	9	11
Люблянская фондовая биржа, Словения	15,2	28,8	11,8	12,1	9,4	100	87	84	76	72
Македонская фондовая биржа, Македония	1,1	2,7	0,8	0,9	2,6	101	113	92	86	83
Московская межбанковская валютная биржа (ММВБ), Россия	884,7	1216,6	337,4	738,0	954,4	193	207	233	234	249
НАСДАК ОЭМЭКС Армения (NASDAQ OMX Armenia), Армения	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	35	28	22	11	11
Республиканская фондовая биржа «Тошкент», Узбекистан	0,1	0,2	2,8	1,9	2,9	620	430	392	314	295
Российская торговая система (РТС), Россия	966,0	1328,8	374,9	763,5	959,9	280	301	275	279	278
Санкт-Петербургская валютная биржа, локальные рынки, Россия	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0	0	0	0	0
Сараевская фондовая биржа, Босния и Герцеговина	7,7	11,7	5,6	5,3	4,9	489	509	524	529	541
Украинская фондовая биржа, Украина	0,3	0,2	0,2	0,2	1,1	54	54	49	53	37
Фондовая биржа ПФТС, Украина	44,1	111,8	23,5	25,8	32,0	295	335	303	288	302
Черногорская фондовая биржа, Черногория	2,4	3,7	2,9	4,3	3,6	65	83	74	65	55



Как видно из табл. 2, в 2010 г. наибольшее число компаний, акции которых допущены к торгам на регулируемом рынке, было на Бания-Лукской фондовой бирже (821 эмитент). Далее следуют Варшавская фондовая биржа (584 эмитента), Сараевская фондовая биржа (541 эмитент), Болгарская фондовая биржа (390 эмитентов) и Фондовая биржа ПФТС (302 эмитента). Однако по показателю рыночной капитализации Бания-Лукская и Сараевская фондовые биржи уступают основным фондовым биржам, действующим на территории Восточной Европы. Рыночная капитализация на Бания-Лукской фондовой бирже составляет 2,6 млрд долл. США, а на Сараевской – 4,9 млрд долл. По показателю рыночной капитализации лидируют РТС (959,9 млрд долл.) и ММВБ (954,4 млрд

долл.). Число компаний, акции которых допущены к торгам на РТС, составляет 278, а на ММВБ – 249. По показателю рыночной капитализации за РТС и ММВБ следует Варшавская фондовая биржа (190,2 млрд долл.). Показатель рыночной капитализации на Фондовой бирже ПФТС составляет 32 млрд долл., на Будапештской фондовой бирже – 27,7 млрд долл., на Казахской – 26,8 млрд долл., на Загребской – 25,6 млрд долл., на Бухарестской – 14,2 млрд долл. Показатель рыночной капитализации на остальных фондовых биржах, действующих на территории Восточной Европы, не достигает и 10 млрд долл. Объемы торговли акциями и долговыми ценными бумагами на основных фондовых биржах, действующих в странах с переходной экономикой, показаны в табл. 3.

Таблица 3

Объем торговли акциями и долговыми ценными бумагами на основных фондовых биржах, действующих в странах с переходной экономикой, 2006–2010гг.⁷

Название биржи	Объем торговли акциями, млн долл. США					Объем торговли долговыми ценными бумагами, млн долл. США				
	2006 г.	2007 г.	2008 г.	2009 г.	2010 г.	2006 г.	2007 г.	2008 г.	2009 г.	2010 г.
Бания-Лукская фондовая биржа, Босния и Герцеговина	261,9	546,8	163,1	132,4	82,5	0,0	0,6	8,3	22,2	37,9
Болгарская фондовая биржа, Болгария	1546,0	6808,9	1855,0	487,1	377,3	200,2	297,5	183,2	123,2	85,1
Братиславская фондовая биржа, Словакия	99,5	31,3	21,1	174,7	308,9	37 857,1	15 148,4	33 899,8	16 747,3	8806,5
Будапештская фондовая биржа, Венгрия	31 157,7	47 586,5	30 706,0	25 375,2	26 263,1	1672,9	1160,8	2371,8	1459,4	1132,2
Бухарестская фондовая биржа, Румыния	3548,8	5623,4	2354,6	1715,7	1733,2	55,0	323,6	67,8	399,1	736,2
Варшавская фондовая биржа, Польша	56 372,9	87 962,2	69 499,1	53 509,3	69 156,6	897,8	636,7	1032,3	1268,5	520,9
Грузинская фондовая биржа, Грузия	94,1	46,2	8,3	1,8	3,4	1,6	0,1	0,0	0,0	0,0
Загребская фондовая биржа, Хорватия	1876,2	4386,1	3216,0	1461,9	1049,8	6249,3	8750,2	2510,9	659,7	292,3
Казахстанская фондовая биржа, Казахстан	4026,6	8924,4	3803,8	4300,1	1902,7	3018,9	4302,7	3651,9	2583,4	1614,2
Кыргызская фондовая биржа, Кыргызстан	102,7	146,1	103,6	66,2	9,8	0,0	0,0	0,0	0,7	0,9
Люблинская фондовая биржа, Словения	2049,7	4252,2	2337,8	947,0	476,1	1537,1	598,2	374,6	205,6	143,6
Македонская фондовая биржа, Македония	397,2	492,9	163,3	65,1	44,6	38,0	41,1	33,8	29,7	27,4
Московская межбанковская валютная биржа (ММВБ), Россия	409 044,7	599 326,6	514 006,1	836 268,3	991 540,8	86 528,5	127 098,6	123 948,4	467 463,3	1 115 818,2
НАСДАК ОЭМЭКС Армения (NASDAQ OMX Armenia), Армения	5,9	5,0	0,9	0,3	0,4	1,3	2,3	7,3	27,9	7,9
Республиканская фондовая биржа «Тошкент», Узбекистан	110,9	89,2	80,3	59,5	39,3	0,8	0,4	0,0	0,0	0,0
Российская торговая система (РТС), Россия	17 232,1	15 161,6	10 448,4	54 171,8	112 122,4	306,0	47,4	258,3	1,1	1,1
Санкт-Петербургская валютная биржа, локальные рынки, Россия	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	270,5	993,5	511,9	58,2	116,7
Сараевская фондовая биржа, Босния и Герцеговина	680,9	620,4	281,5	148,3	70,0	0,0	0,0	0,0	0,1	19,5
Украинская фондовая биржа, Украина	22,2	14,2	3,6	2,4	0,6	25,2	1,6	9,4	0,0	0,0
Фондовая биржа ПФТС, Украина	1182,2	1996,1	1679,2	581,2	530,6	2557,8	3588,8	2842,0	387,7	300,3
Черногорская фондовая биржа, Черногория	288,7	285,4	105,2	322,8	70,9	13,6	12,6	9,7	9,9	6,0



Из табл. 3 видно, что по объему торговли акциями на территории Восточной Европы лидируют ММВБ и РТС. В 2010 г. объем торговли акциями на ММВБ составил почти 1 трлн долл., а на РТС – более 110 млрд долл. За ними следуют Варшавская (около 70 млрд долл.) и Будапештская фондовые биржи (около 26 млрд долл.). Объем торговли акциями на Казахской фондовой бирже составил 1,9 млрд долл., на Бухарестской – 1,7 млрд долл., на Загребской – 1 млрд долл. Объем торговли акциями на остальных фондовых биржах, действующих на территории Восточной Европы, не достигает и 1 млрд долл.

По объему торговли долговыми ценными бумагами на территории Восточной Европы абсолютным лидером является ММВБ, (в 2010 г. он составил более, чем 1,1 трлн долл.), за ней следуют Братиславская (8,8 млрд долл.), Казахская (1,6 млрд долл) и Будапештская фондовые биржи (1,1 млрд долл.). Объем торговли долговыми ценными бумагами на остальных фондовых биржах, действующих на территории Восточной Европы, не достигает и 1 млрд долл.

Из приведенных выше исследований ясно, что рынок ценных бумаг в разных странах с переходной экономикой находится на разных уровнях развития. С точки зрения развития рынка более передовыми являются страны, вошедшие в Европейский союз. С точки зрения количественных показателей безусловным лидером является Российская Федерация. Наихудшее состояние рынка ценных бумаг – в странах Южного Кавказа. Здесь данный рынок находится на стадии формирования.

Несмотря на все различия, имеются проблемы развития рынка ценных бумаг, присущие всем странам с переходной экономикой. Эти проблемы можно объединить в следующие группы: связанные с нежеланием инвесторов входить на рынок ценных бумаг (проблемы недостатка предложения капитала); связанные с отсутствием инвестиционных возможностей (проблемы недостатка спроса на капитал); связанные с развитием торговых, расчетно-клиринговых и депозитарных систем рынка ценных бумаг; а также связанные с недостаточной осведомленностью потенциальных участников рынка ценных бумаг о возможностях рынка. Вышеперечисленные проблемы проявляются в разном объеме в разных странах с переходной экономикой, однако в той или иной мере, присущи им всем. Например, торговые, расчетно-клиринговые и депозитарные системы рынка ценных бумаг находятся на достаточно высоком уровне в странах Балтийского региона (Эстония, Латвия, Литва). Регулируемые рынки этих стран полностью интегрированы в один из крупнейших мировых рынков – NASDAQ OMX, что позволяет решить проблемы, связанные с недостатком спроса и предложения на капитал. В Эстонии эти проблемы в значительной степени были решены

также внедрением обязательной накопительной многоуровневой системы пенсионного обеспечения, а кроме того, было в достаточной степени уделено внимание повышению осведомленности населения и потенциальных участников рынка ценных бумаг о возможностях рынка. Недоверие к рынку ценных бумаг особо остро ощущается в странах Южного Кавказа и в некоторых странах Балканского региона. В других странах бывшего СССР эта проблема тоже не полностью решена, что обусловлено как объективными, так и субъективными факторами.

Подводя итог нашему исследованию, можно сделать вывод, что, несмотря на разные уровни развития рынка ценных бумаг в странах с переходной экономикой, проблемы, проявляющиеся в той или иной мере, имеются во всех странах. Для дальнейшего развития данного рынка необходимо уделять внимание решению этих проблем, в частности увеличению объема капитала, направляемого на рынок ценных бумаг, увеличению инвестиционных возможностей, развитию и интеграции торговых, расчетно-клиринговых и депозитарных систем и повышению осведомленности потенциальных участников рынка ценных бумаг о его возможностях.

Примечания

- 1 См.: Миркин Я. М. Ценные бумаги и фондовый рынок. М., 1995. С. 66, 99–100, 413–440; Он же. Рынок ценных бумаг: Воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. М., 2002.
- 2 См.: Рубцов Б. Б. Мировые фондовые рынки: современное состояние и закономерности развития. М., 2000.
- 3 BIS Quarterly Reviews: International banking and financial market developments, Bank for International Settlements, Basel, 2006–2010; International Monetary Fund, Global Financial Stability Reports: 2006–2010, Washington, D.C., 2007–2011.
- 4 Там же.
- 5 Там же.
- 6 Международная ассоциация бирж стран СНГ. Бюллетени биржевой статистики: 2006–2010. URL: <http://mab.micex.ru> (дата обращения: 10.12.2011); Federation of Euro-Asian Stock Exchanges, Newsletters: Jan. 2006 – Jan. 2011, Supplements: 1st Quarter 2006 – 4th Quarter 2010. URL: <http://www.feas.org> (дата обращения: 05.12.2011); Federation of Euro-Asian Stock Exchanges, FEAS Books: 2009–2011. URL: <http://www.feas.org> (дата обращения: 15.12.2011); Federation of Euro-Asian Stock Exchanges, FEAS Semi Annual Reports: 2006–2008. URL: <http://www.feas.org> (дата обращения: 10.12.2011); World Federation of Exchanges, Time Series: 2006–2011. URL: <http://www.world-exchanges.org> (дата обращения: 02.12.2011); World Federation of Exchanges, Annual Statistics Reports: 2006–2010. URL: <http://www.world-exchanges.org> (дата обращения: 08.12.2011).
- 7 Там же.