

## ПЕРСПЕКТИВЫ ИНТЕГРАЦИИ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ В СТРАНАХ СНГ

© 2014 А.М. Багдасарян\*

**Ключевые слова:** интеграционные процессы, рынок ценных бумаг, депозитарные и расчетно-клиринговые системы.

Исследуются интеграционные возможности рынка ценных бумаг в странах СНГ, а также проблемы интеграции регулируемого рынка ценных бумаг, депозитарных и расчетно-клиринговых систем.

Интеграция финансовых рынков, и 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. Эта разрозненность особо проявляется на рынке ценных бумаг. Проблемы разрозненности рынка ценных бумаг усугубляются также значимыми различиями в регулировании рынка ценных бумаг, в принципах построения депозитарных и расчетно-клиринговых систем, а также в фиксировании и передаче прав собственности, других имущественных прав на ценные бумаги.

Анализу теоретических и практических аспектов интеграционных процессов на рынке ценных бумаг посвящено достаточно большое количество исследований. В большинстве из них подчеркиваются основные позитивные аспекты интеграции, а также возникающие риски. Во многих исследованиях основное внимание сфокусировано на глобализации и интеграции регулируемого рынка ценных бумаг, и в частности биржевого рынка [2, 6, 7, 12]. Однако исследование интеграционных процессов на рынке ценных бумаг не может быть ограничено изучением только одного или нескольких сегментов данного рынка. Важное значение имеет также изучение интеграционных процессов расчетно-клиринговых и депозитарных систем в сопоставлении с интеграционными процессами на регулируемом рынке. В свете возможностей создания общего экономического пространства особо важное значение приобре-

тает всестороннее изучение перспектив интеграции рынка ценных бумаг стран СНГ.

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

Интеграционные процессы рынка ценных бумаг на постсоветском пространстве после распада Советского Союза в основном шли на национальном уровне. Данный этап 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 работает только один оператор регулируемого рынка ценных бумаг - НАСДАК ОЭМЭКС Армения. Интеграционные процессы шли также в сфере депозитарных и расчетно-клиринговых систем. В настоящее время на завершающем этапе находится внедрение единой депозитарной и расчетно-клиринговой системы, которая также является структурной единицей НАСДАК ОЭМЭКС [10]. Схожие тенденции наблюдаются также на российском рынке. Так, в конце 2011 г. происходит слияние двух основных торговых систем российского рынка ценных бумаг - РТС и ММВБ. В результате слияния образовалась Московская биржа - крупнейшая торговая система рынка ценных бумаг на постсоветском пространстве [8]. Интеграционные процессы происходили также в сфере депо-

\* Багдасарян Арег Меружанович, кандидат экономических наук, доцент Национального аграрного университета Армении, г. Ереван. E-mail: aregbag@gmail.com.

зитарных и расчетно-клиринговых систем, действующих на территории Российской Федерации. В результате в составе группы “Московская биржа” образовалась компания, предоставляющая все виды депозитарных и расчетных услуг на рынке ценных бумаг. Этой компании - Национальному расчетному депозитарию - в 2012 г. был присвоен статус центрального депозитария [11]. В соответствии с законодательством Российской Федерации статус центрального депозитария может быть присвоен только одному юридическому лицу. Таким образом, как в Республике Армения, так и в Российской Федерации начали образовываться интегрированные торговые, депозитарные и расчетно-клиринговые системы рынка ценных бумаг. Схожие тенденции наблюдаются также и в других странах СНГ.

Дальнейшие интеграционные процессы рынка ценных бумаг связаны с интеграцией национальных торговых, депозитарных и расчетно-клиринговых систем, действующих в разных странах. Такие интеграционные процессы могут включать в себя создание и укрепление связей между национальными системами, синхронизацию нормативно-правовой базы, регулируемую рынок ценных бумаг, а также образование наднациональных систем. В сфере международной интеграции разные страны на постсоветском пространстве начали придерживаться разных приоритетов. Так, в странах Балтийского региона (Литва, Латвия и Эстония) интеграционные процессы были направлены в основном на синхронизацию 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 [9]. В странах Балтийского региона создана единая торговая система. Центральные депозитарии ценных бумаг Литвы, Латвии и Эстонии 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 рынком, создаются корреспондентские отно-

шения с депозитарными и расчетно-клиринговыми системами, действующими на территории Европейского союза, такими как Клирстрим или Евроклир. Международные интеграционные процессы углубляются также на территории стран СНГ. Значительные интеграционные возможности существуют на рынке ценных бумаг Российской Федерации, Беларуси, Казахстана и Украины.

Одним из направлений интеграционных процессов рынка ценных бумаг, происходящих на территории стран СНГ, является объединение операторов регулируемого рынка ценных бумаг, а также депозитарной и расчетно-клиринговой систем путем приобретения участия (акций) и (или) реорганизации. В таком направлении идут интеграционные процессы на регулируемом рынке Московской биржи и на основных регулируемых рынках Украины - на Украинской бирже и Фондовой бирже ПФТС. Московская биржа является мажоритарным участником (акционером) Фондовой биржи ПФТС, а также крупнейшим участником (акционером) Украинской биржи [8, 13, 14]. В таких условиях является целесообразным объединение двух операторов регулируемого рынка ценных бумаг Украины. С данной целью Московская биржа намеревается увеличить свое участие в акционерном капитале Украинской биржи. Объединение двух основных операторов регулируемого рынка ценных бумаг Украины даст возможность углубить интеграционные процессы не только на территории Украины, но и на межнациональном уровне, так как новый оператор будет являться частью группы “Московская биржа”.

Другим направлением интеграционных процессов рынка ценных бумаг, происходящих на территории стран СНГ, является создание единых или интегрированных торговых систем регулируемого рынка, а также депозитарных и расчетно-клиринговых систем путем развития сотрудничества между операторами этих систем. Такое направление интеграционных процессов наблюдается в отношениях Московской биржи, Белорусской валютно-фондовой биржи и Казахстанской фондовой биржи [1, 3, 8].

Особо важным может являться развитие интеграционных процессов между российским и армянским регулируемыми рынками ценных

бумаг. Важность такой интеграции обусловлена тем, что, с одной стороны, основной оператор регулируемого рынка ценных бумаг России - Московская биржа - является мажоритарным участником основных операторов регулируемого рынка ценных бумаг Украины - Украинской биржи и Фондовой биржи ПФТС, а также инициатором интеграционных процессов с основными операторами регулируемого рынка ценных бумаг Беларуси и Казахстана - Белорусской валютно-фондовой биржи и Казахстанской фондовой биржи; с другой стороны, единственный оператор регулируемого рынка ценных бумаг Армении - НАСДАК ОЭМЭКС Армения - является частью ведущего оператора регулируемого рынка ценных бумаг, депозитарных и расчетно-клиринговых систем в мире, а также в странах Балтийского региона (Литва, Латвия и Эстония) - группы НАСДАК ОЭМЭКС [8, 9, 10]. Таким образом, развитие интеграционных процессов 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

ся также изучение основных показателей регулируемого рынка. С учетом особенностей развития рынка ценных бумаг на территории стран СНГ в качестве основных показателей регулируемого рынка выбраны число компаний, акции которых допущены к торгам на регулируемом рынке, рыночная капитализация акций, допущенных к торгам на регулируемом рынке, объемы торговли акциями и долговыми ценными бумагами, а также объемы торговли валютой и кредитными ресурсами на регулируемом рынке.

Число компаний, акции которых допущены к торгам на регулируемом рынке, и их рыночная капитализация на основных регулируемых рынках стран СНГ представлены в табл. 1 [4, 5].

Как видно из табл. 1, по числу компаний, акции которых допущены к торгам на регулируемом рынке, лидирует Белорусская валютно-фондовая биржа. В 2012 г. к торгам на регулируемом рынке Белорусской валютно-фондовой биржи были допущены акции 2359 компаний. Второе, третье и четвертое места по числу компаний, акции которых допущены к торгам на регулируемом рынке, занимают, соответственно, Фондовая биржа

Таблица 1

**Компании, акции которых допущены к торгам на регулируемом рынке, и их рыночная капитализация**

Оператор регулируемого рынка	Число компаний, акции которых допущены к торгам на регулируемом рынке		Рыночная капитализация акций, допущенных к торгам на регулируемом рынке, млрд долл. США	
	2011 г.	2012 г.	2011 г.	2012 г.
Белорусская валютно-фондовая биржа, Беларусь	2335	2359	1,1	0,4
Казахстанская фондовая биржа, Казахстан	71	81	22,6	23,5
Кыргызская 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

расчетно-клиринговых систем, а также синхронизацию нормативно-правовой базы, регулируемую рынок ценных бумаг. В частности, требует особого внимания исследование проблем, связанных с фиксированием и передачей имущественных прав на ценные бумаги и защитой интересов инвесторов.

Для выяснения интеграционных возможностей рынка ценных бумаг важным является

ПФТС, Московская биржа и Украинская биржа. Однако число компаний, акции которых допущены к торгам на регулируемом рынке, здесь намного меньше, чем на Белорусской валютно-фондовой бирже. Так, в 2012 г. к торгам на регулируемом рынке Фондовой биржи ПФТС были допущены акции 636 компаний, к торгам на регулируемом рынке Московской биржи - акции 268 компаний, а к

торгам на регулируемом рынке Украинской биржи - акции 198 компаний.

По данным табл. 1 можно сделать вывод, что по рыночной капитализации акций, допущенных к торгам на регулируемом рынке, лидирует Московская биржа. В 2012 г. рыночная капитализация акций, допущенных к торгам на регулируемом рынке Московской биржи, составляла 827,2 млрд долл. США. Второе, третье и четвертое места по рыночной капитализации акций, допущенных к торгам на регулируемом рынке, занимают, соответственно, Казахстанская фондовая биржа, Украинская биржа и Фондовая биржа ПФТС. Однако показатель рыночной капитализации акций, допущенных к торгам на регулируемом рынке, здесь значительно ниже, чем на Московской бирже. Так, в 2012 г. рыночная капитализация акций, допущенных к торгам на регулируемом рынке Казахстанской фондовой биржи, составляла 23,5 млрд долл. США, на регулируемом рынке Украинской биржи - 20,7 млрд долл. США, а на регулируемом рынке Фондовой биржи ПФТС - 17,6 млрд долл. США.

Объемы торговли акциями и долговыми ценными бумагами на основных регулируемых рынках стран СНГ представлены в табл. 2 [4, 5].

Согласно табл. 2, по объему торговли акциями на регулируемом рынке лидирует Московская биржа. В 2012 г. объем торговли акциями на регулируемом рынке Московской биржи составлял 372,6 млрд долл. США. Второе, третье и четвертое места занимают, соответственно, Казахстанская фондовая биржа, Украинская биржа и Фондовая биржа ПФТС. Однако объемы торговли акциями на регулируемом рынке здесь значительно меньше, чем на Московской бирже. Так, в 2012 г.

объем торговли акциями на регулируемом рынке Казахстанской фондовой биржи составлял 1,4 млрд долл. США, на регулируемом рынке Украинской биржи - 0,4 млрд долл. США, а на регулируемом рынке Фондовой биржи ПФТС - 0,2 млрд долл. США.

Таблица 2 показывает, что по объему торговли долговыми ценными бумагами на регулируемом рынке лидирует Московская биржа. В 2012 г. объем торговли долговыми ценными бумагами на регулируемом рынке Московской биржи составлял 2,2 трлн долл. США. Второе, третье и четвертое места занимают, соответственно, Фондовая биржа ПФТС, Казахстанская фондовая биржа и Белорусская валютно-фондовая биржа. Однако объемы торговли долговыми ценными бумагами на регулируемом рынке здесь значительно меньше, чем на Московской бирже. Так, в 2012 г. объем торговли долговыми ценными бумагами на регулируемом рынке Фондовой биржи ПФТС составлял 10,9 млрд долл. США, на регулируемом рынке Казахстанской фондовой биржи - 3,7 млрд долл. США, а на регулируемом рынке Белорусской валютно-фондовой биржи - 1,9 млрд долл. США.

Объемы торговли корпоративными и государственными долговыми ценными бумагами на основных регулируемых рынках стран СНГ представлены в табл. 3 [4, 5].

Как свидетельствуют данные табл. 3, по объему торговли корпоративными долговыми ценными бумагами на регулируемом рынке лидирует Московская биржа. В 2012 г. объем торговли корпоративными долговыми ценными бумагами на регулируемом рынке Московской биржи составлял 1,8 трлн долл. США. Второе, третье и четвертое места занимают,

Таблица 2

**Объем торговли акциями и долговыми ценными бумагами на регулируемом рынке, млн долл. США**

Оператор регулируемого рынка	Объем торговли акциями		Объем торговли долговыми ценными бумагами	
	2011 г.	2012 г.	2011 г.	2012 г.
Белорусская валютно-фондовая биржа, Беларусь	50,4	90,0	2280,5	1906,5
Казахстанская фондовая биржа, Казахстан	1089,2	1377,6	9762,5	3712,9
Кыргызская фондовая биржа, Кыргызстан	28,0	22,5	1,3	2,1
Московская биржа, Россия	554 067,3	372 619,6	1 627 302,0	2 246 430,0
НАСДАК ОЭМЭКС Армения, Армения	0,5	1,0	15,7	11,4
Санкт-Петербургская валютная биржа, Россия	0	0,1	36,6	223,5
Украинская биржа, Украина	4573,3	418,4	155,5	36,2
Фондовая биржа ПФТС, Украина	242,0	230,1	10 879,3	10 960,5

Таблица 3

**Объем торговли корпоративными и государственными долговыми ценными бумагами на регулируемом рынке, млн долл. США**

Оператор регулируемого рынка	Объем торговли корпоративными долговыми ценными бумагами		Объем торговли государственными ценными бумагами	
	2011 г.	2012 г.	2011 г.	2012 г.
Белорусская валютно-фондовая биржа, Беларусь	1150,8	1138,6	1129,7	767,9
Казахстанская фондовая биржа, Казахстан	2010,8	2165,3	7751,7	1547,6
Кыргызская фондовая биржа, Кыргызстан	1,3	2,1	0	0
Московская биржа, Россия	1 225 152,3	1 848 335,6	402 149,8	398 094,7
НАСДАК ОЭМЭКС Армения, Армения	1,8	1,0	13,9	10,4
Санкт-Петербургская валютная биржа, Россия	36,6	223,5	0	0
Украинская биржа, Украина	62,9	24,5	92,6	11,7
Фондовая биржа ПФТС, Украина	1315,7	1675,0	9563,6	9285,5

соответственно, Казахстанская фондовая биржа, Фондовая биржа ПФТС и Белорусская валютно-фондовая биржа. Однако объемы торговли корпоративными долговыми ценными бумагами на регулируемом рынке здесь значительно меньше, чем на Московской бирже. Так, в 2012 г. объем торговли корпоративными долговыми ценными бумагами на регулируемом рынке Казахстанской фондовой биржи составлял 2,2 млрд долл. США, на регулируемом рынке Фондовой биржи ПФТС - 1,7 млрд долл. США, а на регулируемом рынке Белорусской валютно-фондовой биржи - 1,1 млрд долл. США.

Из табл. 3 видно, что по объему торговли государственными ценными бумагами на регулируемом рынке лидирует Московская биржа. В 2012 г. объем торговли государственными ценными бумагами на регулируемом рынке Московской биржи составлял 0,4 трлн долл. США. Второе, третье и четвертое места занимают, соответственно, Фон-

довая биржа ПФТС, Казахстанская фондовая биржа и Белорусская валютно-фондовая биржа. Однако, объемы торговли государственными ценными бумагами на регулируемом рынке здесь значительно меньше, чем на Московской бирже. Так, в 2012 г. объем торговли государственными ценными бумагами на регулируемом рынке Фондовой биржи ПФТС составлял 9,3 млрд долл. США, на регулируемом рынке Казахстанской фондовой биржи - 1,5 млрд долл. США, а на регулируемом рынке Белорусской валютно-фондовой биржи - 0,8 млрд долл. США.

Объемы торговли валютой и кредитными ресурсами на основных регулируемых рынках стран СНГ представлены в табл. 4 [4, 5].

По объему торговли валютой на регулируемом рынке лидирует Московская биржа (табл. 4). В 2012 г. объем торговли валютой на регулируемом рынке Московской биржи составлял 3,8 трлн долл. США. Второе, третье и четвертое места занимают, соответствен-

Таблица 4

**Объем торговли валютой и кредитными ресурсами на регулируемом рынке, млн долл. США**

Оператор регулируемого рынка	Объем торговли валютой		Объем торговли кредитными ресурсами	
	2011 г.	2012 г.	2011 г.	2012 г.
Белорусская валютно-фондовая биржа, Беларусь	17 002,5	30 047,8	0	0
Казахстанская фондовая биржа, Казахстан	106 179,9	96 063,7	0	0
Кыргызская фондовая биржа, Кыргызстан	0	0	0	0
Московская биржа, Россия	2 938 097,6	3 760 528,4	306 062,5	270 414,5
НАСДАК ОЭМЭКС Армения, Армения	760,4	753,7	7087,7	15 084,3
Санкт-Петербургская валютная биржа, Россия	59,1	68,6	33 118,0	49 622,0
Украинская биржа, Украина	0	0	0	0
Фондовая биржа ПФТС, Украина	0	0	0	0

но, Казахстанская фондовая биржа, Белорусская валютно-фондовая биржа и НАСДАК ОЭМЭКС Армения. Однако объемы торговли валютой на регулируемом рынке здесь значительно меньше, чем на Московской бирже. Так, в 2012 г. объем торговли валютой на регулируемом рынке Казахстанской фондовой биржи составлял 96,1 млрд долл. США, на регулируемом рынке Белорусской валютно-фондовой биржи - 30 млрд долл. США, а на регулируемом рынке НАСДАК ОЭМЭКС Армения - 0,8 млрд долл. США.

По объему торговли кредитными ресурсами на регулируемом рынке также лидирует Московская биржа (табл. 4). В 2012 г. объем торговли кредитными ресурсами на регулируемом рынке Московской биржи составлял 270,4 млрд долл. США. Второе и третье места занимают Санкт-Петербургская валютная биржа и НАСДАК ОЭМЭКС Армения. Однако объемы торговли кредитными ресурсами на регулируемом рынке здесь тоже значительно меньше, чем на Московской бирже. Так, в 2012 г. объем торговли кредитными ресурсами на регулируемом рынке Санкт-Петербургской валютной биржи составлял 49,6 млрд долл. США, а на регулируемом рынке НАСДАК ОЭМЭКС Армения - 15,1 млрд долл. США.

Из приведенных выше данных видно, что развитие регулируемого рынка того или иного региона во многом зависит от размеров рынка и масштабов интеграции на рынке. Так, по всем основным показателям лидирует Московская биржа, которая осуществляет деятельность на крупнейшем и достаточно интегрированном рынке стран СНГ. С точки зрения развития таких малых рынков, как рынок ценных бумаг Армении, важное значение имеет интеграция с другими внутренними рынками, например, с валютным рынком и рынком кредитных ресурсов. Такая интеграция может дать синергетический эффект. Однако интеграционные возможности внутренних рынков ограничены. На нынешней стадии развития рынка важное значение приобретают также интеграционные процессы с внешними рынками.

Рынок ценных бумаг стран СНГ обладает достаточными интеграционными возможностями. Углубление интеграционных процессов на рынке ценных бумаг стран СНГ окажет положительное воздействие на увеличение инвестиционных возможностей экономики стран СНГ и, как следствие, на увеличение темпов роста ВВП, сокращение безработицы и улучшение социального положения населения. Однако создание единых и интегрированных систем регулируемого рынка подразумевает также интеграцию депозитарных и расчетно-клиринговых систем, а также синхронизацию нормативно-правовой базы, регулирующую рынок ценных бумаг. В частности, требует особого внимания исследование проблем, связанных с фиксированием и передачей имущественных прав на ценные бумаги, с защитой интересов инвесторов.

1. Белорусская валютно-фондовая биржа. URL: [www.bcse.by](http://www.bcse.by).
2. *Захаров А.В., Кириченко Д.А., Челмодева Е.В.* Валютные и универсальные биржи XXI века как антикризисный механизм финансового рынка. 2-е изд., перераб. и доп. М., 2002.
3. Казахстанская фондовая биржа. URL: [www.kase.kz](http://www.kase.kz).
4. Международная ассоциация бирж стран СНГ, Бюллетени биржевой статистики: 2006 - 2012. URL: <http://mab.micex.ru>.
5. Международная ассоциация бирж стран СНГ: Справочники бирж и депозитариев - членов МАБ СНГ. 2006 - 2013. URL: <http://mab.micex.ru>.
6. *Миркин Я.М.* Ценные бумаги и фондовый рынок. М., 1995.
7. *Миркин Я.М.* Рынок ценных бумаг: Воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. М., 2002.
8. Московская биржа (ММББ-РТС). URL: [www.moex.com](http://www.moex.com).
9. НАСДАК ОЭМЭКС Армения. URL: [www.nasdaqomx.am](http://www.nasdaqomx.am).
10. Национальный расчетный депозитарий. URL: [www.nsd.ru](http://www.nsd.ru).
11. *Рубцов Б.Б.* Мировые фондовые рынки: современное состояние и закономерности развития. М., 2000.
12. Украинская биржа. URL: [www.ux.ua](http://www.ux.ua).
13. Фондовая биржа ПФТС. URL: [www.pfts.com](http://www.pfts.com).
14. Federation of Euro-Asian Stock Exchanges. FEAS Books, 2009 - 2013. URL: <http://www.feas.org>.

*Поступила в редакцию 17.01.2014 г.*