

Перспективы совместного развития инфраструктуры фондовых рынков в странах ЕврАзЭС

Головнин М.Ю., к.э.н.,

зам. руководителя Центра проблем глобализации и интеграции
Института экономики РАН.

Электронная почта: golovnin@transecon.ru

Информация об авторе: Кандидат экономических наук (2003). Закончил экономический факультет МГУ им. М. В. Ломоносова (2000). Автор более 50 научных публикаций, в том числе статей в ведущих экономических журналах («Вопросы экономики», «Мировая экономика и международные отношения», «Проблемы прогнозирования», «Общество и экономика» и др.). Победитель конкурса на соискание грантов Президента Российской Федерации для государственной поддержки молодых российских ученых – кандидатов наук и их научных руководителей (2006–2007 гг.), лауреат конкурса «Лучшие экономисты РАН» в 2004–2005 гг. и 2008 г. Сфера научных интересов – валютно-финансовая интеграция, денежно-кредитная политика, финансовая глобализация.

Фондовые рынки представляют собой важный элемент современных рыночных экономик, они, наряду с банковской системой, способствуют эффективному распределению средств между заемщиками и кредиторами. В процессе перехода к рыночной экономике странам ЕврАзЭС пришлось заново создавать фондовые рынки.

К настоящему времени степень развития фондовых рынков в странах ЕврАзЭС существенно различается (см. табл. 1, 2). В числе лидеров находятся Россия и Казахстан (в 2006 г. капитализация фондовых рынков¹ этих стран составляла соответственно 104.4 и 54.7% ВВП). При этом Россия, помимо более высокой капитализации, отличается и более высоким уровнем ликвидности рынка – суммарный объем торгов всеми видами ценных бумаг на национальных фондовых биржах в 2006 г. составил 54.7% ВВП, тогда как в Казахстане – лишь 20.7%. Если сопоставить уровни развития фондовых рынков и банковских систем России и Казахстана, то можно сделать вывод, что России в последние годы в большей степени свойственна англо-саксонская модель финансовой системы, ориентированная на фондовый рынок, тогда как Казахстану – континентальная европейская модель, ориентированная на банковскую систему. Однако, это лишь взгляд в первом приближении.

¹ Здесь фондовый рынок рассматривается в узком смысле как рынок акций.

Таблица 1

Капитализация фондового рынка в странах ЕврАзЭС в 1999–2006 гг. (в % к ВВП)

Источник: Доклад о процессе перехода за 2007 год. Европейский банк реконструкции и развития, 2007

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Беларусь	3.4	4.1	2.9	-	-	-	-	-
Казахстан	15.5	7.5	5.6	5.5	7.7	8.7	18.9	54.7
Кыргызстан	0.4	0.3	0.3	0.5	1.6	1.5	1.7	3.1
Россия	41.2	15.3	26	36.6	51.1	44.6	71.9	104.4
Узбекистан	1.9	1	0.6	0.4	0.2	0	0.3	4.3

Таблица 2

Объем торгов на фондовых биржах стран ЕврАзЭС в 2006 г.

Источник: Бюллетень биржевой статистики 2006. Международная ассоциация бирж СНГ (www.mab-sng.org)

	Акции	ГЦБ	Корпоративные облигации	Региональные облигации	Всего	Объем торгов/ ВВП (в %)
Россия (ММВБ и РТС)	426 276	21 084.4	67 119	19 981.3	534 461	54.7
Казахстан (KASE)	4 026.6	5 296.2	3 015.5	3.4	12 341.7	20.7
Беларусь (БВФБ)	0.3	3 274.1	1.5	0	3 275.9	10.5
Узбекистан (РФБ «Тошкент»)	110.9	-	0.8	0	111.7	0.7
Кыргызстан (КФБ)	102.7	-	0	-	102.7	5.8

ГЦБ – государственные ценные бумаги

Уровень развития фондовых рынков остальных стран ЕврАзЭС существенно отстает от стран-лидеров. Так, в Таджикистане отсутствует организованный фондовый рынок. В Кыргызстане и Узбекистане фондовый рынок развит слабо, хотя в последние годы демонстрирует положительную динамику (см. табл. 1, 3). В Беларуси достаточно развит рынок государственных ценных бумаг², тогда как говорить о существенном прогрессе в развитии рынка негосударственных ценных бумаг пока не приходится.

Таблица 3

Темпы прироста объемов торгов на фондовых биржах стран ЕврАзЭС (в % к соответствующему периоду предыдущего года)

Источник: Бюллетень биржевой статистики 2006, первое полугодие 2007. Международная ассоциация бирж СНГ (www.mab-sng.org)

	Акции		Государственные облигации		Корпоративные облигации	
	1-е пол. 2007	2006	1-е пол. 2007	2006	1-е пол. 2007	2006
Россия (ММВБ и РТС)	28	245.1	80	12.2	77.9	110
Казахстан (KASE)	469.9	287	122	38.5	24	75.7
Беларусь (БВФБ)	133.3	-78.6	-16.7	-24.5	73.3	-65
Узбекистан (РФБ «Тошкент»)	-36.9	212.4	-	-	300	166.7
Кыргызстан (КФБ)	1 990	240	-	-	-	-

² Объемы торгов на этом рынке в 2006 г. составили около 10% ВВП.

Общий недостаточно высокий уровень развития фондовых рынков стран ЕврАзЭС является одной из предпосылок для развития их взаимодействия в финансовой сфере. При этом страны, добившиеся больших успехов в развитии фондового рынка и его инфраструктуры (Россия и Казахстан), могли бы оказать содействие в развитии рынка остальным странам. В частности, они могли бы способствовать созданию в Таджикистане фондовой биржи.

Другой предпосылкой служит еще одна общая для стран ЕврАзЭС (особенно для России и Казахстана) проблема – отток финансовой активности за границу. В 2007 г. компании и банки из стран СНГ (в основном за счет России) стали мировыми лидерами по привлечению средств в ходе IPO. Они собрали \$34.3 млрд, из которых \$29 млрд – Россия, \$3.8 млрд – Казахстан, \$1.1 млрд – Украина. В 2008 г. прогнозируется привлечение около \$40 млрд³. Однако, большая часть этих средств поступила с зарубежных фондовых площадок, главным образом с Лондонской фондовой биржи. Так, в России на национальных биржевых площадках было привлечено 44% от общего объема средств в ходе проведенных IPO (этот показатель превышает показатель предыдущего года за счет того, что все акции Сбербанка размещались внутри страны). Казахские компании провели свои IPO на Лондонской фондовой бирже.

Кроме того, даже несмотря на в целом более высокий уровень развития фондовых рынков России и Казахстана, отдельные их сегменты остаются слабо развитыми. Прежде всего, это касается срочного рынка – рынка производных ценных бумаг. В Казахстане относительно слабо развитым остается и розничный сегмент фондового рынка. Например, в стране действует около 200 паевых фондов, при этом число вкладчиков-физических лиц составляет всего 4 тыс. человек⁴.

На наиболее развитом – российском фондовом рынке также есть свои проблемы, связанные с высоким уровнем концентрации рынка, основной объем ликвидности на котором обеспечивает ограниченное число «голубых фишек» (на ММВБ на 30 июня 2007 г. на акции 5% компаний приходилось 95.5% объема торгов⁵).

На решение указанных проблем и могло бы быть направлено взаимодействие инфраструктурных организаций на фондовых рынках стран ЕврАзЭС при поддержке соответствующих государств и регулирующих органов. Участие государственных структур тем более необходимо, что они зачастую являются акционерами в большинстве инфраструктурных организаций. Например, основным акционером Московской межбанковской валютной биржи (ММВБ) является Центральный банк Российской Федерации с долей почти 30%, Национальному банку Республики Беларусь принадлежит контрольный пакет акций Белорусской валютно-фондовой биржи.

³ *Бизнес и власть*, 2008, 4 марта..

⁴ *Взгляд (Казахстан)*, 2008, 29 февраля.

⁵ *Бюллетень биржевой статистики 1-е полугодие 2007 г. Международная ассоциация бирж СНГ* (http://rus.mab-sng.org/files/bbs_1_halfyear_2007.pdf).

Предпосылкой для развития подобного взаимодействия, помимо решения общих проблем, является постепенное взаимопроникновение участников на рынки соседних стран. Особенно это касается фондовых рынков России и Казахстана.

Так, на казахском фондовом рынке действуют входящие в число крупнейших российские инвестиционные компании «КИТ Финанс» и «Ренессанс Капитал». В 2008 г. Тройка Диалог приобрела «АЛМЭКС Эссет Менеджмент».

На фондовом рынке России также действуют инвестиционные компании, либо принадлежащие казахским банкам, либо аффилированные с ними. Так, в группу казахского банка ТуранАлем входят российские компании ООО «ТуранАлем Финанс», ООО «БТА Финанс» и ООО «БТА Капитал»; инвестиционная компания ООО «НБК Финанс» принадлежит Народному банку Казахстана; Казкоммерцбанк приобрел 50% акций компании «Ист Кэпитал»; российская инвестиционная компания «Центрас Капитал» является членом казахской инвестиционной группы «Сентрас».

Российские и казахстанские игроки постепенно выходят на фондовые рынки других стран ЕврАзЭС, однако, этот процесс еще не получил достаточного развития, и примеры присутствия на этих рынках немногочисленны. Инвестиционная компания «Ист Кэпитал» открыла в Узбекистане свою дочернюю компанию – «East Capital Invest»; российская инвестиционная компания «Центрас Капитал», являющаяся членом казахской инвестиционной группы «Сентрас», начала экспансию на киргизский фондовый рынок. На фондовом рынке Кыргызстана уже присутствуют в качестве игроков банки и инвестиционные компании, находящиеся в собственности казахстанских банковских групп, – Халык Банк Кыргызстан, Ист Кэпитал Менеджмент, а также ООО «Казинвест».

Появились и примеры трансграничного предоставления услуг на фондовом рынке, пока еще единичные. Так, в мае 2007 г. ООО «Торговый дом «Полесье» – дочерняя компания белорусского ОАО «Пинское промышленно-торговое объединение «Полесье»» (Брестская область) – разместило на российском рынке облигационный заем общей номинальной стоимостью 500 млн российских рублей⁶. Андеррайтерами выпуска выступили российские банки – Судостроительный банк и ОАО «Всероссийский Банк Развития Регионов».

Инфраструктурные организации на фондовых рынках стран СНГ выступают основными двигателями интеграционного процесса. Они создают свои ассоциации, основными среди которых являются Международная ассоциация бирж стран СНГ (МАБ СНГ) и Ассоциация центральных депозитариев Евразии (АЦДЕ), ставящие перед собой цели развития сотрудничества своих членов и взаимодействия фондовых рынков объединяемых ими стран. Объективно наибольшую активность в области финансовой интеграции призван проявлять крупнейший российский биржевой холдинг – Московская межбанковская валютная биржа (ММВБ).

⁶ *Прайм-ТАСС, 2007, 17 сентября.*

Международная ассоциация бирж СНГ была учреждена 20 апреля 2000 г., в нее входит 20 инфраструктурных организаций (бирж и депозитариев) из 9 стран СНГ, в том числе 13 бирж из стран ЕвразЭС (все крупнейшие национальные фондовые биржи, Узбекская республиканская товарно-сырьевая биржа и отдельные региональные российские биржи), а также Центральный депозитарий ценных бумаг Казахстана. В начале 2000-х гг. в рамках МАБ СНГ выдвигались инициативы по достаточно глубокой интеграции – например, на заседании организации в Брюгге 29 сентября 2002 г. ее члены «обсудили ход реализации программы мероприятий по интеграции финансовых рынков, целью которых является создание общих механизмов функционирования валютных и фондовых рынков стран СНГ»⁷. В настоящее время столь далеко идущих заявлений не делается, а сотрудничество налаживается на уровне базового взаимодействия. Так, на заседании МАБ СНГ 3-5 марта 2008 г. был создан Комитет по технической политике, в задачи которого входит рассмотрение вопросов развития информационных технологий⁸.

Ассоциация центральных депозитариев Евразии была создана 22 декабря 2004 г. с целью организации общего «депозитарного пространства». Учредителями Ассоциации являются 11 депозитариев стран СНГ, в том числе 6 депозитариев из стран ЕвразЭС.

Сотрудничество на двустороннем уровне опирается в основном на меморандумы о взаимопонимании и сотрудничестве, которые подписывают между собой фондовые биржи и депозитарии стран ЕвразЭС. В основном на практике они представляют собой меморандумы, заключенные между ММВБ и одной из бирж стран ЕвразЭС и Национальным депозитарным центром (НДЦ), обслуживающим сделки на ММВБ, и одним из депозитариев стран ЕвразЭС. Приведем некоторые примеры:

- Меморандум о сотрудничестве и взаимодействии в области развития биржевой инфраструктуры был подписан в декабре 2000 г. руководством ММВБ и Белорусской валютно-фондовой биржи (БВФБ).
- 28 февраля 2001 г. меморандум о сотрудничестве с целью формирования интегрированного биржевого пространства подписали в Москве руководители ММВБ и Казахстанской фондовой биржи.
- 14 ноября 2001 г. меморандум о сотрудничестве с целью формирования интегрированного биржевого пространства с использованием передовых технологий биржевой торговли подписали в Москве руководители ММВБ и Республиканской фондовой биржи «Тошкент» (Узбекистан).
- В декабре 2005 г. был подписан трехсторонний меморандум о взаимопонимании между Московской межбанковской валютной биржей, Фондовой биржей ММВБ и Республиканской фондовой биржей «Тошкент».
- 9 февраля 2006 г. НДЦ подписал меморандум о сотрудничестве с Центральным депозитарием ценных бумаг Узбекистана.

⁷ http://rus.mab-sng.org/activity/actiondetail.php?id_action=72

⁸ http://rus.mab-sng.org/news/detail.php?id_news=796&date=3_2008

- 11 апреля 2007 г. меморандум о сотрудничестве подписали некоммерческое партнерство «Национальный депозитарный центр» и Республиканское унитарное предприятие «Республиканский центральный депозитарий ценных бумаг» (Республика Беларусь).

Более глубокого уровня взаимодействия между фондовыми биржами стран ЕврАзЭС пока не налажено. Вместе с тем, следует отметить один пример, когда одна из бирж стран ЕврАзЭС входит в капитал биржи из другой страны ЕврАзЭС. Это вхождение Казахстанской фондовой биржи в состав акционеров Кыргызской фондовой биржи. В то же время крупнейшим акционером последней является инфраструктурная организация из третьей страны – Стамбульская фондовая биржа. В капитале Казахстанской фондовой биржи небольшая доля (1.3%) принадлежит дочернему банку АО «Сбербанк России» в Казахстане.

В области формальной интеграции существует большое количество подписанных соглашений, по-разному определяющих как цели финансовой интеграции в ЕврАзЭС, так и инструменты их достижения.

В Соглашении о сотрудничестве государств-членов Евразийского экономического сообщества на рынке ценных бумаг, подписанном 18 июня 2004 г., в качестве основной цели интеграции (в статье 1) предусматривается создание единого межгосударственного рынка ценных бумаг (под которым понимается совокупность рынков ценных бумаг стран ЕврАзЭС, объединенных общими принципами функционирования и государственного регулирования). Это подразумевает достаточно высокий уровень интеграции, однако механизмов для его достижения в Соглашении нет.

Одной из практических мер по развитию взаимодействия стран ЕврАзЭС в финансовой сфере в Договоре о Таможенном союзе и Едином экономическом пространстве от 26 февраля 1999 г. провозглашается предоставление на взаимной основе национального режима доступа на рынок услуг (статья 37), которая в статье 7 Соглашения о сотрудничестве государств-членов ЕврАзЭС на рынке ценных бумаг 2004 г. трансформируется уже в режим наибольшего благоприятствования для других членов Сообщества.

Таким образом, во многих принятых документах, касающихся финансовой интеграции, наблюдается расхождение заявленных далеко идущих целей и конкретных инструментов их достижения.

В то же время в России и Казахстане на национальном уровне реализуются проекты расширения внутренних фондовых рынков за счет привлечения внешних инвесторов и эмитентов. В Казахстане этот проект уже находится в практической стадии – в стране действует Региональный финансовый центр города Алматы, который в настоящее время является основным акционером Казахстанской фондовой биржи. В России проект создания регионального финансового центра пока находится в стадии разработки, но сделан первый шаг в сторону его реализации – в декабре 2006 г. в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» были внесены изменения, которыми был введен новый тип ценных бумаг, обращающихся на российском фондовом рынке, – российские депозитарные расписки (РДР),

которые дадут возможность иностранным эмитентам в упрощенном порядке выводить свои ценные бумаги на российский рынок. В настоящее время обсуждаются поправки, которые смогут дать возможность прямого доступа иностранным ценным бумагам на российский рынок при условии прохождения ими листинга в стране-члене ОЭСР или FATF.

Пока эти проекты носят в основном «национальный» характер, с одной стороны, а с другой – ориентированы в первую очередь на открытие своих рынков глобальному рынку, они не оказывают существенной поддержки финансовой интеграции в рамках ЕврАзЭС, а скорее, наоборот, выступают в качестве конкурирующих проектов.

Еще одна угроза для совместного развития фондовых рынков исходит от активизации экономических игроков третьих стран в регионе. При этом особое внимание необходимо уделять деятельности инфраструктурных организаций, поскольку именно от них во многом зависит функционирование национальных рынков. Ярким примером в этом отношении среди стран СНГ является Армения, где скандинавский биржевой холдинг OMX приобретает местную Армянскую фондовую биржу. Помимо скандинавского игрока, интерес к рынкам стран СНГ проявляют NASDAQ, Немецкая, Венская, Варшавская, Стамбульская биржи. Серьезным вызовом в этом отношении может стать проведенное акционирование Казахской фондовой биржи, так как не ясна дальнейшая судьба выпущенных акций, если они окажутся в свободном обращении.

Вызывает опасение иногда встречающийся с российской стороны подход к слабо развитым фондовым рынкам Беларуси, Узбекистана, Кыргызстана, отсутствующему фондовому рынку Таджикистана как к чему-то не заслуживающему особого внимания (в силу небольших размеров этих рынков). В этой связи необходимо помнить о том, что в глобальной и региональной конкурентной борьбе на фондовом рынке практически все сегменты поделены, и за оставшиеся также идет жесткое соперничество. Не случайной представляется позиция Стамбульской фондовой биржи, когда она вошла в капитал Кыргызской фондовой биржи и теперь является основным ее акционером, а также выступает активным организатором Федерации евро-азиатских фондовых бирж (FEAS), в которую входят большинство фондовых бирж стран СНГ.

В связи с отмеченными тенденциями нам представляются возможными следующие сценарии развития взаимодействия фондовых рынков стран ЕврАзЭС:

1) Сохранение статус-кво, которое подразумевает, что страны будут ориентированы на развитие национальных фондовых рынков, результатом может стать конкуренция между ними внутри региона (особенно между Россией и Казахстаном в Центральной Азии). При этом будет продолжаться отток крупных эмитентов на глобальные финансовые площадки, тогда как средние и мелкие эмитенты смогут размещаться на национальных или региональных (фактически – расширенных национальных) площадках. Национальная финансовая инфраструктура может быть поглощена глобальными и зарубежными региональными игроками.

2) Выстраивание интегрированной финансовой инфраструктуры – создание условий для торговли ценными бумагами из одной страны ЕвразЭС на торговой площадке другой страны. В этом случае необходима гармонизация регулирующих норм и согласованность действий. Учитывая, что инициатором этого проекта скорее всего будет Россия, она должна на первом этапе предложить меры по развитию национальных фондовых рынков взамен привлечения эмитентов путем выпуска российских депозитарных расписок. Здесь у нее может быть конкурентное преимущество в знании местной специфики и готовности инвестировать в заведомо не приносящие отдачу в краткосрочной перспективе проекты.

3) Приобретение бирж из соседних стран и работа по местным правилам. Наиболее вероятным консолидирующим игроком по этому сценарию является российская ММВБ. Подобный сценарий основывается в большей степени на подходе с позиций «издержки-выгоды», и наиболее вероятным объектом для первого поглощения может стать Казахстанская фондовая биржа в случае акционирования и выхода на рынок крупного пакета ее акций. Однако, такая модель взаимодействия может рассматриваться национальными регулирующими органами как удар по национальному суверенитету. Кроме того, в этой модели у российских бирж меньше конкурентных преимуществ по сравнению со многими западными (а, возможно, и восточными) биржами, которые могут обеспечить доступ к более емкому рынку и более передовым технологиям (например, та же OMX).

4) Постепенное движение в сторону налаживания сотрудничества бирж: от информационного обмена к кросс-листингу. Это более «мягкий» вариант третьего сценария, учитывающий интересы всех игроков. Но по-прежнему основанный на сугубо деловой логике, он не гарантирует, что это сотрудничество будет развиваться в первую очередь с биржами стран ЕвразЭС в силу уже обозначенных выше причин.

Реализация любого из вариантов имеет свои «плюсы» и «минусы», и от того, какой из них будет выбран, зависят перспективы финансовой интеграции в ЕвразЭС в целом, а также перспективы развития трансграничной финансовой инфраструктуры.

Усиление взаимодействия инфраструктурных организаций может стать одним из первых успешных интеграционных проектов в ЕвразЭС и привлечь страны к более глубокому участию в моделях региональной экономической интеграции. Вместе с тем, взаимодействие фондовых рынков может стать одной из основ развития региональной экономической интеграции в целом и формирования трансграничной финансовой инфраструктуры. Интеграция фондовых рынков способствует более эффективному использованию избыточных сбережений в одних странах и привлечению дополнительных инвестиций – в других. При этом за счет расширения рынков для эмитентов снижаются издержки заимствования, а для инвесторов повышаются возможности диверсификации финансового портфеля и тем самым – снижения рисков. Кроме того, средства с интегрированных фондовых рынков могут использоваться для финансирования проектов развития трансграничной инфраструктуры в различных отраслях.