

УДК 336.761 (575.2) (04)

**ИНТЕГРАЦИЯ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ
КЫРГЫЗСКОЙ РЕСПУБЛИКИ В ГЛОБАЛЬНУЮ
ФИНАНСОВУЮ СИСТЕМУ: ПРОБЛЕМЫ РЕГУЛИРОВАНИЯ**

У.Т. Абдынасыров – канд. экон. наук

In given clause the basic tendencies of development of the global market of valuable papers are investigated and the various mechanisms of integration of the stock market of republic in the international and regional financial market, first of all, Central – Asian are offered, and also it is necessary to solve a circle of questions, which for effective regulation.

Активные процессы глобализации экономик открывают новые возможности для стран с формирующимися рынками ценных бумаг в привлечении капитала для развития компаний, новых форм и источников инвестиций для экономики в целом. Страны, испытывающие экономические трудности, могут получить необходимые займы и инвестиции на международном финансовом рынке¹. Развивающиеся страны, не обладающие достаточными инвестиционными ресурсами, привлекая иностранные капиталы, осуществляют инвестиции без чрезмерного ограничения потребления. Инвесторы, приобретая активы разных стран, имеют возможность снизить ценовые риски и направить сбережения для наиболее эффективного использования, что становится возможным благодаря быстрой

трансформации, обусловленной технологическими нововведениями и глобализацией рынка. Страны с формирующимися рынками достигли значительного прогресса в инфраструктуре рынка, учреждениях, регулировании. Были установлены компьютеризированные торговые системы с расширенными возможностями. Поэтому вопросы конкурентоспособности отечественного фондового рынка на региональном и глобальном рынках капиталов становятся отдельной задачей государственной политики.

Однако появляются новые риски системного кризиса экономики, основные причины которого зародились в других странах. Глобализация финансовых рынков привела к заметному росту волатильности, усилила эффект распространения финансовых потрясений на мировых рынках. Особенно это касается развивающихся стран и стран с переходной экономикой. Ярким примером может послужить влияние Азиатского кризиса 1998 г., который непосредственно стал толчком в развитии финансового кризиса в России. Последствия последнего было ощутимо также и в Кыргызской Республике. В этой связи должны разрабатываться организационные и процедурные механизмы, которые могли бы противостоять таким негативным явлениям.

Для торговли товарами и услугами уже не существует государственных границ, но законодательная база ее регулирования еще не об-

¹ Рубцов Б.Б. выделяет четыре этапа мирового хозяйства и мировой валютно-финансовой системы в XX в.: 1) с конца XIX в. до первой мировой войны; 2) период между двумя мировыми войнами; 3) период существования Бреттон-вудской валютной системы (с 1945 г. по 1971 гг.); 4) с начала 70-х годов по настоящее время. Он также дает следующее определение международному фондовому рынку – “система отношений и институтов, складывающихся при межстрановых перемещениях фиктивного капитала”. См.: *Рубцов Б.Б. Мировые рынки ценных бумаг.* – М.: Экзамен, 2002. – С. 203, 218.

рела конкретной формы. Мировая интеграция рынков капиталов, особенно развивающихся рынков, требует большей идентичности в их юридических вопросах, вопросах регулирования и операционных процедурах. При этом приоритетом должно стать обеспечение защиты инвесторов. Регулирование должно быть последовательным и соответствовать принципам политики дерегулирования, либерализации экономики, а также упрощения проведения трансграничных операций с ценными бумагами.

Рост объемов торгов и рыночной капитализации внутреннего фондового рынка отчасти стали возможными в результате привлечения иностранного капитала на фондовый рынок республики и участия иностранных институциональных инвесторов в процессе приватизации.

Стали более унифицированными и эффективными разрешительные системы и системы урегулирования спорных моментов, поскольку во многих государствах издаются законы и правила, отвечающие единообразным требованиям и учреждаются независимые регулирующие агентства с соответствующими схожими полномочиями.

Следует проводить совместную работу по определению адресатов в других странах, заинтересованных в фондовом рынке Кыргызстана и касающихся вопросов международной торговли. Значительная консолидация в индустрии финансовых услуг размывает границы между банковским делом, страхованием и фондовым рынком. Эта консолидация требует расширенного сотрудничества между регуляторами, даже в пределах одной отрасли. В мировой практике уже нет понятия “внутренних” рынков, по своей природе индустрия становится глобальной потому, что эмитенты наращивают капитал там, где угодно и дешевле, а инвесторы вкладывают свои деньги туда, где это наиболее выгодно.

Для того чтобы быть конкурентоспособными на мировом рынке важны инновации, а регулирующая структура должна эти нововведения поддерживать и стимулировать. На каждом уровне финансовой структуры необходим менеджмент по управлению рисками, который недостаточно развит в нашей республике (такое положение в целом характерно для развивающихся рынков), а также внедрение новых

финансовых разработок и развитие финансового проектирования.

Глобализация обусловила появление некоторых перемен, связанных в первую очередь с новыми технологиями, поскольку является основной движущей силой на рынке. Большую роль в этом процессе играет быстрое развитие компьютерной сети Интернет. Подобные достижения ставят перед регуляторами определенные трудности. Однако здесь нужно формировать одинаковый подход в отношении метода регулирования, который бы смог работать в любом государстве.

Анализ влияния глобализации и технологической инновации показывает, что успешные компании развивающихся рынков способны получить капитал на более дешевых условиях на мировом рынке. Сегодня одни и те же инструменты все шире торгуются на различных рынках различных стран. Самой интернациональной фондовой биржей мира остается Лондонская. В конце 90-х годов здесь прошли листинг примерно 2400 эмитентов акций, из которых около 500 – иностранные. Доля иностранных акций в общем объеме оборота торговли акциями на этой бирже в 90-е годы составляла примерно 40%. Известно, что оборот торговли акциями многих континентальных эмитентов (Бельгии, Швеции, Нидерландов, Голландии) на Лондонской фондовой бирже больше, чем этими же акциями на национальных фондовых биржах¹. Хотя опыт Лондонской фондовой биржи, наверное, больше исключение, чем правило.

Совместное владение рынками, объединения, альянсы и партнерства между биржами, сотрудничество между регуляторами – все это сегодня часть международной экономической действительности. Подобные партнерства становятся значительными, прежде всего, для стран с формирующимися рынками, поскольку позволяют снизить затраты и предложить больший набор услуг для своих клиентов.

Международные эксперты отмечают, что в скором будущем роль местных фондовых рынков резко изменится. Типичные источники доходов, такие как оплата за листинг и прочие, не будут более являться основными, и поэтому

¹ Рубцов Б.Б. Мировые рынки ценных бумаг. – М.: Экзамен, 2002. – С. 207.

необходимо думать о новых видах услуг, которые могут принести дополнительный доход. На практике же, в связи с политическими, социальными и экономическими различиями довольно сложно сделать такие структуры функциональными. Большое количество различий в регулировании делает межгосударственную процедуру согласования весьма затруднительной. Даже в Европе процесс интеграции развивался десятилетиями.

Однако данная тенденция усиливается. Кыргызская фондовая биржа (КФБ) является членом Федерации Евроазиатских бирж (FEAS), которая включает 21 фондовую биржу, где лидирующую роль играет Стамбульская фондовая биржа. Различные объединения в основном имеют одинаковые миссии и задачи¹.

Посредством альянсов и партнерств биржи пытаются создать общие торговые площадки, процедуры, листинговые стандарты, требования, предъявляемые к формированию капитала, квалификации для финансовых посредников и системы менеджмента по управлению рисками. Международная федерация фондовых бирж (FIBV) является самой крупной коммерческой организацией на рынке ценных бумаг. FIBV играет главенствующую роль в процедуре межгосударственного согласования (международная торговля, публичные предложения) и лоббирования интересов рынка. FIBV также поддерживает развивающиеся рынки в их работе по глобализации стандартов. Другие международные организации, такие как Международный комитет по стандартам бухгалтерского учета, Международная организация комиссий по ценным бумагам (IOSCO) проводят совместную работу по со-

¹ Например, миссия FEAS заключается в создании справедливой, эффективной и прозрачной рыночной среды с легко преодолимыми препятствиями допуска к торгам или при их полном отсутствии для государств-членов FEAS и регионов, где они оперируют. Согласование правил и процедур регулирования, внедрение новых технологий на рынках членах FEAS, все это значительно облегчит задачи организации по совершенствованию рынков, обеспечению кросс-листинга, предоставлении возможности обращения выпущенных ценных бумаг на территории стран-членов FEAS.

вершенствованию международных стандартов согласования и рыночной интеграции.

В этой связи считаем, что для развивающихся стран с небольшими рынками будет целесообразным объединение торговой площадки в одну региональную международную биржу, где ее эффективность будет основываться на низких тарифах, высоких стандартах обеспечения прозрачности информации и либеральных разрешительных нормах. При этом отметим, что саморегулируемые организации являются лучшей моделью по сравнению с тотальным регулированием комиссий по ценным бумагам. Однако постоянный надзор государственного регулятора необходим для контролирования, прежде всего, конфликта интересов.

Такой подход несколько противоречит позиции “суверенитета” рынка, согласно которой каждая страна должна обладать своей торговой площадкой, но выживают эффективные и конкурентоспособные. Компании, которых интересует привлечение инвестиций, выберут в конечном итоге наиболее ликвидные и эффективные торговые площадки. При этом их роль присутствия на неэффективных “суверенных” рынках будет оставаться, но больше символически.

На разных стадиях доработки находятся согласование стандартов бухгалтерского учета, требований листинга, регулирования, квалификации финансовых посредников. Ожидается, что данные изменения принесут эффективность и снизят расходы глобального инвестора. Все эти направления являются важными для развивающихся рынков, поскольку они должны найти свой путь, чтобы выжить в глобальной системе.

Изменяется и традиционная структура собственности бирж, когда требованием являлось наличие специальной пропорциональности и правил принятия решений. Бизнес движется быстрыми темпами, поэтому фондовые биржи должны быть гибкими и быстро принимать решения, а не каждый раз получать одобрение остальных членов организации на внедрения какого-либо нововведения. В настоящий момент актуальным является вопрос возможности преобразования в коммерческие организации, где доступ к торгам должен будет отделен в зависимости от владения рынком. В этой связи регулятор должен будет

проанализировать воздействие реструктуризации членской организации на функции регулирования, в частности на управление конфликтами интересов.

Новые технологии существенно повлияли на финансовые рынки, появились новые типы торговых систем. Это включает автоматизацию существующих фондовых бирж, а также рост новых независимых торговых систем, которые быстро развиваются на международном рынке. Благодаря технологиям происходит быстрая передача информации и уже нет необходимости в непосредственном контакте между сторонами, осуществляющими сделку. Быстрый и дешевый способ доступа к информации зарубежных рынков имеют как индивидуальные, так и институциональные инвесторы. Все это привело к увеличению объемов международной торговли и, следовательно, повысило количество вопросов законодательного плана. Не исключение и фондовый рынок Кыргызстана. Существуют две торговые площадки: Кыргызская фондовая биржа (КФБ) и Биржевая торговая система (БТС). Конкурентоспособность последней альтернативной системы строилась именно за счет снижения затрат за возможность проведения торговых сделок.

Новые технологии сильно повлияли на способы оперирования рынком. Альтернативные торговые системы (АТС) / Электронные коммуникационные сети захватили значительную долю объема торгов традиционных бирж, которыми владеют крупные финансовые посредники с большими финансовыми возможностями и глобально развивающиеся. Новые торговые системы легко установить из-за их низкой стоимости, нет необходимости в торговых залах и в непосредственных контактах для осуществления сделок. Торговые системы выполняют те же задачи, что и биржи, передают приказы от заказчика к исполнителю и происходит сделка, раскрывают на рынке данные о ситуации до торгов и после. Регуляторы заняты микроструктурой торговых систем, их исполнением торговых правил и раскрытия информации о ценах, конкуренции. Владеть и оперировать АТС может один посредник или группа. При этом, они не подпадают под определение “биржи” и, следовательно, не обязаны исполнять аналогичные функции и обязанности.

По сравнению с торговыми системами биржи более зарегулированы, поскольку они обеспечивают процесс торговли и ее централизацию. Им необходимо согласовывать порядок работы с государственным регулятором и поэтому сложно быстро реагировать на изменения рыночной среды, выдерживать конкуренцию и использовать новые деловые возможности. Зарегистрированные биржи должны иметь адекватную способность, должны публично распространять информацию, как до проведения сделок, так и после. Альтернативные торговые системы являются доходными организациями, в то время как биржи в большом числе являются некоммерческими членскими организациями.

Таким образом, неизвестно, кто, в конечном итоге, будет более конкурентоспособным в состязании на выживаемость и поэтому финансовые посредники занимают позиции в нескольких системах.

Развитие данных систем ставит вопрос, каким образом будут регулироваться новые торговые системы. В дополнение к обычному надзору за оператором фондовый рынок будет нуждаться в координации регулирования его операторов по отношению к каждой АТС и поэтому установление минимального набора требований к регулированию обеспечило бы порядок на рынке.

В США, Канаде, Европе, Австралии и даже на некоторых развивающихся рынках быстрый рост новых торговых систем вызвал горячие споры о том, как АТС должны регулироваться. Являются ли они биржами, брокерами или дилерами? Имеют ли они конкурентные преимущества по сравнению с биржами? Становятся ли они все более значимыми, каким образом они могут быть интегрированы в рынки?

В настоящий момент АТС имеют лицензию и соответственно регулируются как брокеры и дилеры, но не как биржа. Поэтому государственному регулятору нужно быть очень внимательным и даже осторожным в своем подходе регулирования, чтобы не воспрепятствовать инновациям и новшествам.

В США определение “биржа” было пересмотрено, ныне понятие “биржа” подразумевает любую организацию, ассоциацию или группу, которая: 1) доставляет приказы как покупателей, так и продавцов; 2) использует установлен-

ные методы и правила, согласно которым эти приказы взаимодействуют друг с другом.

Возможно, также имеется необходимость в существующем законодательстве упрощения определения терминологии фондового рынка и обеспечение гибких возможностей для внедрения современных форм и методов осуществления торговли.

Современные технологии дают возможности для осуществления глобальных и интегрированных рынков, становится реальностью круглосуточное осуществление торгов. Реальное препятствие глобальному рынку может заключаться именно в регулировании, поэтому следует сделать выбор, надо ли более полное применение полномочий регулятора для интегрирования в глобальный рынок и тем самым осуществлять поэтапный переход или обеспечить “открытую” границу для фондового рынка. С одной стороны, Кыргызстан не может предложить достаточное количество финансовых инструментов, которые могли бы заинтересовать глобальный рынок и инвесторов, с другой, инвестиционный потенциал и возможности среднего отечественного инвестора не позволяют им быть активными игроками на глобальном рынке и поэтому не могут быстро интегрироваться.

Существует проблема соответствия стандартов регулирования международной торговли, не существует единого регулятора с полномочиями, распространяющимися на весь глобальный рынок капиталов. Такое сложно было воплотить даже в пределах Европейского Союза (ЕС), несмотря на то, что страны ЕС имеют общую социальную, политическую и экономическую основу. Это единственный регион в мире, который выпустил Директиву по инвестиционным услугам, имеющим силу в нескольких странах. Поэтому регулирование международной торговли может основываться на двух основных подходах. 1. Подход двойного признания: это означает доверие первичному регулятору и будет оно работать только в тех странах, где правила и регулирования аналогичны либо схожи. Большинство развивающихся рынков не попадают в их число, поэтому, очевидно, развитые рынки будут выбирать страны, чье регулирование сравнимо к их рынкам. 2. Подход регистрации биржи: согласно ему, внутренний регулятор использует те же правила и регулирования к ино-

странным так и к внутренним биржам, оперирующим в стране. В данном случае биржи столкнутся с несколькими направлениями регулирования, что делает этот подход дорогостоящим.

Действия по интеграции фондового рынка республики в глобальный финансовый рынок должны основываться, прежде всего, на реализации 30 принципов, рекомендованных Международной организацией комиссий по ценным бумагам (IOSCO), где целями должны быть соответствие “лучшим рынкам”, в увеличении капитала и торговли ценными бумагами, а также в решении трех задач: 1) защита инвесторов; 2) обеспечение гарантии того, что рынки являются справедливыми, эффективными и прозрачными; 3) сокращение системного риска. При этом полное раскрытие информации является самым важным фактором для обеспечения защиты инвесторов, где ключевыми компонентами являются принятие международных стандартов бухгалтерского учета и аудита.

Регуляторы могут защищать рынки и инвесторов от нечистоплотной торговли и манипуляции, устанавливая такую структуру рынка, которая не будет давать преимущества одним над другими. Эффективность может быть достигнута при условии, что необходимая информация распространяется своевременно и это отражается на процессе ценообразования.

К перечисленным основным задачам следовало бы добавить эффективное проведение сделки, честную конкуренцию среди брокеров, дилеров, рынков, прозрачные рынки с легкодоступной информацией, исполнение приказов инвестора без участия дилера. Таким образом, действия государственного регулятора по обеспечению интеграции фондового рынка в глобальный финансовый рынок должны основываться на соблюдении следующих основных категорий принципов:

I. Регулятор должен иметь четкие полномочия, независимость, адекватную власть, последовательный процесс регулирования и высокие профессиональные стандарты.

II. СРО осуществляет надзор, основанный на справедливости и поднадзорности регулятору.

III. Применение регулирования должно основываться на всестороннем осмотре, расследовании и надзоре, применении власти.

IV. Международное сотрудничество в регулировании должно основываться на информировании как внутренних, так и иностранных партнеров, установлении механизмов по доступности информации, помощи зарубежным регуляторам.

V. Эмитенты должны своевременно раскрывать информацию, принимать международные стандарты бухгалтерского учета.

VI. Схемы коллективного инвестирования должны иметь критерии права на избрание, наличие правил, относительно законной формы и структуры, надлежащие методы оценки.

VII. Рыночные посредники должны соблюдать стандарты допуска к рынку, требования капитала, стандарты операционных процедур.

VIII. Вторичный рынок обеспечивает надзор торговых систем, прозрачность, отсутствие манипуляции, менеджмент по управлению рисками, справедливый клиринг и процедуры по урегулированию.

Выше отмечалось, что фондовый рынок республики, при своем малом объеме и ограниченном числе финансовых инструментов, имеет достаточный уровень развития инфраструктуры. Поэтому целесообразно принятие специальных мер для достижения стратегической цели формирования и интеграции фондовых рынков Центральноазиатского региона в единое образование. По причине отсутствия механизмов, рычагов, конкретных мер, направленных на более тесное сотрудничество, между фондовыми рынками данных стран отсутствуют конкретные отношения.

Интеграционные процессы могли бы осуществляться по таким направлениям, как осуществление гармонизации и унификация законодательства; создание общей инфраструктуры рынка ценных бумаг; снятие административных барьеров для выхода эмитентов, профессиональных участников и других участников рынка на единый фондовый рынок.

Процесс интеграции фондовых рынков стран Центральной Азии мог бы осуществляться на основе следующих мероприятий.

1. Заключение соглашений о признании ими лицензий профессиональных участников рынка ценных бумаг Кыргызской Республики и квалификационных свидетельств их специалистов.

2. Гармонизация законодательства на основе международного соглашения в определенной форме рекомендаций.

3. Разработка и реализация единых принципов, правил регулирования деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг, включающие: а) систему допуска к осуществлению профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг; б) формирование единообразных принципов деятельности на организованном рынке ценных бумаг (построение систем листинга и раскрытия информации, организации торговли и контроля сделок с ценными бумагами); в) надежный учет прав собственности на ценные бумаги.

4. Разработка единых подходов к созданию системы раскрытия информации субъектами фондового рынка.

5. Установление наиболее доступных форм и способов порядка обмена информацией между регуляторами рынков.

Анализ показал важную роль и значение саморегулируемых организаций в процессе регулирования фондового рынка. Этот механизм также мог бы быть полезным в вопросах международной интеграции, поскольку он является традиционным в странах с развитым фондовым рынком и потенциально крупными инвесторами. Рынкам надо предлагать оперировать с минимальным вмешательством регуляторов. Инвесторы и эмитенты чувствуют себя уверенно, участвуя в сделках фондовой биржи, только если им может быть гарантировано, что сделки проводятся в соответствии с определенным сводом правил. Потребуется менеджмент по управлению рисками и мониторинг на глобальном уровне. Необходим консолидированный риск финансовых посредников и своевременное распространение информации. Необходимо формирование однородности правил, процедур и т.д. на нескольких территориях. Согласование не должно означать, что каждая страна теряет законодательную и регуляторную индивидуальность. Если нормы развивающихся рынков будут проигрывать по отношению к нормам развитых стран, им будет сложно интегрироваться в глобальную финансовую систему и соответственно конкурировать на современном международном рынке капиталов.