

МИНИСТЕРСТВО ОБРАЗОВАНИЯ РЕСПУБЛИКИ БЕЛАРУСЬ

БЕЛОРУССКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ УНИВЕРСИТЕТ

ФАКУЛЬТЕТ МЕЖДУНАРОДНЫХ ОТНОШЕНИЙ

Кафедра международных экономических отношений

СУТЬКО

Алексей Сергеевич

**ОПЫТ ФОРМИРОВАНИЯ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ В СТРАНАХ С
МАЛОЙ ОТКРЫТОЙ ЭКОНОМИКОЙ И ЕГО ПРИМЕНЕНИЕ В
РЕСПУБЛИКЕ БЕЛАРУСЬ**

Дипломная работа

Научный руководитель –
кандидат экономических наук,
доцент Е.В. Столярова

Допущен к защите

«__» _____ 2022 г.

Зав. кафедрой международных экономических отношений
кандидат экономических наук, доцент Н.В. Юрова

Минск, 2022

ОГЛАВЛЕНИЕ

ВВЕДЕНИЕ.....	6
ГЛАВА 1. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ В СТРАНАХ С МАЛОЙ ОТКРЫТОЙ ЭКОНОМИКОЙ.....	8
1.1 Рынок ценных бумаг: сущность, роль и функции в национальной и мировой экономике.....	8
1.2 Участники и структура рынка ценных бумаг	14
1.3 Роль государства в формировании и развитии рынка ценных бумаг.....	19
1.4 Особенности стран с малой открытой экономикой, влияющие на функционирование рынка ценных бумаг	24
ГЛАВА 2. ФОРМИРОВАНИЕ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ В СТРАНАХ С МАЛОЙ ОТКРЫТОЙ ЭКОНОМИКОЙ.....	28
2.1 Текущее состояние, опыт формирования и тенденции развития рынка ценных бумаг в странах Западной Европы с малой открытой экономикой	28
2.2 Текущее состояние, опыт формирования и тенденции развития рынка ценных бумаг в странах Центральной и Восточной Европы	40
2.3 Текущее состояние, опыт формирования и тенденции развития рынка ценных бумаг «азиатских тигров»	51
ГЛАВА 3. ПРИМЕНЕНИЕ ОПЫТА СТРАН С МАЛОЙ ОТКРЫТОЙ ЭКОНОМИКОЙ В РАЗВИТИИ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ В РЕСПУБЛИКЕ БЕЛАРУСЬ	62
3.1 Текущее состояние рынка ценных бумаг в Республике Беларусь.....	62
3.2 Проблемы развития рынка ценных бумаг в Республике Беларусь.....	68
3.3 Перспективы применения опыта стран с малой открытой экономикой в Республике Беларусь	71
ЗАКЛЮЧЕНИЕ	74
СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ	76

РЕФЕРАТ

Дипломная работа: 71 с., 22 рис., 8 табл., 82 источников.

Ключевые слова: РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ, МАЛАЯ ОТКРЫТАЯ ЭКОНОМИКА, ЦЕННЫЕ БУМАГИ, БИРЖЕВОЙ РЫНОК, ВНЕБИРЖЕВОЙ РЫНОК, АКЦИИ, БИРЖЕВОЙ ОБОРОТ, ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫЕ ИНВЕСТОРЫ.

Объект исследования: рынки ценных бумаг в странах с малой открытой экономикой.

Цель: изучение теоретических основ функционирования и путей формирования рынков ценных бумаг в странах с малой открытой экономикой и определение путей применения опыта зарубежных стран в развитии рынка ценных бумаг Республики Беларусь.

Методы исследования: общенаучные методы (анализ, синтез, научная абстракция, индукция, дедукция и др.), аналитический метод, системный подход, сравнительный анализ.

Полученные результаты и их новизна: в результате исследования сделаны выводы о текущем состоянии, опыте формирования и тенденциях развития рынков ценных бумаг в странах с малой открытой экономикой Западной, Центральной и Восточной Европы и стран «азиатских тигров». Изучено текущее состояние и проблемы развития рынка ценных бумаг Республики Беларусь и сформулированы предложения по развитию рынка ценных бумаг Республики Беларусь на основе опыта вышеперечисленных стран. В частности, предложены следующие направления развития белорусского рынка ценных бумаг: стабилизация макроэкономических колебаний экономики, разработка государственной стратегии по повышению финансовой грамотности населения, развитие биржевого рынка ценных бумаг, развитие присутствия маркет-мэйкеров, создание институтов коллективного инвестирования, корректировка правил листинга на Белорусской валютно-фондовой бирже, создание альтернативных торговых площадок и возможная интеграция торговой площадки с площадками более развитых фондовых бирж.

Степень внедрения и рекомендации по внедрению: результаты исследования могут использоваться в учебном процессе, для дальнейших научных исследований, а также в работе Министерства финансов Республики Беларусь.

Автор работы подтверждает, что приведенный в ней расчетноаналитический материал правильно и объективно отражает состояние исследуемого процесса, а все заимствованные из литературных и других источников теоретические, методологические и методические положения и концепции сопровождаются ссылками на их авторов.

РЭФЕРАТ

Дыпломная праца: 71 с., 22 мал., 8 табл., 82 крыніц.

Ключавыя словы: РЫНАК КАШТОЎНЫХ ПАПЕР, МАЛАЯ АДКРЫТАЯ ЭКАНОМІКА, КАШТОЎНЫЯ ПАПЕРЫ, БІРЖАВЫ РЫНАК, ПАЗАБІРЖАВЫ РЫНАК, АКЦЫІ, БІРЖАВЫ АБАРОТ, ІНВЕСТАРЫ.

Аб'ект даследавання: рынкі каштоўных папер у краінах з малой адкрытай эканомікай.

Мэта даследавання: вывучэнне тэарэтычных асноў функцыянавання і шляхоў фарміравання рынкаў каштоўных папер у краінах з малой адкрытай эканомікай і вызначэнне шляхоў прымянення вопыту замежных краін у развіцці рынку каштоўных папер Рэспублікі Беларусь.

Метады даследавання: агульнанавуковыя метады (аналіз, сінтэз, навуковая абстракцыя, індукцыя, дэдукцыя і інш.), аналітычны метады, сістэмны падыход, параўнальны аналіз.

Атрыманыя вынікі і іх навізна: у выніку даследавання зроблены высновы аб сучасным становішчы, вопыце фарміравання і тэндэнцыях развіцця рынкаў каштоўных папер у краінах з малой адкрытай эканомікай Заходняй, Цэнтральнай і Усходняй Еўропы і краін "азіяцкіх тыграў". Вывучана сучаснае становішча і праблемы развіцця рынку каштоўных папер Рэспублікі Беларусь і сфармуляваны прапановы па развіццю рынку каштоўных папер Рэспублікі Беларусь на аснове вопыту вышэйпералічаных краін. У прыватнасці, прапанованы наступныя напрамкі развіцця беларускага рынку каштоўных папер: стабілізацыя макраэканамічных ваганняў эканомікі, распрацоўка дзяржаўнай стратэгіі па павышэнні фінансавай адукацыі насельніцтва, развіццё біржавога рынку каштоўных папер, развіццё прысутнасці маркет-мэйкераў, стварэнне інстытутаў калектыўнага інвесціравання, карэкціроўка правіл лістынга на Беларускай валютна-фондавай біржы, стварэнне альтэрнатыўных гандлёвых пляцовак і магчымая інтэграцыя гандлёвай пляцоўкі з пляцоўкамі больш развітых фондавых біржаў.

Вобласць магчымага практычнага прымянення: вынікі даследавання могуць выкарыстоўвацца ў навучальным працэсе, для далейшых навуковых даследаванняў, а таксама ў рабоце Міністэрства фінансаў Рэспублікі Беларусь.

Аўтар працы пацвярджае, што прыведзены ў ёй разлікова-аналітычны матэрыял правільна і аб'ектыўна адлюстроўвае стан доследнага працэсу, а ўсе запазычаныя з літаратурных і іншых крыніц тэарэтычныя, метадалагічныя і метадычныя становішча і канцэпцыі суправаджаюцца спасылкамі на іх аўтараў.

ANNOTATION

Degree paper: 71 p., 22 ill., 8 tab., 82 sources.

Key words: SECURITIES MARKET, SMALL OPEN ECONOMY, SECURITIES, STOCK EXCHANGE MARKET, OTC MARKET, SHARES, EXCHANGE TURNOVER, INSTITUTIONAL INVESTORS.

Object of research: securities markets in countries with small open economies.

Purpose of research: to study the theoretical foundations of the functioning and ways of formation of securities markets in countries with small open economies and to identify ways of applying the experience of foreign countries in the development of the securities market of the Republic of Belarus.

Research methods: general scientific methods (analysis, synthesis, scientific abstraction, induction, deduction, etc.), analytical method, systematic approach, comparative analysis.

Obtained results and their novelty: as a result of the study conclusions were made about the current state, experience of formation and trends of development of securities markets in countries with small open economies of Western, Central and Eastern Europe and the countries of "Asian tigers". The authors have studied the current state and problems of the securities market development in the Republic of Belarus and have formulated some suggestions on the development of the securities market in the Republic of Belarus based on the experience of the countries mentioned above. In particular, the following directions of the Belarusian securities market development have been proposed: stabilization of macroeconomic fluctuations of the economy, working out the state strategy for increasing financial literacy of the population, developing the exchange securities market, developing the presence of market-makers, creating collective investment institutions, adjusting the rules for listing on the Belarusian Currency and Stock Exchange, creating alternative trading platforms and possible integration of trading platforms with platforms of more developed stock exchanges.

Area of possible practical application: the results of the study can be used in the educational process, for further research, as well as in the work of the Ministry of Finance of the Republic of Belarus.

The author of the work confirms that computational and analytical material presented in it correctly and objectively reproduces the picture of investigated process, and all the theoretical, methodological and methodical positions and concepts borrowed from literary and other sources are given references to their authors.

ВВЕДЕНИЕ

Рынки ценных бумаг являются одной из центральных частей финансовой системы практически каждой страны и служат интересам инвесторов, бизнеса и экономики в целом. Рынки ценных бумаг являются площадкой, на которой оптимизируется деятельность инвесторов по купле-продаже определенных финансовых инструментов, позволяя совершать сделки быстро и по справедливой цене.

Без работоспособного рынка ценных бумаг инвесторы могут потратить огромные ресурсы на поиск лиц, компаний и правительств, которые предлагают подходящие инвестиционные возможности. И точно также те, кто заинтересован в привлечении капитала, были бы вынуждены тратить время и ресурсы на его поиск, а не на анализ возможностей его применения.

Развитие рынка ценных бумаг напрямую коррелирует с ростом и развитием мировой экономики. Его появление в первую очередь связано с потребностями реального сектора экономики, так как без дополнительных вливаний капитала, в том числе за счет эмиссии акций и облигаций, создание новых и развитие текущих предприятий было бы невозможно. В связи с этим развитие рынка ценных бумаг является важным условием развития экономики всех наиболее развитых стран мира.

Целью дипломной работы является изучение теоретических основ функционирования и путей формирования рынков ценных бумаг в странах с малой открытой экономикой и определение путей применения опыта зарубежных стран в развитии рынка ценных бумаг Республики Беларусь.

Для выполнения намеченной цели были поставлены следующие задачи:

- изучить теоретические основы функционирования рынка ценных бумаг в странах с малой открытой экономикой, включая сущность рынка, его роль и функции в национальной и мировой экономике;
- изучить структуру рынка и его участников, а также роль государства на рынке ценных бумаг;
- исследовать рынки ценных бумаг в странах с малой открытой экономикой Западной Европы, Центральной и Восточной Европы и странах «азиатских тигров»;
- оценить текущее состояние и проблемы развития белорусского рынка ценных бумаг;
- проанализировать перспективы применения опыта зарубежных стран в развитии рынка ценных бумаг Республики Беларусь.

Объект исследования – рынки ценных бумаг в странах с малой открытой экономикой.

Предмет исследования – опыт формирования рынка ценных бумаг в странах с малой открытой экономикой.

При подготовке дипломной работы были использованы следующие методы исследования: общенаучные методы (анализ, синтез, научная абстракция, индукция, дедукция и др.), аналитический метод, системный подход, сравнительный анализ.

Работа состоит из введения, трех глав, раскрывающих сущность работы, заключения и списка использованных источников. Во введении обосновывается актуальность работы, отражены цель и задачи исследования. Первая глава «Теоретические основы функционирования рынка ценных бумаг в странах с малой открытой экономикой» содержит информацию о сущности, роли и функциях рынка ценных бумаг, его структуре и участниках, роли государства на рынке ценных бумаг. Во второй главе «Формирование рынка ценных бумаг в странах с малой открытой экономикой» проведен анализ состояния, опыта формирования и тенденций развития рынков ценных бумаг стран с малой открытой экономикой Западной Европы, Центральной и Восточной Европы, стран «азиатских тигров». В третьей главе «Применение опыта стран с малой открытой экономикой в развитии рынка ценных бумаг в Республике Беларусь» исследовано текущее состояние и проблемы развития рынка ценных бумаг Республики Беларусь, а также изучены перспективы применения опыта стран с малой открытой экономикой в развитии рынка ценных бумаг Республики Беларусь.

Теоретическую и информационную базу дипломной работы составили труды отечественных и зарубежных авторов по исследуемой теме, издания периодической печати, ресурсы Интернета, статьи и учебные пособия.

ГЛАВА 1

ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ В СТРАНАХ С МАЛОЙ ОТКРЫТОЙ ЭКОНОМИКОЙ

1.1 Рынок ценных бумаг: сущность, роль и функции в национальной и мировой экономике

В современной экономической системе одну из важнейших ролей играют финансовые рынки. Их сущность заключается в способности аккумулировать временно свободные денежные средства и эффективно перераспределять их между участниками рынков, т.е. фактически финансовые рынки представляют собой механизм перераспределения свободных денежных средств между теми, кому нужны денежные средства, и теми, у кого есть свободные денежные средства, при помощи посредников на основе формируемых спроса и предложения [51].

Структура финансового рынка представляет собой систему взаимосвязанных и взаимозависимых сегментов (рынков), торгующих различными финансовыми активами. Существует множество подходов к определению элементов финансового рынка, но все исследователи в обязательном порядке выделяют 2 крупные структурные составляющие: денежный рынок и рынок капиталов (рисунок 1.1).

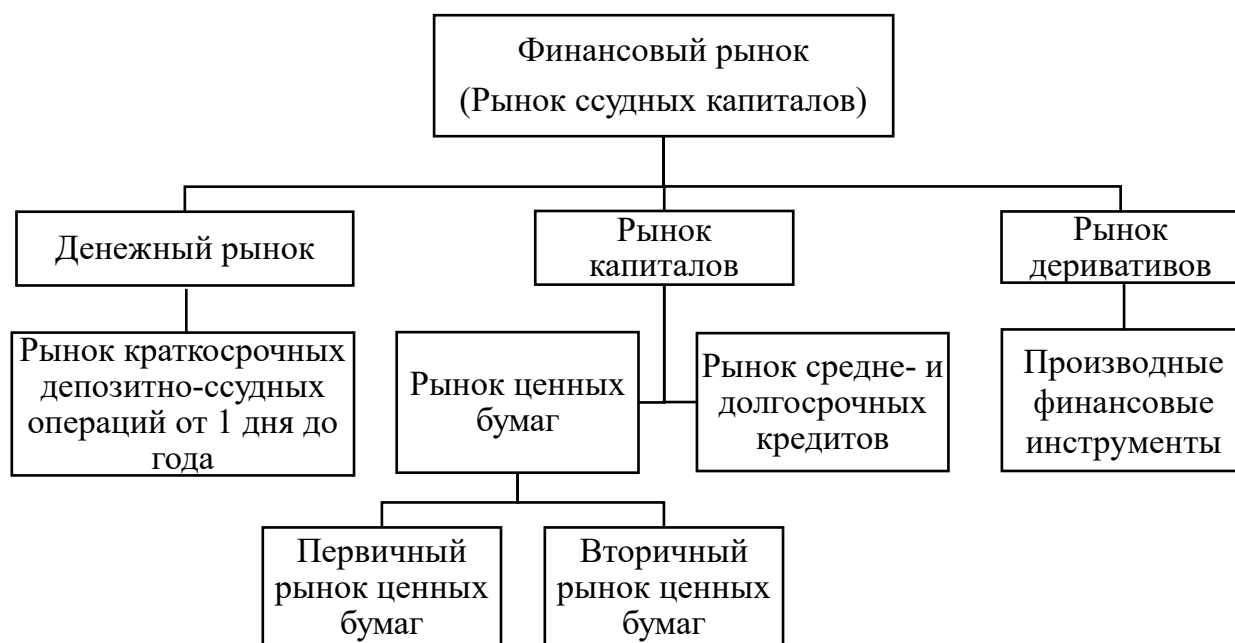


Рисунок 1.1 – Структура финансового рынка

Примечание: собственная разработка на основе [9]

Денежный рынок является площадкой, на которой происходит краткосрочный обмен средств между кредиторами и заемщиками, с целью устранения текущих проблем с ликвидностью. В свою очередь денежный рынок состоит из трех составных частей: учетного, валютного и межбанковского рынков. Для учетного рынка характерны операции с векселями (казначейскими и коммерческими), а также иными видами краткосрочных обязательств. Таким образом можно сделать вывод, что учетный рынок является площадкой обращения большого объема мобильных и высоколиквидных краткосрочных ценных бумаг. Валютные рынки стран вовлечены в процесс обслуживания международного платежного оборота и позволяют совершать сделки по купле-продаже валют на основе спроса и предложения. В свою очередь межбанковский рынок – это площадка, на которой свободные ресурсы финансовых учреждений размещаются на условиях срочности и обращаются между банками, в основном в виде краткосрочных межбанковских депозитов [9].

В структуре рынка капиталов выделяют рынки средне- и долгосрочных кредитов (от 1 до 15 лет), а также рынок средне- и долгосрочных ценных бумаг. Для транснациональных корпораций, транснациональных банков и правительств именно рынок капиталов является наиважнейшим источником долгосрочных инвестиций [45].

Рынок деривативов представляет собой рынок производных финансовых инструментов, образованных на основе инструментов денежного рынка и рынков капитала. Несмотря на то, что рынок деривативов с понятийной точки зрения не до конца «оторвался» от денежного рынка и рынка капиталов (по причине срочности производных инструментов), многие экономисты уже сейчас выделяют его в отдельную составляющую финансового рынка. Изначально рынок деривативов задумывался как эффективная и более дешевая альтернатива страхования рисков во внешнеэкономической деятельности, однако на текущий момент производные финансовые инструменты являются основным источником прибыли финансовых корпораций по всему миру и имеют наибольшие объемы ежедневного оборота среди всех сегментов финансового рынка [9].

Рынок ценных бумаг, как часть рынка капиталов, является площадкой, на которой происходит процесс эмиссии (выпуска) и обращения ценных бумаг, которые имеют стоимостную оценку и могут свободно обращаться как на биржевом, так и внебиржевом рынках [1].

Развитие рынка ценных бумаг напрямую коррелирует с ростом и развитием мировой экономики. Появление рынка ценных бумаг в первую очередь связано с потребностями реального сектора экономики, так как без дополнительных вливаний капитала, в первую очередь за счет эмиссии акций и облигаций, создание новых и развитие текущих предприятий было бы

невозможно. Именно поэтому эффективный рынок ценных бумаг стал важным условием роста экономик наиболее развитых стран мира.

В широком понимании рынок ценных бумаг представляет собой совокупность всех экономических отношений, которые возникают между его участниками во время операций по выпуску и обращению ценных бумаг. В своей сущности рынок ценных бумаг способствует эффективному размещению свободных ресурсов внутри экономической системы. Без работоспособного рынка ценных бумаг инвесторы могут потратить огромные ресурсы на поиск лиц, компаний и правительств, которые предлагают подходящие инвестиционные возможности. И точно также те, кто заинтересован в привлечении капитала были бы вынуждены тратить время и ресурсы на его поиск, а не на анализ возможностей его применения [16].

Важность рынка ценных бумаг выражается в ряде аспектов, которые напрямую отражают его влияние на процессы развития национальной и мировой экономик:

- рынок ценных бумаг – это важная и эффективная площадка мобилизации и предоставления средств предприятиям как частного, так и государственного сектора;
- рынок ценных бумаг играет ключевую роль в аккумулировании свободных денежных средств и преобразовании их в инвестиции в производственные активы с целью улучшения долгосрочных перспектив роста страны. Таким образом рынок ценных бумаг и выступает в качестве одного из основных катализаторов преобразования экономики в более эффективный, инновационный и конкурентоспособный рынок в рамках мировой экономики;
- рынки ценных бумаг также обеспечивают среду управления рисками, позволяя диверсифицировать и хеджировать риски на национальном и мировом рынках;
- хорошо функционирующий рынок ценных бумаг, как и рынок ссудных капиталов в целом, стимулирует развитие честности и открытости экономической среды. Это достигается благодаря тому, что рынок подталкивает участников перенимать строгие принципы корпоративного управления, повышая таким образом качество доступной информации;
- рынки ценных бумаг позволяют получить финансирование для капиталоемких проектов с длительными сроками реализации;
- рынки ценных бумаг позволяют проводить сделки по слиянию и поглощению путем обмена акциями, тем самым упрощая сам процесс заключения сделки;
- рынки ценных бумаг предоставляют простые пути изъятия инвестиций;
- рынки ценных бумаг являются одним из самых простых каналов привлечения прямых иностранных инвестиций и поэтому наличие развитого

рынка необходимо для стимулирования развития национальной экономики [45, 66].

Рынок ценных бумаг имеет существенное значение в обслуживании и развитии национальной экономики, поскольку выполняет множество критических функций, которые могут быть подразделены на общие и специализированные. К общим функциям относятся:

1. Коммерческая функция, которая отражает экономический смысл любого рынка – получение денежной выгоды от проведения операций для всех участников рынка.

2. Формирование справедливых рыночных цен на финансовые активы. На любом рынке формирование цен происходит под действием закона спроса и предложения, однако цена финансовых продуктов рынка формируется так же под воздействием следующих факторов: срока погашения займа (чем более долгосрочен финансовый инструмент, тем выше его цена) и страновых рисков (стабильная и предсказуемая политическая и экономическая ситуация, отсутствие локальных конфликтов создают конкурентное преимущество на рынке и позволяют привлекать средства на более выгодных условиях). Таким образом, на рынке ценных бумаг возникает зависимость между ценой продукта, сроком отвлечения денежных средств и рисками инвестирования. Формирующаяся равновесная цена увязывает интересы инвестора денежных средств и их получателя.

3. Информационная функция, которая заключается в предоставлении участникам рынка своевременной, правдивой, полной и равнодоступной информации, позволяющей принимать взвешенные и обоснованные инвестиционные решения.

4. Регулирующая функция, отражающая назначение рынка ценных бумаг как инструмента, позволяющего регулировать денежные потоки внутри экономики. Примером реализации данной функции является проведение монетарными органами политики по увеличению или сокращению денежной массы в обращении путем совершения операций с государственными ценными бумагами.

5. Контролирующая функция рынка заключается в обеспечении порядка организации и функционирования рынка, а также установлении правил разрешения споров между его участниками [1, 16, 45].

К специализированным функциям относят:

1. Аккумуляция свободных денежных средств и их трансформацию в заемный капитал, т. е. благодаря рынку ценных бумаг сбережения, накопления и иные активы перераспределяются между участниками рынка, инвестируются и превращаются в функционирующий капитал.

2. Функция хеджирования. Уровень неопределенности на рынке ценных бумаг и степень его непредсказуемости гораздо выше, по сравнению с таковыми показателями товарных рынков. Проведение операций всегда связано с валютными, кредитными, страновыми, процентными, политическими и прочими рисками. Ввиду этих факторов рынок ценных бумаг позволяет застраховаться от негативных последствий рисков путем совершения операций с ценными бумагами.

3. Спекулятивная функция. Выполнение этой функции способствует притоку международных инвестиций в эффективные и высокоприбыльные сферы экономики, а также поддерживает ликвидность на рынке. При отсутствии спекулянтов рынок был бы малоэффективным [16, 45].

Рынок ценных бумаг достаточно разнообразен по своей сути, поэтому существует множество критериев классификации, которые определяют сферу рынка, вид торгуемых ценных бумаг и способ торговли.

В зависимости от сферы функционирования рынки ценных бумаг подразделяются на:

- Национальные рынки, которые организовываются и осуществляют свою деятельность внутри конкретной страны. На национальных рынках акторами, как правило, выступают резиденты страны базирования рынка, однако торговля на них может вестись ценными бумагами, выпущенными как в национальной, так и в иностранной валюте.

- Региональный рынок: может быть сформирован в пределах одной территориально крупной страны, или может обслуживать несколько национальных рынков.

- Международный рынок ценных бумаг является площадкой для совершения сделок с ценными бумагами, обслуживающими внешнеэкономическую деятельность контрагентов из разных стран. Благодаря его функционированию происходит эффективное трансграничное перемещение капитала. Для международного рынка характерны крупные объемы сделок, неограниченный доступ для субъектов со всего мира, стандартизация процессов и торгуемых ценных бумаг, а также использование современных средств информационно-коммуникационных технологий [16].

В зависимости от характера обращения ценных бумаг выделяют:

- Первичный рынок, на котором происходит размещение бумаг, выпущенных впервые. Эмитент таким образом привлекает необходимые ресурсы, а инвестор получает возможность приобрести новый финансовый инструмент. Первичное размещение бывает частным или публичным (IPO). При частном размещении финансовая информация о компании не раскрывается и покупателями ценных бумаг становится ограниченный круг лиц. При процедуре

IPO размещение проходит через посредников, раскрывается финансовая информация компании и акции становятся открыты широкому кругу инвесторов.

- Вторичный рынок – это часть рынка ценных бумаг, на которой совершаются сделки купли-продажи с ранее эмитированными ценными бумагами. Вторичный рынок играет важнейшую роль в инвестиционном процессе, т.к. позволяет инвесторам вернуть ранее инвестированные денежные средства путем продажи ценных бумаг по рыночной стоимости, а также получать спекулятивный доход от операций с ними. Таким образом обеспечивается ликвидность оборачиваемых финансовых инструментов, повышается доверие инвесторов к рынку, как площадке по размещению свободных денежных средств, и стимулируется деятельность по размещению ценных бумаг на первичном рынке [1, 16].

В зависимости от способа осуществления торговли рынок подразделяется на:

- Организованный рынок, на котором торговля ведется по строго установленным правилам, выработанным профессиональными участниками. Организованным рынком является биржевой рынок, а также та часть внебиржевого рынка, на которой торговля осуществляется посредством электронных торговых систем.

- Неорганизованный, или внебиржевой рынок, является площадкой для совершения операций купли-продажи ценных бумаг путем прямого контакта между продавцом и покупателем, либо при помощи брокера [16, 45].

В зависимости от срочности исполнения контрактов рынок ценных бумаг подразделяется на:

- Спотовый рынок, представляющий собой сектор рынка, на котором исполнение обязательств по заключенным сделкам происходит непосредственно после заключения сделки (на практике к спотовым относят все сделки, расчёты по которым проводятся не позднее двух рабочих дней с момента заключения сделки).

- Срочный рынок, характеризующийся совершением сделок с ценными бумагами, срок исполнения обязательств по которым отсрочен на определенный временной промежуток. Сделка считается срочной, если расчет по ней проводится не ранее трех рабочих дней с момента заключения, но чаще всего срок заключения срочных сделок на рынке ценных бумаг составляет от одного до нескольких месяцев [1, 16].

В зависимости от эмитента ценной бумаги выделяют:

- Рынок государственных ценных бумаг, функционирование которого направлено на привлечение денежных средств для покрытия государственных расходов, мобилизации денежных средств в обращении, а также проведение эффективной денежно-кредитной политики в рамках национальной экономики.

- Рынок корпоративных ценных бумаг, на котором происходит выпуск и обращение ценных бумаг, эмитентами которых являются юридические лица.

Таким образом, развитие рынка ценных бумаг, как совокупности всех экономических отношений, которые возникают между его участниками во время операций по выпуску и обращению ценных бумаг, является важным условием развития экономики любой страны [16].

1.2 Участники и структура рынка ценных бумаг

Рынки капитала являются связующим звеном между поставщиками капитала и его заемщиками, и отношения между ними поддерживаются различными финансовыми учреждениями, в том числе рынками ценных бумаг.

Всех участников рынков ценных бумаг по их функциональному назначению можно разделить на 3 крупные категории:

- Эмитенты;
- Инвесторы;
- Субъекты, занимающиеся обслуживанием рынка [71].

Эмитентами на рынке выступают юридические лица и органы исполнительной власти, которые активно привлекают средства путем эмиссии и обращения ценных бумаг. В корпоративном секторе наибольшую активность на рынке ценных бумаг проявляют международные корпорации, которые в значительной степени покрывают свои потребности в инвестициях за счет реализации ценных бумаг. Правительства также активно используют ценные бумаги как инструмент привлечения инвестиций. Например, в США около 99% задолженности государства приходится на правительственные ценные бумаги [80].

По данным Всемирной федерации бирж за последние 5 лет сумма капитала, привлеченного путем выпуска и продажи акций и облигаций как частными, так и государственными заемщиками, колебалась в диапазоне от 5,11 до 9,03 триллиона долларов США и в 2021 году составила 9% мирового ВВП. При этом можно заметить, что доля облигаций в общем объеме привлеченного капитала остается стабильной и в среднем составляет 87% от всего объема привлеченного капитала (рисунок 1.2). Ключевой причиной превалирования облигаций по объему привлеченных денежных средств на рынке ценных бумаг является высокая активность государственных заемщиков и корпораций финансового и нефинансового секторов по привлечению денежных средств путем эмиссии облигаций.

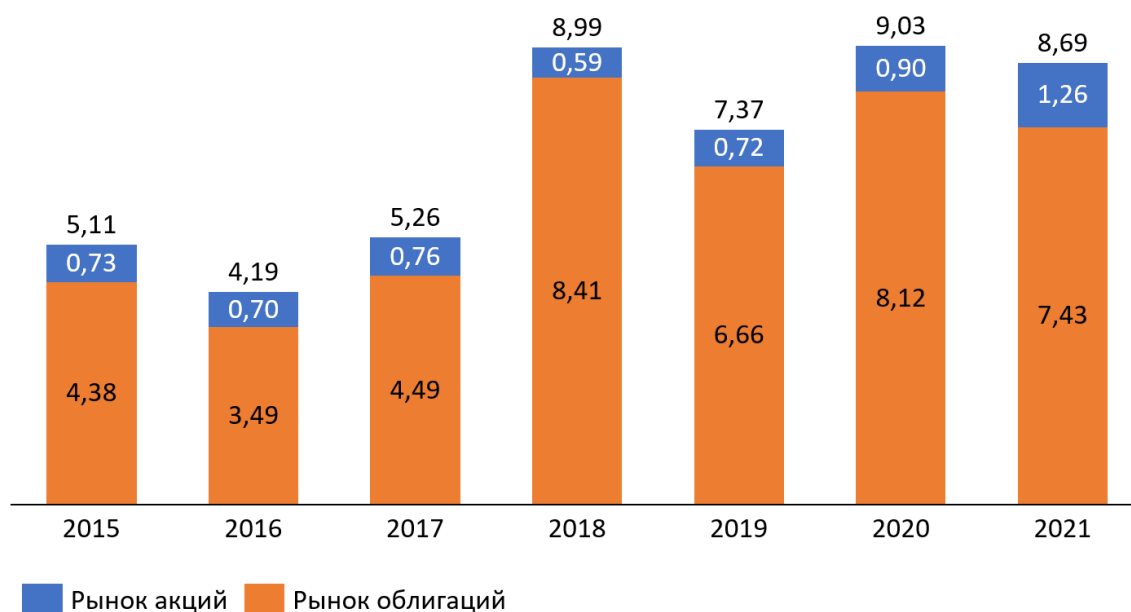


Рисунок 1.2 – Динамика и структура привлеченного капитала на мировом рынке акций и облигаций, трлн. долларов США

Примечание: собственная разработка на основе [73]

Инвесторами на рынке ценных бумаг выступают институциональные инвесторы и физические лица, которые готовы поставлять компаниям и государствам свободные финансовые активы на долгосрочной основе (поэтому их также называют «поставщиками капитала»). Одну из важнейших ролей на рынке ценных бумаг играют портфельные инвесторы, так как они являются одними из крупнейших поставщиков капитала и таким образом стимулируют расширение воспроизводства экономики. Примерами портфельных инвесторов являются пенсионные фонды, страховые компании и институты коллективного инвестирования (например, инвестиционные и хедж-фонды). Тенденция к институционализации финансовых рынков вылилась в то, что роль страховых компаний, инвестиционных, пенсионных и хедж-фондов привела к ориентации инвестиций на фондовые ценности, что, в свою очередь, стимулировало процесс последовательной секьюритизации финансовых потоков. На данный момент около 90% активов инвестиционных инвесторов приходится на ценные бумаги, тем самым определяя портфельных инвесторов в качестве одних из важнейших поставщиков капитала в мире [54].

Субъекты, обслуживающие рынок играют одну из важнейших ролей в функционировании рынка и выполняют посреднические, организаторские и регуляционные функции.

Фондовыми посредниками на бирже выступают брокеры и дилеры. Фондовый брокер – физическое или юридическое лицо, которые выполняет роль биржевого посредника между покупателем и продавцом ценных бумаг. Брокер

является прямым представителем покупателя или продавца и осуществляет деятельность на бирже от имени и за счет клиентов; хранит и использует денежные средства клиента, а также ведет их учет; совершает сделки со всеми видами ценных бумаг за счет клиента и по его поручению; проводит размещение ценных бумаг на бирже; оказывает консультационные услуги клиентам. Фондовые дилеры – профессиональные участники фондовых бирж, занимающиеся куплей и продажей ценных бумаг от своего имени и за свой счет на условиях публичного объявления условий покупки и продажи ценных бумаг. При этом зачастую дилеры совершают крупные сделки со всеми видами ценных бумаг также и на внебиржевом рынке. Дилером может являться исключительно юридическое лицо, которое зарегистрировано как коммерческая организация. Доход от дилерской деятельности формируется из разности цены продажи и покупки ценных бумаг. При этом стоит отметить, что Брокер имеет право заниматься и дилерской деятельностью, однако обязан уведомить об этом своих клиентов [8].

Одну из ключевых ролей выполняют непосредственно организации, которые организуют торговлю ценными бумагами и занимаются учетно-расчётной деятельностью.

Организаторы торговли на рынке ценных бумаг могут осуществлять свою деятельность в виде биржевых и внебиржевых площадок. Организаторы биржевого типа играют ключевую роль в процессе ценообразования ценных бумаг, что обусловлено особенностями биржевого функционирования и открытостью информации. Биржа является классическим примером организатора торговли на рынке ценных бумаг и выступает площадкой для обращения ценных бумаг между инвесторами и эмитентами. В современном понимании биржа – это сложная система торгов, протекающих в электронном режиме между множеством участников, связанных между собой посредством телекоммуникационных технологий. Внебиржевая торговля возникает тогда, когда операции с ценными бумагами осуществляются без привлечения посредников или через банк. Чаще всего внебиржевые сделки совершаются с ценными бумагами, которые не удовлетворяют требованиям размещения на бирже, и поэтому торговаться на биржевом рынке не имеют права. Но иногда на внебиржевом рынке заключаются и крупные адресные сделки на первичном рынке ценных бумаг [2, 8].

Особую роль на рынке ценных бумаг играют расчетно-клиринговые организации. Чаще всего они осуществляют деятельность в таких же организационно-правовых формах, что и коммерческие банки, и в соответствии с законодательством должны иметь лицензию Центрального банка. Однако перечень операций, которые они могут совершать существенно уже, чем у банков: они не имеют права проводить кредитные операции, выступать

инвесторами на рынке ценных бумаг. Ключевые операции, совершаемые расчетно-клиринговыми организациями на рынке, включают следующее:

- сбор и сверка данных по сделкам, которые совершались на рынках, обслуживаемых данной организацией;
- осуществление клиринговых операций (взаимозачета требований) между участниками расчетов;
- проведение расчетных операций на рынке ценных бумаг;
- осуществление контроля за перемещением ценных бумаг по итогам совершенных сделок;
- предоставление гарантий исполнения заключенных биржевых контрактов (с этой целью расчетно-клиринговая организация формирует специальные фонды, размер которых устанавливается контролирующими государственными органами);
- документационное оформление совершенных на бирже сделок [8].

Иногда расчетно-клиринговые организации расширяют спектр оказываемых биржевым игрокам услуг и оказывают также и депозитарные услуги.

Депозитарий – это организация, которая выполняет роль хранилища сертификатов ценных бумаг, а также ведет учет прав собственности на ценные бумаги. По законодательству депозитарием может являться исключительно юридическое лицо. Основными функциями депозитария являются ведение счетов клиента (депонента), хранение сертификатов ценных бумаг и исполнение роли связующего звена между эмитентами и инвесторами. Последняя функция подразумевает под собой передачу депоненту предназначенной ему информации и способствование инвестору в получении причитающегося по депонированным ценным бумагам дохода. Таким образом эти обязанности снимаются с эмитента, тем самым делая процесс исполнения обязательств эмитентом более простым [8].

Одна из важнейших постпродажных ролей на рынке ценных бумаг отводится регистратору. Основная обязанность регистратора заключается в составлении и ведении актуального реестра владельцев ценных бумаг. Ключевая задача регистратора состоит в том, чтобы в нужный момент предоставить эмитенту точный перечень держателей ценных бумаг, чтобы тот мог исполнить свои обязательства перед владельцами этих ценных бумаг. Роль регистратора может исполняться как эмитентом, так и сторонней организацией, однако при наличии свыше 50 инвесторов, регистратором по законодательству может являться исключительно сторонняя организация [71].

Отдельно в механизме функционирования рынка ценных бумаг стоит выделить инвестиционные банки. В качестве своей основной функции они помогают корпорациям получить долговое финансирование путем поиска

инвесторов для корпоративных облигаций. Роль инвестиционного банка заключается в консультировании, андеррайтинге и сопровождении уже после первичного размещения ценных бумаг. Инвестиционные банки также зачастую ответственны за изучение финансовой отчетности компании на предмет ее прозрачности и соответствия [13].

Суммируя всю вышеизложенную информацию, можно сделать вывод, что эмитенты и инвесторы напрямую связаны с обслуживающими организациями и успешная торговля зависит от всех трех групп участников рынка ценных бумаг (рисунок 1.3).



Рисунок 1.3 – Участники рынка ценных бумаг

Примечание: собственная разработка на основе [67]

Особенностью торговли на рынке ценных бумаг является специфический характер сделок купли-продажи, поскольку каждая из них опосредуется

специальными институтами. Схематично структура рынка ценных бумаг выглядит следующим образом (рисунок 1.4):

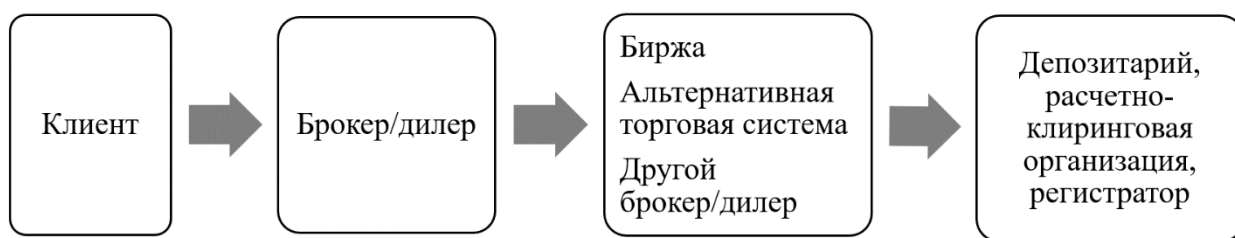


Рисунок 1.4 – Структура рынка ценных бумаг

Примечание: собственная разработка на основе [71]

Стоит отметить, что на протяжении всей цепочки деятельность игроков рынка ценных бумаг подчинена определенным нормам и правилам, которые устанавливаются регулируемыми институтами.

Выделяют два уровня регулирования: государственное регулирование и саморегулирование. Направлениями государственного регулирования (регулирования первого уровня) являются установление требований, обязательных к исполнению всеми участниками рынка, выдача лицензий профессиональным игрокам на рынке, контроль за соблюдением правил и пресечение деятельности организаций, которые осуществляют деятельность на рынке без лицензии.

Вторым уровнем регулирования является саморегулирование, которое организовывается путем создания организаций, которые осуществляют самостоятельное регулирование своей деятельности на основе законодательства. К саморегулируемым организациям относят, например, биржи, клиринговые организации и различные агентства и ассоциации, связанные с рынком ценных бумаг [8].

Таким образом можно сделать вывод, что рынок ценных бумаг представляет собой сложную экосистему, каждое из звеньев которой играет свою важную роль и напрямую влияет на эффективность деятельности рынка.

1.3 Роль государства в формировании и развитии рынка ценных бумаг

Государство, как основной регулятор экономики на национальном уровне, заинтересованно в развитии рынка ценных бумаг, который напрямую влияет на степень экономического развития страны и благосостояние экономических субъектов.

Государство на рынке ценных бумаг выступает в нескольких ролях:

- государственные органы через рынок ценных бумаг активно проводят денежно-кредитную политику: осуществляют монетарные интервенции и привлекают внешнее финансирование. Эффективное функционирование рынка ценных бумаг позволяет увязать использование монетарных инструментов с достижением операционных целей;
- в качестве регулятора определенный государственный орган (часто центральный банк) несет ответственность за надежное и справедливое функционирование рынка ценных бумаг. Принятие правил влияет на ключевые аспекты структуры рынка, включая посредников, которые работают на рынке, их капитализацию, масштабы их деятельности, степень защиты инвесторов;
- государство также может играть важную роль в развитии институтов на рынке ценных бумаг, поскольку устойчивая структура рынка необходима для его эффективного функционирования. Центральный банк может формировать центральный депозитарий, обеспечивать функционирование системы сравнения и сопоставления сделок;
- государственные органы, как участники процесса финансовой либерализации, разделяют общие интересы в развитии эффективных рынков ценных бумаг для наилучшего достижения макроэкономической стабильности, либерализации процентных ставок и формирования рынков капитала [3].

Общими целями, которые преследуются всеми государственными органами, являются эффективное выявление цен и ликвидные рынки государственных бумаг. Достижение этих целей требует наличия эффективных рыночных структур, и частный сектор, особенно на начальном этапе, не всегда может справиться с построением эффективных институтов.

Во-первых, зачастую корыстные интересы посредников (или групп посредников) могут поддерживать неэффективные рыночные структуры.

Во-вторых, некоторые элементы рыночной структуры (например, электронные торговые сети, клиринговые и расчетные системы, информационные системы) могут быть слишком дорогими для участников рынка. Обеспечение этих элементов может рассматриваться как общественное благо, приносящее пользу всем клиентам биржи и финансовому сектору в целом

(способствуя развитию безопасных и эффективных каналов для сбережений и инвестиций).

В-третьих, в случае развивающихся стран и стран с переходной экономикой, где финансовые рынки менее развиты, активная роль властей в стимулировании эффективной организации и функционирования рынка может стать мощным катализатором развития рынков государственных и корпоративных ценных бумаг.

В-четвертых, поскольку государство является активным игроком рынка государственных ценных бумаг, то цели и предпочтения властей требуют учета при выработке структуры рынка [10].

Таким образом на стадии формирования рынка государство может выступить своеобразным катализатором развития, способствующим формированию институтов и правовой базы, необходимой для работы рынка.

Вся экосистема рынка ценных бумаг функционирует по правилам и регламентам, которые определяются государственным регулятором. Из этого вытекает вторая важнейшая роль государства – регуляторная.

Государственное регулирование бывает двух видов: прямое и косвенное.

К прямым мерам относят принятие различных нормативно-правовых актов, регламентирующих деятельность на рынке ценных бумаг; лицензирование профессиональных игроков рынка ценных бумаг; государственную регистрацию эмитентов и ценных бумаг, обеспечение транспарентности рынка. Перечень косвенных мер включает в себя экономические механизмы, которые есть в распоряжении государства: например, установку правил ввоза и вывоза национальных и зарубежных ценных бумаг; установку финансовых нормативов институциональных инвесторов [3].

Исторически государственное регулирование рынка ценных бумаг с институциональной точки зрения развивалось в 3 направлениях:

1. регулирование путем прямого контроля со стороны правительства (Португалия, Ирландия, Нидерланды);
2. регулирование путем контроля со стороны банковско-финансовых органов (Бельгия, Германия, Дания) [59];
3. регулирование путем создания специализированного учреждения, подконтрольного государству (США, Великобритания, Франция).

Однако стоит отметить, что несмотря на институциональные различия в организации регулирования, все направления преследуют единые цели.

Рассмотрим развитие регуляторной функции государства на рынке ценных бумаг на примере США, как страны с одним из самых развитых рынков. Из-за того, что экономика США играет такую важную роль в мировой экономике, изменения в их политике относительно рынка ценных бумаг напрямую приводят к корректировке политик стран по всему миру.

Вплоть до начала XX века правительство США придерживалось политики невмешательства: правила определялись самими участниками торгов, защита интересов инвесторов и акционеров практически отсутствовала. В связи с этим на рынке укрепилась инсайдерская торговля, манипуляции с ценами на ценные бумаги, финансовые пирамиды. Все это в 1929 году привело к краху фондового рынка и банкротству ряда крупных банков. Это стало поводом к тому, что в 1933 году появляется Закон о ценных бумагах, который положил начало регулированию эмиссионных процессов и обязал компании раскрывать информацию, если торговля их бумагами ведется неограниченным кругом лиц. Затем в 1934 году был принят Закон о фондовых биржах, по которому все профессиональные участники были обязаны зарегистрироваться в Комиссии по ценным бумагам (Securities and Exchange Commission), устанавливались ограничения по торговле на рынке директоров и управляющих компаниями, запрещались манипуляции с ценами акций, ограничивались короткие продажи. Регулирование стало еще жестче, когда в 1938 году была создана Национальная ассоциация фондовых бирж (National Association of Securities Dealers), подконтрольная Комиссии по ценным бумагам, которая была ответственна за контроль над внебиржевыми сделками [59].

На современном этапе действия правительства в основном направлены на повышение прозрачности операций путем ужесточения обязательств по раскрытию информации, а также повышение ответственности должностных лиц, консультантов, аудиторов.

Внутренним шоком для регуляторной системы США стал кризис на рынке ипотечных облигаций и их производных ценных бумаг. Это привело к тому, что правительство США активно принимает меры, чтобы перенести большую часть внебиржевого рынка на биржевые площадки, повысить защищенность инвесторов, повысить транспарентность совершаемых сделок, а также ужесточить регулирование в отношении крупных банков [59].

Таким образом, можно сделать вывод, что любое государство, заинтересованное в создании эффективного рынка ценных бумаг, исполняя свою регулирующую функцию пытается решить ряд долгосрочных задач:

1. Создание и обеспечение функционирования механизма привлечения частного и институционального капитала, в первую очередь в развивающиеся сферы экономики, а также предприятия, которые нуждаются в инвестиционных вливаниях для развития новых технологий и продуктов, проведения реконструкций, развития производства.

2. Разработка и поддержание эффективной системы финансирования бюджетного дефицита за счет эмиссии долговых ценных бумаг с низким уровнем риска.

3. Обеспечение защиты интересов и прав участников рынка, а также создание действенных механизмов по разрешению возможных споров.

4. Стимулирование дальнейшего развития национального рынка ценных бумаг, как одной из важнейших структурных частей финансовой системы страны; стимулирование увеличения объемов совершаемых сделок с ценными бумагами национальных эмитентов; обеспечение поддержания конкурентных преимуществ национального рынка по сравнению с рынками зарубежных стран.

5. Интеграция национального рынка ценных бумаг в международный рынок ссудных капиталов через имплементацию международных стандартов деятельности, новейших достижений и технологий [10].

Стоит отметить, что государство является уникальным участником рынка ценных бумаг, поскольку помимо роли регулятора государственные органы и институты являются также и активными участниками торгов ценными бумагами.

В первую очередь это подразумевает выпуск государственных долговых ценных бумаг (государственных облигаций), с целью привлечения средств для компенсации дефицита государственного бюджета. Государственные ценные бумаги пользуются популярностью у институциональных инвесторов и частных инвесторов, придерживающихся консервативной инвестиционной стратегии, поскольку государственные ценные бумаги обладают наименьшим уровнем риска, но, следовательно, и одной из самых малых доходностей.

Рассмотрим мировой рынок государственных облигаций за последние 7 лет (рисунок 1.5).

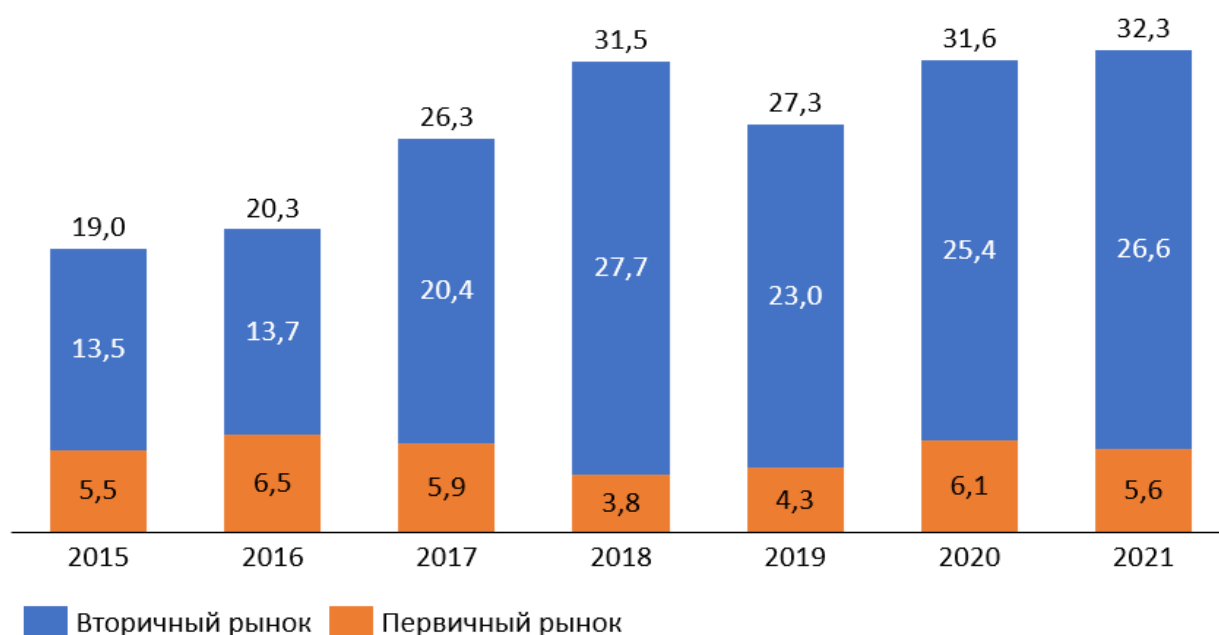


Рисунок 1.5 – Количество торгуемых выпусков государственных облигаций на мировом рынке, тыс. штук

Примечание: собственная разработка на основе [73]

Из данных Всемирной федерации бирж видно, что количество выпусков облигаций, которые находятся в обращении стабильно увеличивалось с 2015 по 2018 год, сократилось в 2019 и достигло максимумов в 2020 и 2021 годах, 31,6 тыс. штук и 32,3 тыс. штук соответственно. Высокие показатели размещения облигаций последних двух лет, вероятно, можно объяснить потребностью государств в дополнительном финансировании государственного бюджета для проведения мероприятий по преодолению последствий пандемии COVID-19 и стимулирования развития национальной экономики. Наибольшее количество первичных размещений государственных облигаций в 2021 году прошло на биржах.

Таким образом можно сделать вывод, что государство на рынке ценных бумаг является уникальным институтом, поскольку оно является не только активным участником, проводящим операции по эмиссии и покупке ценных бумаг в целях проведения монетарной политики и финансирования государственного бюджета, но также вступает и в роли регулятора, создающего правила игры для всех участников рынка.

1.4 Особенности стран с малой открытой экономикой, влияющие на функционирование рынка ценных бумаг

В современной экономической теории общепринято деление стран на «страны с большой экономикой» и «страны с малой экономикой». Однако на сегодняшний день критерии для отнесения страны к одной или другой группе четко не определены.

В своих исследованиях белорусский профессор Давыденко Е. Л. предлагает использовать количественно сравнительный подход, где контрольными параметрами выступает ряд показателей США (страны с большой экономикой).

На основе анализа Давыденко Е. Л. установлены следующие параметры отнесения экономики страны к категории «малая»:

- Площадь государства не превышает 5% территории США,
- Численность населения страны составляет не более 6% населения США,
- Объем ВВП страны составляет не более 5% объема ВВП США,
- Вклад страны в мировой ВВП не превышает 1%,
- Экспортная квота страны превышает 30%,
- Для страны характерен сравнительно высокий показатель величины экспорта на душу населения [4].

В соответствии с приведёнными выше критериями, Давыденко Е. Л. относит к европейским странам с малой экономикой Австрию, Бельгию, Норвегию, Данию, Швейцарию, Швецию, Финляндию.

Традиционно, страны с малой экономикой определяются как страны, которые не могут влиять на мировую экономику в глобальном масштабе, то есть какие-либо конъюнктурные изменения в национальной экономике не вызывают глобальных перемен в мировом масштабе. Фактически, страны с малой экономикой не могут влиять на мировые цены и поэтому являются «ценополучателями» [4].

Различия в величине экономики оказывают существенное влияние на рынок ценных бумаг конкретной страны и должны приниматься во внимание при разработке стратегии развития рынка ценных бумаг. Например, модель развития рынка ценных бумаг в США, Китае, Великобритании, Германии будет кардинально отличаться от модели развития в таких странах как Швеция, Польша и Сингапур. К одним из ключевых отличий можно отнести существенные различия в объеме доступного инвестиционного капитала.

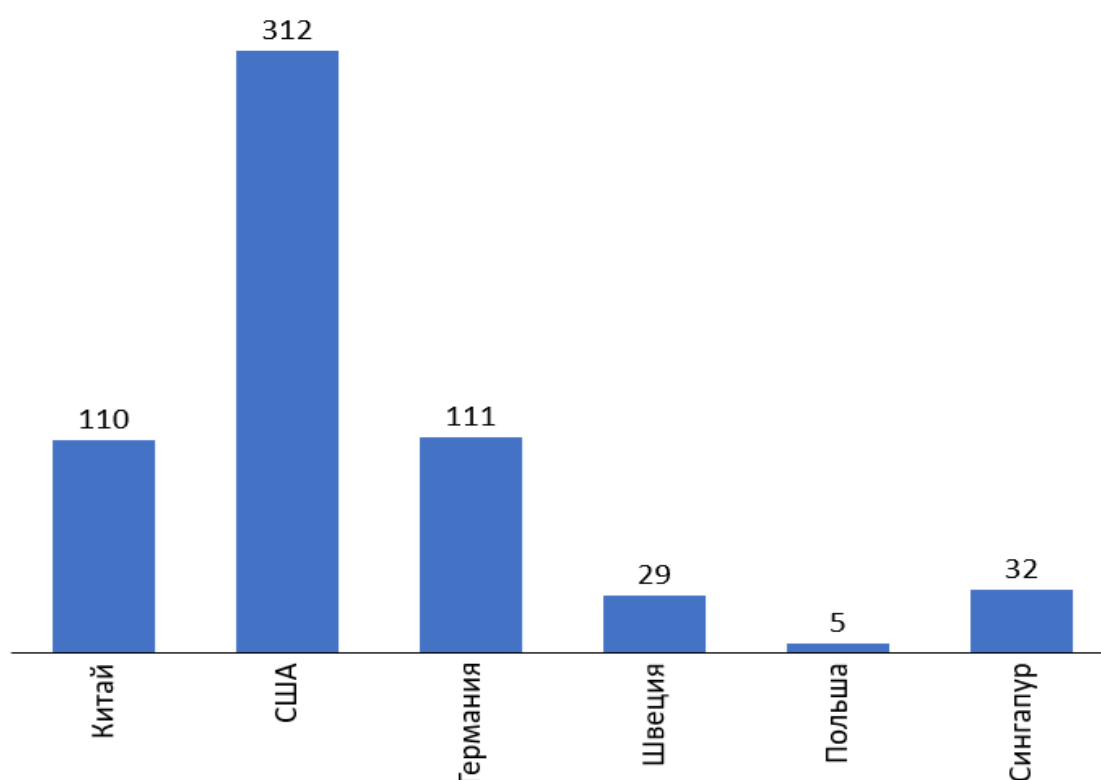


Рисунок 1.6 – Чистый отток прямых иностранных инвестиций в 2020 году, млрд. долларов США

Примечание: собственная разработка на основе [81]

На основе данных Всемирного Банка по чистому оттоку прямых иностранных инвестиций в 2020 году можно заметить, что чистый отток из стран с большой экономикой существенно превосходит сопоставимые показатели стран с малой открытой экономикой. Например, чистый отток из США в 9,75 раз превысил отток из Сингапура и в 62,4 раза отток из Польши. На основе этих данных можно сделать вывод, что объем свободного инвестиционного капитала в странах с малой открытой экономикой существенно ниже объема в странах с большой экономикой. Это является одним из определяющих факторов развития рынка ценных бумаг, так как наличие свободного капитала напрямую влияет на эффективность рынка ценных бумаг. Таким образом, страны с малой открытой экономикой вынуждены привлекать зарубежных инвесторов для участия в торгах, в то время как страны с большой экономикой способны удовлетворить потребности в капитале за свой счет.

Также рынок ценных бумаг зависит от количества обращающихся на биржевом и внебиржевом рынках акций. Гипотеза о том, что в странах с большой экономикой на бирже котируются акции большего числа эмитентов, подтверждается данными Всемирного банка.

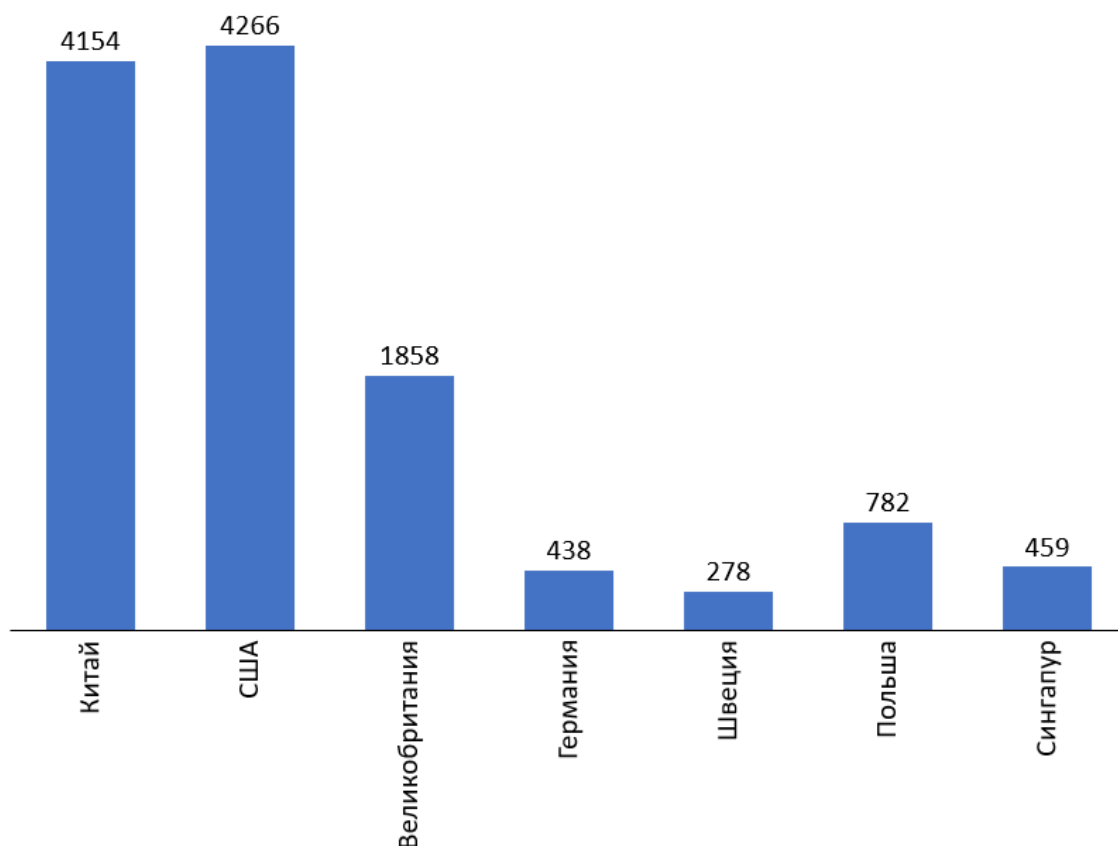


Рисунок 1.7 – Количество отечественных компаний, чьи акции торгуются на бирже, 2020 год, штук

Примечание: собственная разработка на основе [81]

На основе данных рисунка 1.7 видно, что количество компаний, прошедших процедуру листинга на бирже в Китае, США и Германии существенно больше количества компаний, чьи акции котируются на биржах в Швеции, Польше и Сингапуре. Это напрямую влияет на деятельность биржи и рынка ценных бумаг в целом, поскольку предоставляет либо большой, либо маленький выбор инвестиционных продуктов.

Изучение в работе опыта стран с малой открытой экономикой обосновано тем, что Республика Беларусь также является страной с малой открытой экономикой.

В рамках дипломной работы было принято решение рассмотреть опыт стран с малой открытой экономикой Западной, Центральной и Восточной Европы, а также стран «азиатских тигров» в построении и развитии рынков ценных бумаг.

Для выбора стран с малой открытой экономикой было принято решение использовать рейтинг глобальных финансовых центров GFCI, который публикуется 2 раза в год. На его основе в регионе Западной Европы было принято решение проанализировать рынки ценных бумаг Нидерландов, Швейцарии и Швеции, в регионе Центральной и Восточной Европы – Чехии, Польши и Венгрии. Также были проанализированы рынки ценных бумаг стран «азиатских тигров»: Тайваня, Гонконга и Сингапура.

ГЛАВА 2

ФОРМИРОВАНИЕ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ В СТРАНАХ С МАЛОЙ ОТКРЫТОЙ ЭКОНОМИКОЙ

2.1 Текущее состояние, опыт формирования и тенденции развития рынка ценных бумаг в странах Западной Европы с малой открытой экономикой

Понятие малой открытой экономики подразумевает под собой экономику небольшого государства, доля которой на мировом рынке невелика и конъюнктурные изменения в которой не оказывают влияния на мировую экономику. Следовательно, страна с малой открытой экономикой принимает как данность мировые цены, ставку процента и т.д. и не может влиять на них.

Рынок ценных бумаг является одной из неотъемлемых частей финансового рынка, и зачастую концентрируется в определенном финансовом центре в рамках конкретной страны. Таким образом развитость финансового центра в рамках конкретной страны иллюстрирует развитость национального рынка ценных бумаг. Поэтому при выборе стран с малой открытой экономикой для анализа использовался рейтинг крупнейших международных финансовых центров GFCI (Global Financial Centres Index). В целях объективности при расчете индекса используется диверсифицированный набор факторов, которые напрямую связаны с деятельностью финансового рынка: состояние финансовой инфраструктуры, макроэкономическая и политическая обстановка в стране, эффективность государственного регулирования финансового рынка, сбалансированная валютная политика, степень интегрированности внутреннего рынка капитала в глобальный рынок, качество и емкость трудового капитала, уровень развития социальной и бизнес-инфраструктуры [78].

31 версия рейтинга для региона Западная Европа, опубликованная 24 марта 2022 года, представлена в таблице 2.1.

Таблица 2.1 – Рейтинг крупнейших международных финансовых центров Западной Европы.

Название финансового центра	Рейтинг в GFCI 31	Рейтинг в GFCI 30	Изменение рейтинга	Страна	Размер экономики
Лондон	2	2	–	Великобритания	большая
Париж	11	10	– 1	Франция	большая

Окончание таблицы 2.1.

Франкфурт	16	14	– 2	Германия	большая
Мадрид	18	24	+ 6	Испания	большая
Амстердам	19	17	– 2	Нидерланды	малая
Цюрих	20	21	+ 1	Швейцария	малая
Эдинбург	21	22	+ 1	Великобритания	большая
Женева	25	20	– 5	Швейцария	малая
Стокгольм	26	26	–	Швеция	малая
Люксембург	27	23	– 4	Люксембург	малая

Примечание: собственная разработка на основе [78].

На основе представленного рейтинга для дальнейшего анализа были выбраны три страны, в которых расположены финансовые центры с наибольшим рейтингом: Нидерланды, Швейцария и Швеция.

Нидерланды

Нидерланды сыграли решающую роль в развитии современных финансовых рынков. Голландская Ост-Индская компания считается первым акционерным обществом, поскольку она объединила средства частных инвесторов для распределения затрат и рисков, связанных с дальними морскими путешествиями. Таким образом, в случае неудачи плавания каждый инвестор понес бы лишь небольшие убытки, а не большие потери голландского государства. Взамен каждый инвестор получал долю будущей прибыли. Успех этой модели во многом способствовал тому, что к середине XVII века Нидерланды стали ведущей финансовой державой [12].

Амстердамская фондовая биржа была основана в 1602 году Голландской Ост-Индской компанией для работы с печатными акциями и облигациями компании. Голландскую Ост-Индскую компанию отличало от аналогичных современных предприятий (таких как Британская Ост-Индская компания) не взаимное распределение рисков между несколькими инвесторами, а то, как инвесторы могли продать свою долю в компании другим инвесторам. Это создало вторичный рынок для перепродажи ценных бумаг компании, что привело к формированию того, что считается первой в мире узнаваемой «современной» фондовой биржей.

На самом начальном этапе формирования нидерландского рынка ценных бумаг можно выделить ряд факторов, которые были необходимы для развития и становления эффективного рынка:

- Главенствование принципа свободной торговли. Pieter de la Court в 1662 году в одном из своих трактатов написал: «Каждый имеет право быть полностью свободным в том, какие товары ему производить и какими

торговать». Эта свобода была частью гражданских свобод на равне с выбором религии, гражданства, образования.

- Наличие свободного капитала национального и зарубежного происхождения и возможности предоставлять кредит. Это обеспечивалось тем, что порт Амстердама был крупным пунктом транзитной торговли в международных цепочках, что гарантировало движение огромного количества капитала.

- Свободный обмен финансовой информацией. В Амстердаме впервые стали издавать финансовые газеты, в которых указывали курсы ценных бумаг и другую информацию, полезную для инвестора. На момент XVIII века предоставление открытых котировок стало критическим шагом в доступности коммерческой информации [12].

На сегодняшний день, Амстердамская фондовая биржа играет важную роль на мировых рынках, являясь одной из основных составляющих крупнейшей в Европе фондовой биржи Euronext. В 2000 году амстердамская, брюссельская и парижская фондовые биржи объединились, чтобы создать общеевропейскую биржу Euronext [42].

Деятельность Euronext Amsterdam регулируется Законом о финансовом надзоре от 28 сентября 2006 года. AFM (Autoriteit Financiële Markten) и центральный банк «De Nederlandsche Bank» выступают в качестве регулирующего органа для членов Euronext Amsterdam. Они выполняют следующие основные функции:

- контролируют первичный и вторичный рынки ценных бумаг;
- обеспечивают соблюдение рыночных правил;
- контролируют клиринговые и расчетные операции [34].

Финансовый надзор за голландским рынком осуществляет центральный банк Нидерландов, который осуществляет контроль финансовых учреждений и финансового сектора в целом.

Как и на любой бирже, прямой контакт инвестора и заемщика не предусмотрен, и в рамках биржи существует 4 типа посредников: коммерческий или государственный банк, онлайн-брокер, инвестиционный менеджер и ежедневный торговый центр [34].

На сегодняшний день, все биржи Euronext ведут свою работу на мультирыночной платформе под названием Optiq, в которой ведется торговля акциями облигациями и иными ценными бумагами.

Структура и динамика годового оборота Amsterdam Euronext представлена в таблице 2.2.

Таблица 2.2 – Структура и динамика годового оборота Amsterdam Euronext, млрд. евро

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	CAGR
Акции	460,18	534,02	565,79	510,34	671,38	682,42	8,2%
ETF/ETC/ETN	24,83	18,41	21,96	19,82	28,74	24,40	-0,35%
Структурные продукты	5,30	5,41	6,12	4,75	3,48	0,02	-67,24%
Правительственные облигации	0,25	0,19	0,13	0,13	0,18	0,13	-12,26%
Иные облигации	2,37	2,39	2,05	1,96	3,37	1,53	-8,38%
ИТОГО	492,92	560,41	596,05	536,99	707,15	708,50	7,53%

Примечание: собственная разработка на основе [43].

Из таблицы 2.2 видно, что с 2016 по 2021 год объем торгов на бирже увеличился на 44% и составил более 708 млрд. евро в 2021 году. Наибольший объем биржевых торгов в течение последних 6 лет приходится на акции (около 95 % всего оборота). Второе место по объему оборота занимают ETF/ETC/ETN (exchange traded fund/exchange traded commodity/exchange traded note), доля которых колеблется в диапазоне от 3% до 5%. Такие инструменты стали приобретать популярность, так как позволяют инвестировать даже небольшие суммы денег. В конце 2021 на Амстердам приходилось чуть менее трети всего оборота Euronext [43, 46].

По данным на февраль 2022 года на бирже Euronext в Амстердаме котируются акции 185 компаний, среди которых ING group, Philips, Shell и Unilever. Всего на биржах Euronext в шести странах котируются акции 1793 компании. Все биржи Euronext объединены в одну крупную торговую площадку, что позволяет инвесторам беспрепятственно приобретать ценные бумаги эмитентов из разных стран [42].

На бирже создан индекс AEX, рассчитываемый на основе анализа стоимости 25 крупнейших компаний, среди них Heineken, ING Group, Philips, Unilever, Universal Music Group. Он существует с 1978 года и является первым в «Старом свете» индексом, рассчитываемым в реальном времени. Он является широко признанным и многими используется как индикатор состояния экономики Нидерландов [42].

По состоянию на 2022 год в экосистему Euronext интегрированы биржи в Амстердаме, Брюсселе, Лиссабоне, Дублине, Милане, Осло и Париже. Под контролем Euronext также работает альтернативная торговая площадка Euronext Growth, которая позволяет малым и средним компаниям запустить свои акции в обращение перед листингом на традиционной бирже. Однако, эта площадка в

Амстердаме доступна только для торгов внутри системы и не доступна для биржевого листинга [42].

Таким образом можно сделать вывод, что ключевыми факторами успеха рынка ценных бумаг Нидерландов на начальном этапе стали главенство принципа свободной торговли, наличие свободного капитала и открытость финансовой информации. На текущем этапе ключевыми направлениями развития рынка ценных бумаг Нидерландов являются развитие и цифровизация биржевого рынка, развитие альтернативной торговой площадки и углубление интеграции рынков ценных бумаг со странами членами-ЕС.

Швейцария

Что касается Швейцарии, то для небольшой страны с населением всего в 8,6 миллионов, Швейцария в финансовом плане существенно превосходит большинство стран мира. Швейцарский фондовый рынок начал формироваться во второй половине XIX века, когда были основаны биржи в Женеве, Цюрихе и Базеле.

Швейцарский нейтралитет, разумная экономическая политика, низкий уровень инфляции (с 1900 года по 2016 год средний показатель годовой инфляции составил 2,2%, что существенно ниже показателей стран соседей) и сильная валюта укрепили репутацию страны как «тихой гавани». Большая часть всех трансграничных частных активов, инвестированных в мире, по-прежнему управляется в Швейцарии [26, 37].

Швейцария с XVIII века является неотъемлемой частью международного движения капиталов, однако лишь в XX веке произошла трансформация страны в так называемую «сейфовую гавань». Этому во многом поспособствовал крах двух соседних могущественных держав (Германской и Австро-Венгерской) по итогам Первой мировой войны [37].

Швейцарский рынок ценных бумаг во многом также сформировался под влиянием национального бизнеса, который исторически старался избегать внешних заимствований и финансировать свою потребность в капитале путем «самофинансирования», то есть путем эмиссии дополнительных акций и других ценных бумаг и их последующей продажи на рынке. Это все послужило катализатором наращивания финансовой базы и быстрого развития рынка ценных бумаг Швейцарии и, в частности, фондовых бирж. По данным Statista на январь 2022 года Швейцарский рынок акций занимал 6 место в мире по величине с долей в 2,6% [38].

Основным финансовым регулятором в Швейцарии является Швейцарское управление по надзору за финансовыми рынками (FINMA), независимый регулирующий орган, отвечающий за общий надзор за биржами ценных бумаг и швейцарским финансовым рынком в целом. Фондовые биржи в Швейцарии

уполномочены издавать и применять собственные правила, основанные на принципе саморегулирования. Эти правила должны быть утверждены FINMA, которая осуществляет надзор на рынке. В результате эмитенты по многим вопросам регулирования, включая, в частности, обязательства по раскрытию информации, имеют дело в основном с органами саморегулирования биржи, а не напрямую с FINMA [53].

Швейцария не является членом ЕС или ЕЭЗ, следовательно нормативно-правовые акты ЕС, касающиеся размещения акций на рынках капитала, не применимы к размещениям, проводимым в Швейцарии. Однако за последние несколько лет нормативно-правовая база финансового рынка Швейцарии претерпела фундаментальные и всеобъемлющие реформы. Основной целью этих реформ является гармонизация швейцарского законодательства с существующими и новыми нормами ЕС и обеспечение доступа швейцарских финансовых учреждений на европейский рынок и наоборот путем достижения эквивалентности требований [75].

Крупнейшей фондовой биржей Швейцарии является SIX Swiss Exchange, которая изначально была образована в Цюрихе, но затем слилась с биржами в Женеве и Базеле, чтобы сформировать единую торговую площадку. SIX Swiss Exchange стала первой биржей в мире, которая внедрила полностью автоматизированную систему торговли, клиринга и расчетов [35].

SIX Swiss Exchange является эталонным рынком ценных бумаг и предлагает доступ к более чем 50 000 акций, облигаций, биржевых фондов, торгуемых на бирже продуктов, спонсируемых фондов и структурированных продуктов и около 200 криптопродуктов, предоставляющих доступ к 17 криптовалютам. SIX Swiss Exchange оказывает полный спектр услуг, начиная с листинга и заканчивая постпродажным обслуживанием, включая клиринг, расчеты в Швейцарии, хранение ценных бумаг, а также обслуживание активов [35].

В данный момент весь бизнес SIX Swiss Exchange делится на 4 группы: группа бирж (381 млн швейцарских франков или 25% выручки в 2021 году), группа постпродажного обслуживания (474,7 млн швейцарских франков или 32% выручки в 2021 году), группа финансовой информации (401,8 млн швейцарских франков или 28% выручки в 2021 году) и группа банковских услуг (201,4 млн швейцарских франков или 15% выручки в 2021 году) [35].

С 2000 года листинг на фондовой бирже в Швейцарии прошло 127 компаний, 2 из которых прошли процедуру листинга на бирже в 2022 году. Всего на бирже торгуются акции 254 эмитентов, среди них UBS, Credit Suisse, Caterpillar, Lindt, Nestle. Six Swiss Exchange активно используется зарубежными компаниями, зачастую американскими, с целью привлечения средств на рынке ценных бумаг Швейцарии.

По данным SIX Swiss Exchange оборот по операциям с ценными бумагами в 2021 году снизился на 27% по сравнению с 2020 годом (Рисунок 2.1).

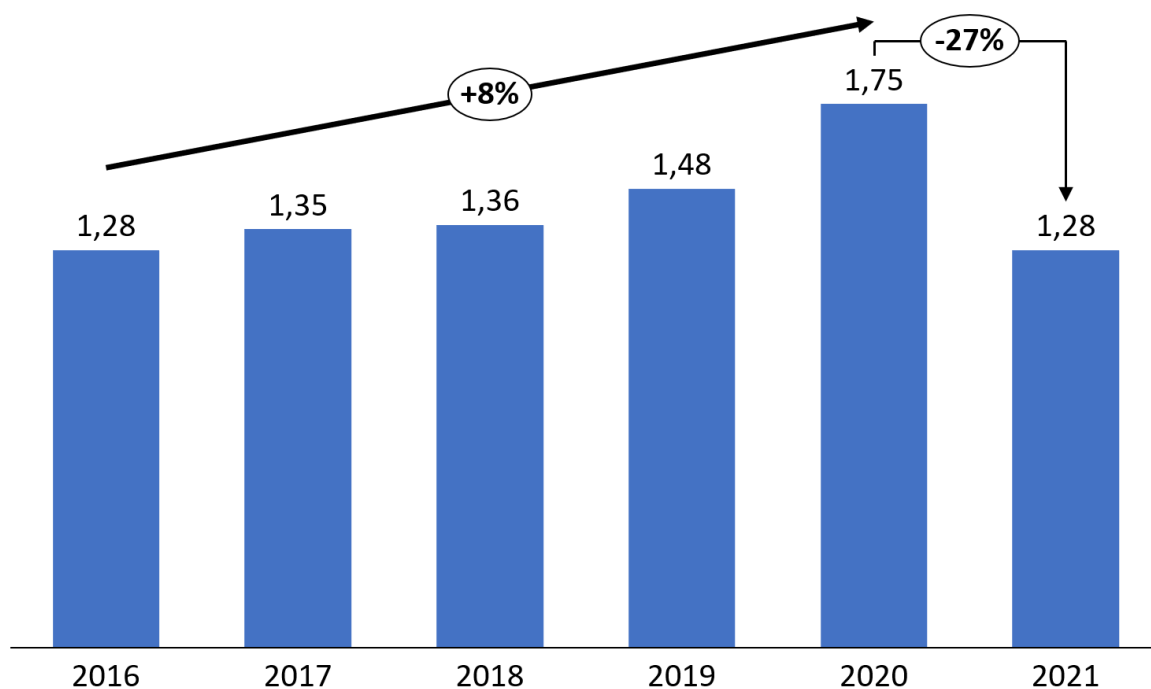


Рисунок 2.1 – Ежегодный оборот спотовой секции швейцарского фондового рынка, трлн. швейцарских франков

Примечание: собственная разработка на основе [35]

Из диаграммы, представленной на рисунке 2.1, видно, что с 2016 года по 2020 год оборот швейцарского фондового рынка показывал стабильный рост с показателем CAGR равным 8%, однако в 2021 году наблюдается его резкое снижение. По данным биржи, в 2021 году в сегменте акций торговый оборот снизился на 28,5% до 1 049,8 млрд. швейцарских франков, а количество сделок сократилось на 37,9% до 59,9 миллионов. Торговый оборот ETFs снизился на 29,2% до 79,6 млрд. швейцарских франков, но при этом был установлен новый рекорд в 1,7 миллиона сделок (+3,6%). Торговый оборот по облигациям в швейцарских франках снизился на 12,6% и составил 115,6 млрд. швейцарских франков. Торговый оборот по иностранным облигациям снизился на 4,2% и достиг 17,3 млрд. швейцарских франков. Оборот по структурированным продуктам снизился на 10,9% до 20,1 млрд. швейцарских франков.

В 2021 году SIX Swiss Exchange получила лицензию на то, чтобы начать операции на новой платформе SIX Digital Exchange, таким образом получая доступ к осуществлению операций на швейцарском рынке токенизированных финансовых активов [35].

Таким образом можно сделать вывод, что ключевыми факторами успеха рынка ценных бумаг Швейцарии являются стабильная политическая и

макроэкономическая ситуация, высокий уровень развития национального бизнеса и банковского сектора и, как результат, наличие свободного капитала и высокий уровень спроса на заемные средства. Тенденциями дальнейшего развития рынка ценных бумаг Швейцарии являются концентрация всех биржевых операций в крупных финансовых центрах, цифровизация финансовых активов и рост торговых оборотов с ними, активное развитие альтернативной торговой площадки, гармонизация законодательства со странами членами-ЕС.

Швеция

В Швеции полноценный рынок ценных бумаг начал формироваться с созданием Казначейства Швеции и эмиссией его долговых ценных бумаг в 1789 году, что было спровоцировано идущей в тот момент войной с Россией. Следующим этапом для страны стало развитие краткосрочного рынка ценных бумаг, так как страна испытывала существенную потребность в финансировании своего проекта по строительству железных дорог, и для этой цели Казначейство эмитировало бонды на зарубежных рынках и затем из вырученных средств выдавало кредиты национальным банкам. Организованный рынок ценных бумаг появился в Швеции в 1863 году, когда была основана фондовая биржа в Стокгольме, что стимулировало создание акционерных предприятий и оборачиваемость акций на бирже. Благоприятно на рынке также сказалась интернационализация шведских предприятий, которая стимулировала как потребность в капитале внутри страны, так и приток капитала из-за рубежа [7].

В 1971 году был заложен фундамент центральной депозитарной деятельности и создан центральный депозитарий Швеции «Värdepapperscentralen AB». Центральный депозитарий ответственен за учет движения ценных бумаг, их хранение, осуществление клиринга по сделкам купли-продажи ценных бумаг. В 2004 году центральным депозитарием Швеции был приобретен центральный депозитарий Финляндии. С того времени центральный депозитарий Швеции был переименован в «Euroclear Sweden AB» [41].

В 1994 году стокгольмская биржа стала первой в Европе, кто допустил на свои торги зарубежных игроков. А в 1998 году биржи Копенгагена и Стокгольма заключили стратегический альянс под названием NOREX Alliance. Альянс NOREX был уникален тем, что стал первым биржевым альянсом, внедрившим совместную систему торговли акциями и гармонизировавшим правила и требования между биржами в отношении торговли и членства [60].

Текущая структура шведского рынка с институциональной точки зрения имеет несколько особенностей:

- отсутствуют государственные институты, работающие исключительно с ценными бумагами, так как все государственные учреждения работают с финансовым рынком в целом;

- среди институциональных инвесторов важную роль играют организации социальной направленности: пенсионные фонды, ипотечные организации;
- шведский рынок насыщен независимыми объединениями профессионалов рынка – так называемыми «саморегулирующимися организациями»;
- шведский рынок насыщен управляющими компаниями, так как шведы зачастую доверяют свои сбережения профессиональным игрокам, например AB Custos, Obol Investment, Skandia [6, 7].

Основным регулирующим органом на рынке ценных бумаг Швеции является Министерство финансов Швеции. В его обязанности входит контроль деятельности Казначейства и Финансовой инспекции, подготовка законодательных актов по вопросам функционирования финансового рынка и рынка ценных бумаг [34].

Контроль на финансовом рынке осуществляет Финансовая инспекция Швеции, которая непосредственно проводит регистрацию и лицензирование профессиональных участников торгов. Если Министерство финансов формирует законы, то Финансовая инспекция формирует правила и инструкции финансового рынка [34].

Шведы уделяют огромное внимание вопросу открытости и предоставления информации: за точностью и правильностью предоставления информации одновременно следят крупнейшие шведские банки, ассоциация инвестиционных фондов и ассоциация дилеров рынка ценных бумаг.

Стоит отметить, что на протяжении всего развития шведского рынка ценных бумаг особый акцент был сделан на ориентацию на внешние рынки и консолидацию капитала [7].

По состоянию на 2022 год крупнейшей фондовой биржей Швеции является фондовая биржа в Стокгольме Nasdaq Stockholm AB (ранее – Stockholm Stock Exchange). На ней ведется торговля акциями, облигациями, опционами, фьючерсами, ETF и иными видами ценных бумаг. В 2007 году NASDAQ приобрел группу OMX, в которую входили ряд бирж стран северной Европы и ряда стран Балтии, и рождается группа NASDAQ OMX. В 2010 году NASDAQ OMX запустил единую торговую платформу INET на семи рынках акций стран северной Европы и Балтии. Таким образом, стокгольмская биржа, как и амстердамская, является частью крупной биржевой экосистемы [60].

По данным NASDAQ Nordic на 31 марта 2022 года на Стокгольмской бирже котируются акции 410 компаний (среди них Novo Nordisk, Nordea Bank и Volvo), в то время как на 4 биржах северной Европы, которые состоят в группе (стокгольмской, хельсинской, копенгагенской и исландской) – 700 компаний [60].

Совместная площадка совершения сделок между Копенгагеном, Хельсинки, Рейкьявиком, Стокгольмом, Ригой, Таллином и Вильнюсом позволяет нарастить объемы движимого капитала и количество совершаемых сделок. По данным NASDAQ в совокупности на рынках Nordic и Baltic в 2021 году среднее количество сделок в день составило более 901 тысячи сделок [72].

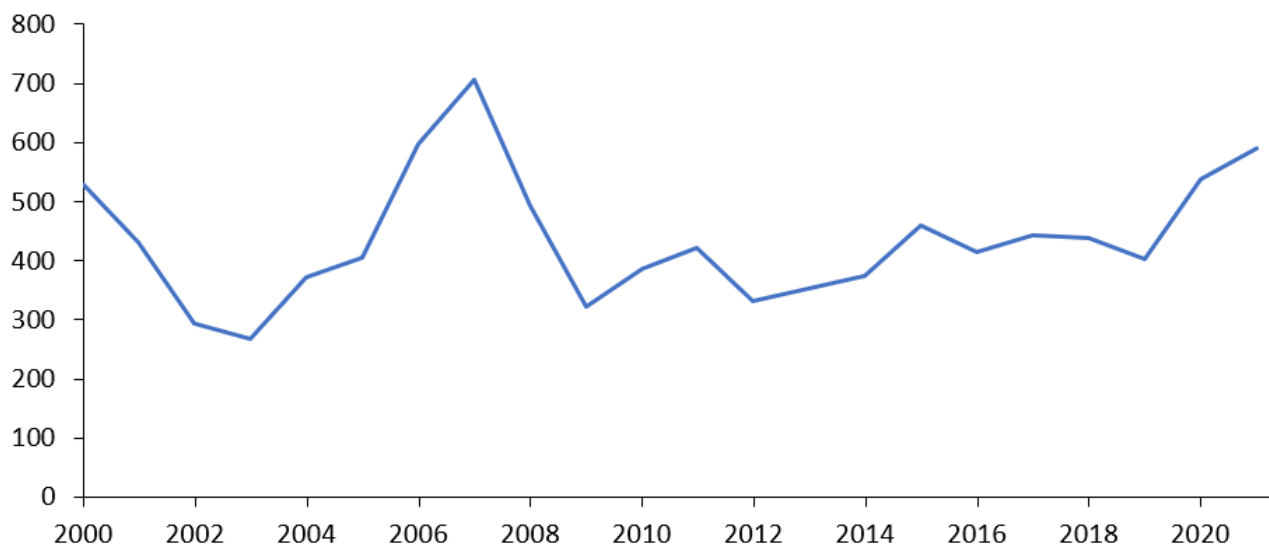


Рисунок 2.2 – Ежегодный оборот стокигольмского фондового рынка, млрд. евро

Примечание: собственная разработка на основе [72]

Показатели ежегодного оборота торговли показывают, что после существенного снижения в 2008 году, что связано с глобальным финансовым кризисом, происходит постепенное увеличение объемов торгов. Так с 2009 по 2021 год объем оборота увеличивался с показателем CAGR равным 5%. При этом стоит отметить, что объем торгов на стокигольмской бирже в общем объеме торгов NASDAQ Nordic с 2000 по 2021 год колеблется в диапазоне 55–65% (рисунок 2.2) [72].

В рамках NASDAQ Nordic существует также и альтернативная инвестиционная площадка First North, которая позволяет молодым компаниям привлечь капитал и запустить свои акции в обращение перед листингом на основной бирже. По данным на 31 марта 2022 года на торговой площадке First North в Стокгольме были размещены акции 443 компаний, при том 130 из них впервые разместили свои акции в 2021 году и одна компания – в 2022 году [60].

На протяжении всего развития рынка шведского рынка ценных бумаг особое внимание уделялось ориентированности на внешние рынки и консолидации капитала, и анализ развития рынка ценных бумаг Швеции позволяет сделать вывод, что им удастся достигать поставленных целей.

Сравнительный анализ рынков ценных бумаг Нидерландов, Швейцарии и Швеции на 2021 год приведен в таблице 2.3 ниже.

Таблица 2.3 – Сравнительный анализ рынков ценных бумаг Нидерландов, Швейцарии и Швеции на конец 2021 года

	Ед. изм.	Нидерланды	Швейцария	Швеция
ВВП	млрд \$ США	1135,7	669,6	629,0
ИПЦ	%	1,9	0,4	2,0
Капитализация фондового рынка	% от ВВП	143 (2020 год)	250 (2020 год)	180 (2020 год)
Размер рынка национальных облигаций	млрд \$ США	524,6	542,1	338,3
Размер рынка иностраннх облигаций	млрд \$ США	818,3	311,3	296,8
Активы инвестиционных фондов	% от ВВП	114,8 (2019 год)	105,9 (2018 год)	98,5 (2019 год)
Активы пенсионных фондов	% от ВВП	213,4 (2019 год)	116,3 (2018 год)	107,8 (2019 год)
Активы страховых организаций	% от ВВП	62,6 (2019 год)	91,9 (2018 год)	35,3 (2019 год)
Доля акций в годовом обороте нац. бирж	% от оборота	96,3	81,9	85,7
Портфельный капитал, чистый приток	млрд \$ США	-100,1	-18,6	7,4
Приток ПИИ (2020 год)	% от ВВП	-13,9	-5,6	3,5
ПИИ за рубеж (2020 год)	% от ВВП	-19,4	-3,7	4,4
Интеграция нац. биржи с зарубежными биржами	Да/Нет	Да	Да	Да

Окончание таблицы 2.3.

Наличие альтернативной торговой площадки	Да/Нет	Да	Да	Да
--	--------	----	----	----

Примечание: собственная разработка на основе [27, 28, 35, 39, 40, 42, 60, 61, 62, 81, 82].

Дополнительно в регионе Западной Европы среди стран с малой открытой экономикой заслуживают внимания рынки ценных бумаг Люксембурга и Ирландии, так как именно на биржах этих двух стран размещались государственные евробонды Республики Беларусь. В дополнение к этому Ирландия выступила страной, в который было произведено первое в истории размещение корпоративных белорусских евробондов компанией «Евроторг» в 2017 году. В 2020 году «Евроторг» разметил на ирландской бирже в Дублине еще один пакет еврооблигаций [56].

Рынок ценных бумаг Люксембурга является одним из наиболее развитых в Западной Европе. Этому во многом способствует высокий уровень развития финансового сектора страны и благоприятное законодательство в сфере регулирования рынков ценных бумаг. Основные торги ведутся на фондовой бирже Люксембурга (Bourse de Luxembourg), на которой размещены ценные бумаги эмитентов со всего мира. По данным биржи 69% бумаг размещены европейскими эмитентами, 12% – латиноамериканскими, 10% – американскими, 7% – азиатскими. Дополнительно существует альтернативная торговая площадка «Euro MTF», на которой обращаются ценные бумаги, не допущенные к биржевым торгам. Также в рамках фондового рынка Люксембурга функционирует «зеленая» биржа Люксембурга (Luxembourg Green Exchange), которая в 2021 году стала передовой зеленой биржей в мире, поскольку на ней был размещен крупнейший выпуск зеленых облигаций ЕС на сумму в 12 млрд. евро. Bourse de Luxembourg имеет подписанное соглашение с биржей Euronext, по которому все операции на бирже в Люксембурге осуществляются с использованием торговой площадки Euronext. Таким образом все участники биржи Euronext имеют доступ к торговой площадке фондовой биржи Люксембурга и наоборот. Соглашения в отношении торговли облигациями заключены с Шанхайской и Шэньчжэньской фондовыми биржами [56].

Ирландский рынок ценных бумаг также характеризуется благоприятным регулированием и инновационностью. Ирландская фондовая биржа (ранее – Irish Stock Exchange, в настоящее время – Euronext Dublin) является составной частью крупнейшей европейской биржи Euronext. По данным на апрель 2022 года на ней котировались акции 45 компаний и облигации 3668 эмитентов. Всего на бирже ведутся торги 27 061 облигаций. Это подтверждает тот факт, что фондовая биржа Ирландии зачастую используется зарубежными компаниями для получения

доступа к рынку ценных бумаг ЕС в целях привлечения денежных средств. Примечательно, что на бирже торгуются облигации казначейства Ирландии с купонной ставкой дохода 0,0%, что свидетельствует о высоком уровне макроэкономической и политической стабильности страны и наличии избыточного свободного капитала [44].

Таким образом можно сделать вывод, что на процесс становления рынков ценных бумаг в странах Западной Европы повлияли следующие факторы:

- макроэкономическая надежность, так как для рассмотренных стран характерен низкий уровень инфляции, свободное движение капиталов как внутри страны, так и за рубеж, стабильность национальной валюты;
- наличие свободного национального и зарубежного капитала, что подтверждается величиной показателей активов инвестиционных и пенсионных фондов и страховых организаций в рассматриваемых странах;
- активная внешнеэкономическая деятельность национальных компаний во всех сферах экономики, как фактор, который способствует накоплению капитала и стимулирует потребность в заемном капитале, таким образом, влияя на развитие финансового рынка и рынка ценных бумаг в частности;
- информационная обеспеченность, поскольку доступность и открытость информации об инвестиционных продуктах является одним из ключевых факторов принятия инвестиционного решения.

Европейское управление по надзору за рынком ценных бумаг выделяет следующие тренды развития рынков ценных бумаг Европейского союза: активное создание цифровых площадок и развитие обращения цифровых финансовых инструментов; усиление концентрации операций на крупнейших финансовых площадках; интеграция национальных бирж с созданием единых торговых площадок; гармонизация законодательства; развитие альтернативных торговых площадок.

2.2 Текущее состояние, опыт формирования и тенденции развития рынка ценных бумаг в странах Центральной и Восточной Европы

Становление рынка ценных бумаг в странах Центральной и Восточной Европы играет одну из важнейших ролей в развитии и повышении благосостояния региона.

На формирование рынков ценных бумаг в странах Центральной и Восточной Европы во многом повлияло то, какой путь развития рынка ценных бумаг был выбран правительством. В зависимости от выбранного пути все страны Восточной Европы можно условно разделить на три группы [22].

К первой группе, например, можно отнести Чехию, Болгарию, Литву, Словакию. Их можно охарактеризовать тем, что после проведения приватизации акции всех компаний прошли листинг на бирже (многие из них были абсолютно неликвидны), и к ним получил доступ неограниченный круг лиц. Однако, с течением времени количество акционеров сократилось и акционерный капитал стал более концентрированным, неликвидные бумаги были выведены из обращения и был запущен процесс качественного развития рынка ценных бумаг.

Вторую группу формируют такие страны как Польша, Хорватия, Словения, Эстония. В этих странах рынок ценных бумаг формировался постепенно и преодолевал путь, характерный для рынков Западной Европы. На начальном этапе предлагались акции ряда компаний, которые в добровольном порядке решили пройти процедуру IPO.

К третьей группе относят Украину и большинство стран постсоветского пространства (например, Армению, Азербайджан), поскольку в них была принята программа массовой приватизации, но первоначальная продажа акций происходила вне торговых площадок. Многие компании были внесены в листинг, однако он не был обязательным для всех приватизируемых компаний.

Дополнительно выделяют четвертую категорию, в которую включают Албанию, Беларусь, Боснию и Герцеговину и Грузию. Это страны, которые не использовали механизмы приватизации после распада Советского союза для построения рынка ценных бумаг и начали формировать национальные рынки значительно позже. Например, Беларусь начала формировать рынок ценных бумаг в конце 1990-х по первой модели с размещением на бирже акций всех открытых акционерных обществ [22].

Страны для дальнейшего анализа рынков ценных бумаг из региона Центральной и Восточной Европы были выбраны на основе рейтинга международных финансовых центров GFCI (таблица 2.4).

Таблица 2.4 – Рейтинг крупнейших международных финансовых центров Восточной Европы и Центральной Азии.

Название финансового центра	Рейтинг в GFCI 31	Рейтинг в GFCI 30	Изменение рейтинга	Страна	Размер экономики
Москва	51	50	–1	Россия	большая
Варшава	59	56	–3	Польша	малая
Стамбул	64	61	–3	Турция	большая

Окончание таблицы 2.4.

Прага	68	63	–5	Чехия	малая
Нур-Султан	74	75	+1	Казахстан	большая
Алматы	75	83	+8	Казахстан	большая
Кипр	77	77	–	Кипр	малая
Афины	78	88	+10	Греция	малая
Братислава	89	99	–10	Словакия	малая
Будапешт	91	89	–2	Венгрия	малая

Примечание: собственная разработка на основе [78].

На основе рейтингов GFCI 30 и GFCI 31 для дальнейшего анализа были выбраны 3 страны-лидера: Польша, Чехия и Венгрия, как страны, которые последовательно развивают свои рынки ценных бумаг и добились существенных успехов в привлечении капитала и увеличении капитализации рынка.

Польша

Впервые фондовая биржа в Варшаве была открыта в 1817 году и в XIX веке на ней активно обращались ценные бумаги, в основном акции и облигации. В 1938 году биржу пришлось закрыть в связи с началом II Мировой войны (на тот момент на бирже обращались 130 финансовых инструментов) [19].

Современный рынок ценных бумаг в Польше появился в 1991 году, когда были созданы Комиссия по ценным бумагам (KPWiG) и Варшавская фондовая биржа. Комиссия по ценным бумагам была ликвидирована в 2006 году и передала свои полномочия Комиссии по финансовому надзору, которая на сегодняшний день выступает контролирующим органом на рынке ценных бумаг Польши и отвечает за: регистрацию эмитируемых бумаг, лицензирование профессиональной деятельности на бирже, разработку правил и требований обращения ценных бумаг как на организованном, так и на неорганизованном рынке, контроль за деятельностью саморегулирующихся организаций [34].

Очень важную роль на рынке капитала Польши играет Национальный депозитарий ценных бумаг (NSD). NSD является депозитно-клиринговым учреждением, которое осуществляет свою деятельность в следующих областях:

- регистрация дематериализованных финансовых инструментов;
- клиринг сделок, заключенных на регулируемом рынке и в альтернативной торговой системе [34].

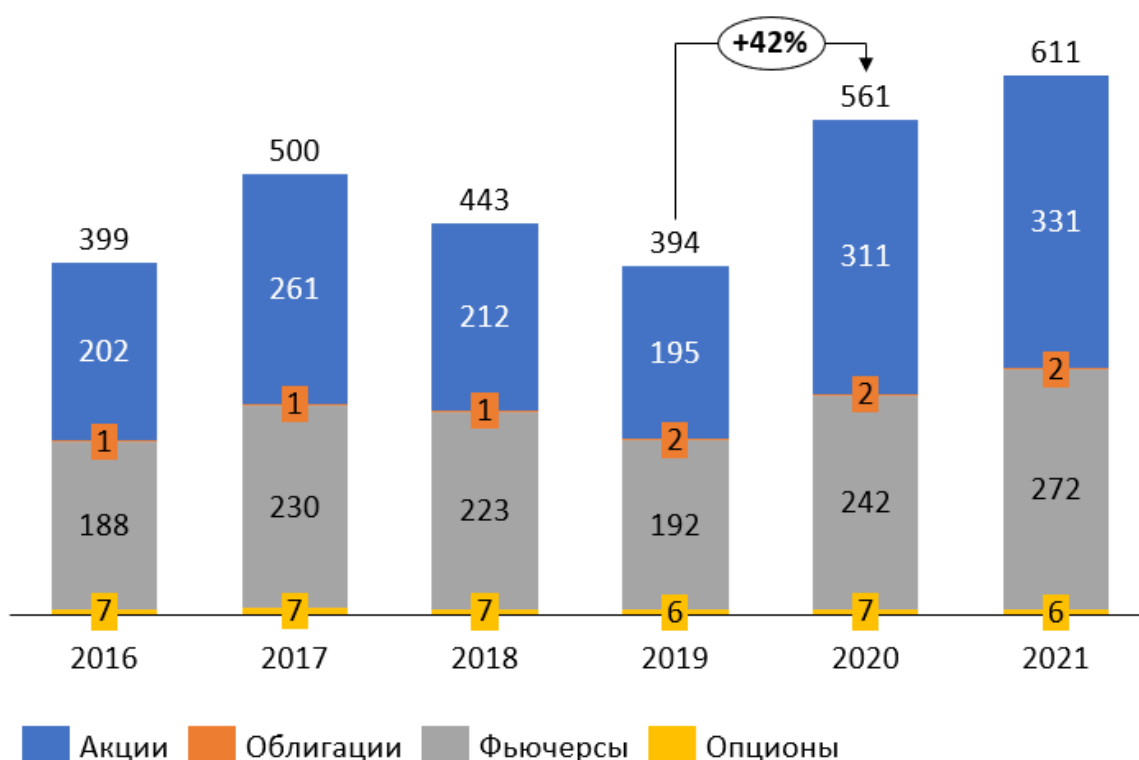
Одной из основных особенностей польского рынка ценных бумаг является то, что все ценные бумаги, допущенные к обращению (кроме государственных), должны торговаться исключительно на организованном рынке [34].

Варшавская фондовая биржа начала работу в 1991 году (Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW)) и осуществляет торговлю 3000

инструментов, включая акции, облигации, деривативы, паи участия в индексах [79].

В 2010 году было заключено соглашение о стратегическом партнерстве между GPW и Euronext. Соглашение позволило перевести торговлю на бирже GPW на универсальную торговую платформу NYSE Technologies, предоставляя возможность участникам фондовой биржи в Варшаве вести торги по всем котирующимся акциям Euronext [79].

По данным на апрель 2022 года на варшавской фондовой бирже листинг прошли 423 компании (378 национальных и 45 зарубежных), 13 из них – в 2021 году. Капитализация рынка по итогам 2021 года составила 285,9 млрд. евро (рисунок 2.3).



**Рисунок 2.3 – Ежегодный оборот варшавской фондовой биржи,
млрд. польских злотых**

Примечание: собственная разработка на основе [79]

В 2021 году оборот фондовой биржи в Варшаве достиг рекордных 611 млрд. польских злотых (более 158 млрд. долларов), при том, что 54% оборота приходится на акции и 44% – на облигации. С 2016 года по 2021 год оборот биржи увеличился на 53%. После просадки в 2019 году объем торгов вырос на 42%, что связано в основном с восстановлением экономики после пандемии COVID-19 (рисунок 2.3).

В рамках биржи также развивается альтернативная торговая площадка New connect, на которой котируются акции 377 польских и 4 зарубежных компаний, площадка Catalyst для торговли корпоративными и государственными долговыми ценными бумагами и площадка TGE, на которой ведется спотовая и форвардная торговля электроэнергией и природным газом [79].

Поскольку Польша является страной-членом ЕС, то эмитенты финансовых инструментов из государств-членов ЕС, чьи ценные бумаги допущены к торгам на регулируемых рынках своих стран, также могут быть допущены к торговле на польском регулируемом рынке. Кроме того, правила, касающиеся организованного рынка, схожи с правилами, действующими в других государствах-членах, поскольку они частично являются результатом реализации директив ЕС, а частично вытекают непосредственно из нормативных актов ЕС [34].

Таким образом на становление рынка ценных бумаг Польши существенное влияние оказал выбранный путь приватизации государственных предприятий, при котором все предприятия прошли принудительный листинг на бирже. Дополнительно положительное влияние на развитие рынка ценных бумаг повлиял существенный поток прямых иностранных инвестиций после вступления Польши в ЕС.

На текущий момент ключевыми тенденциями развития польского рынка ценных бумаг являются развитие биржевой торговли, стимулирование прохождения процедуры IPO польскими компаниями на национальной бирже, а не за рубежом, гармонизация законодательства с законодательством в области рынка ценных бумаг других стран-членов ЕС, развитие альтернативной торговой площадки.

Чехия

Первая фондовая биржа была открыта в Чехии в Праге в 1871 году, однако в связи с II Мировой войной и последующим приходом советской власти биржа была вынуждена закрыться в 1948 году [65].

На сегодняшний момент чешский рынок ценных бумаг представляет собой синтез биржевой и внебиржевой торговли. Биржевая торговля происходит на Пражской фондовой бирже (PSE), в то время как внебиржевая проходит путем прямого обращения в Центральный депозитарий (CSD Prague, который является прямой частью организационной структуры PSE и находится в её подчинении). Торговля краткосрочными государственными облигациями осуществляется через отдельный депозитарий Центрального банка Чехии [57].

Основным контролирующим органом выступает Национальный банк Чехии (до 2006 года Комиссия Чехии по ценным бумагам), который осуществляет лицензирование профессиональных игроков, регистрацию

эмитируемых бумаг, проводит мониторинг деятельности организатора торгов [57].

Пражская фондовая биржа (PSE) является крупнейшим и старейшим организатором рынка ценных бумаг в Чешской Республике. PSE и ее дочерние компании образуют группу PX. Помимо биржи, наиболее важным членом группы является Центральный депозитарий ценных бумаг Праги (CSD Prague), который занимает доминирующее положение в области расчетов по сделкам с ценными бумагами на чешском рынке капитала. Группа PX также сотрудничает с Power exchange Central Europe (PXE), которая является площадкой для торговли электроэнергией и газом [65].

В 2020 году более 99% акций PSE были выкуплены Венской фондовой биржей (Wiener Börse). Таким образом, в настоящее время Пражская биржа является подконтрольной Венской, и вся торговля на пражской бирже осуществляется с использованием торговой площадки Венской биржи. На международном уровне это сотрудничество позволяет принимать совместные меры по повышению узнаваемости обоих рынков и привлечению институциональных инвесторов и участников торгов [56].

PSE является членом Федерации европейских бирж ценных бумаг (FESE), а Комиссия по ценным бумагам и биржам США (US SEC) включила PSE в список бирж, безопасных для инвесторов, присвоив ей статус "Designated Offshore Securities Market" [56].

По данным на апрель 2022 года листинг на PSE прошло 54 компании, акции которых торгуются на бирже. Среди них представлены такие мировые бренды как Volvo, Shell, Nokia, Deutsche bank, Philip Morris [56].

Анализ динамики оборота на бирже в Праге (рисунок 2.4) показывает, что тренд на сокращение объема торгов был преломлен в 2019 году, когда объем торгов вырос на 11% и составил 134 млрд. чешских крон (6,17 млрд. долларов США). Примечательно, что в 2021 году существенно увеличился (более, чем в 370 раз) объем операций с инвестиционными фондами и составил 6,1 млрд. чешских крон. Стабильно наибольшую долю торгов занимают акции (более 90% в 2021 году).



Рисунок 2.4 – Ежегодный оборот спотовой секции пражской фондовой биржи, млрд. чешских крон

Примечание: собственная разработка на основе [56]

В рамках PSE существует альтернативная торговая площадка Start, которая продажу акций предприятий малого и среднего бизнеса с целью привлечения капитала [56].

Ключевыми проблемами развития рынка ценных бумаг в Чехии являются колебания объемов торговли инструментами, недостаточное количество торгуемых акций и инструментов, недостаточное развитие рынка в части процедур IPO, что подтверждается малым количеством котируемых акций [19].

Трендами дальнейшего развития чешского рынка являются: развитие биржевой торговли, расширение интеграции с зарубежными торговыми площадками и развитие взаимодействия центрального депозитария с депозитариями зарубежных стран, развитие торговой площадки для малых и средних предприятий, усиление гармонизации законодательства в сфере регулирования рынков ценных бумаг с законодательством стран-членов ЕС.

Венгрия

Первая Биржа в Венгрии была открыта в 1864 году и являлась одной из лидирующих бирж Европы, однако в 1948 году она была закрыта в связи с установкой социалистического режима. Фондовый рынок в современном понимании был сформирован в Венгрии одним из первых в Восточной Европе, т.к. фондовая биржа Будапешта (BSE) была основана в 1990 году.

Восстановление рыночной экономики в тот же период и приватизация предприятий сыграли решающую роль в деятельности биржи. Несмотря на то, что приватизация крупных государственных предприятий часто происходила при участии стратегических инвесторов, фондовая биржа в Будапеште сыграла значительную роль в приватизации многих ведущих венгерских компаний, включая IBUSZ, Skála-Coop, MOL, Globus и Richter [19, 22].

Система открытого доступа к физическому торговому залу, характерная для спот-рынка, функционировала с частичной электронной поддержкой до 1995 года. В промежуток с 1995 года до ноября 1998 года биржевая торговля происходила одновременно на физической торговой площадке и в системе удаленной торговли, поскольку начала функционировать новая система MultiMarket Trading System (MMTS), полностью основанная на принципе осуществления удаленных торгов. К сентябрю 1999 года физическая торговля была прекращена и полностью заменена электронной платформой дистанционной торговли. В 2013 году система была заменена на новую систему электронной торговли Xetra. BSE является частью группы фондовых бирж Центральной и Восточной Европы, в которую входят биржи в Праге, Вене, Будапеште и Любляне. Ключевым направлением сотрудничества является стандартизация и гармонизация правил торгов, а также предоставление взаимного доступа к рынкам стран-членов [32].

Функции центрального депозитария ценных бумаг и центрального клиринга в Венгрии выполняет компания KELER с момента своего основания в 1993 году. Он управляет счетами всего венгерского сектора рынка капитала – в основном отечественных банков, поставщиков инвестиционных услуг и других участников (более ста учреждений) – и обеспечивает непрерывный оборот ценных бумаг. В 2009 году депозитарий создал отдельную дочернюю компанию для клиринговой деятельности под названием KELER CCP [31].

Ключевым контролирующим органом является Центральный банк Венгрии, который выдает лицензии на осуществление профессиональной деятельности на рынке, контролирует расчетно-клиринговые операции, контролирует деятельность участников рынка [34].

В Венгрии учрежден Национальный фонд развития фондовой биржи (NSEDf). NSEDf в первую очередь предназначен для поддержки средних компаний, облегчая их выход на рынки капитала. Фонд также участвует в масштабной программе развития фондового рынка, призванной активизировать привлечение капитала среди венгерских компаний, чтобы обеспечить альтернативу нынешней чрезмерной зависимости от банковского кредитования [31].

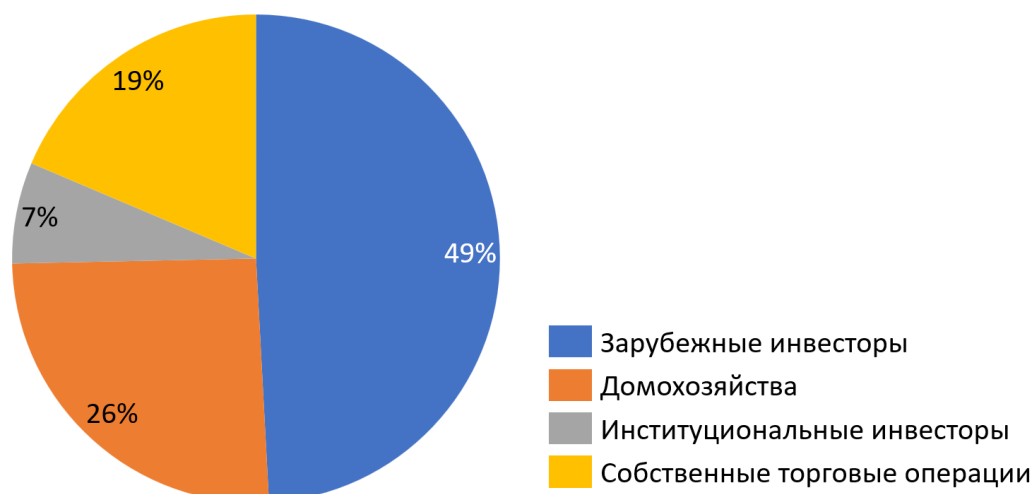


Рисунок 2.5 – Структура оборота спотовой торговли фондовой биржи Будапешта, %

Примечание: собственная разработка на основе [32]

По данным BSE в 2021 году 49% спотовых сделок на бирже были совершены зарубежными инвесторами (рисунок 2.5). Также на рынке малую долю занимают институциональные инвесторы, которые в Западной Европе являются одними из крупнейших кредиторов, на основе чего можно сделать вывод, что пенсионные, страховые и инвестиционные фонды в Венгрии не развиты.

По состоянию на апрель 2022 года на бирже котировались акции 63 компаний, 20 из которых являются зарубежными и торгуются по итогам процедуры вторичного листинга. Например, на бирже в Будапеште обращались акции компаний Gedeon Richter, ALTEO, Waberer`s International, Duna House Holdings. Из национальных компаний 3 прошли процедуру листинга в 2021 и 1 – в 2022 году [32].

В 2021 году оборот биржи на спотовом рынке и рынке деривативов составил 18,1 млрд. евро. Из них 50,2% приходится на оборот акций венгерских компаний и 41,2% на валютные фьючерсы.

В 2018 году BSE запустила BSE Xtend, новую многостороннюю торговую площадку, которая служит публичным рынком для компаний малого и среднего размера с большим потенциалом роста. По состоянию на апрель 2022 года на ней обращались акции 8 компаний. В 2019 году была запущена площадка BSE Xbond, которая представляет собой многостороннюю торговую площадку для торговли облигациями [32].

Ключевым факторам успеха венгерского рынка ценных бумаг являются созданные условия по привлечению зарубежных игроков на национальный рынок как со стороны эмитентов (1/3 котируемых акций приходится на акции

зарубежных эмитентов), так и инвесторов. Дополнительно благоприятно на развитие рынка ценных бумаг повлияли прямые иностранные инвестиции в реальный сектор экономики Венгрии после вступления страны в ЕС (в основном в нефтегазовый, телекоммуникационный и фармацевтический сектор) [31].

Дальнейшие тренды развития венгерского рынка ценных бумаг во многом повторяют тренды развития рынков стран региона Восточной Европы: цифровизация биржевых операций, развитие биржевой торговли, дальнейшее развитие интеграции с зарубежными торговыми площадками, развитие альтернативной торговой площадки, усиление гармонизации законодательства в сфере регулирования рынка ценных бумаг с законодательством стран-членов ЕС.

Сравнительный анализ рынков ценных бумаг Польши, Чехии и Словакии на конец 2021 года представлен в таблице 2.5.

Таблица 2.5 – Сравнительный анализ рынков ценных бумаг Польши, Чехии и Венгрии на конец 2021 года

	Ед. изм.	Польша	Чехия	Венгрия
ВВП	млрд \$ США	674,13	282,64	184,58
ИПЦ	%	5,1	3,8	5,1
Капитализация фондового рынка	% от ВВП	28 (2020 год)	10 (2020 год)	17 (2020 год)
Размер рынка национальных облигаций	млрд \$ США	494,9	130,3	113,1
Размер рынка иностранных облигаций	млрд \$ США	51,2	39,7	26,2
Активы инвестиционных фондов	% от ВВП	19,0 (2019 год)	8,5 (2019 год)	13,8 (2019 год)
Активы пенсионных фондов	% от ВВП	6,9 (2019 год)	8,9 (2019 год)	3,9 (2019 год)
Активы страховых организаций	% от ВВП	7,4 (2019 год)	9,2 (2019 год)	6,8 (2019 год)
Доля акций в обороте спотового рынка	% от оборота	99,3	90,7	50,2

Окончание таблицы 2.5.

Портфельный капитал, чистый приток	млрд \$ США	-3,6	0,14	-0,58
Приток ПИИ (2020 год)	% от ВВП	2,3	2,6	4,3
ПИИ за рубеж (2020 год)	% от ВВП	0,2	1,23	2,8
Интеграция фондовой биржи с зарубежными биржами	Да/Нет	Да	Да	Да
Наличие альтернативной торговой площадки	Да/Нет	Да	Да	Да

Примечание: собственная разработка на основе [27, 28, 32, 39, 40, 61, 62, 65, 79, 81, 82].

В совокупности рынки ценных бумаг Центральной и Восточной Европы формировались в условиях, которые обусловили дальнейшее развитие рынков. К ним относятся:

- Проведение приватизации государственной собственности по одному из 3 возможных путей на самом раннем этапе, что способствовало запуску рынка ценных бумаг и стимулировало обращение бумаг на биржах. Основываясь на проведенном анализе, можно сделать вывод, что наиболее успешным в Восточной Европе оказался путь развития рынка ценных бумаг Польши, но стоит отметить, что наибольшее влияние оказал не выбор модели, а ряд сторонних факторов, таких как, например, степень развития экономики, величина прямых иностранных инвестиций в экономику, государственная поддержка;
- Активная финансовая поддержка со стороны стран Западной Европы в постсоветский период, что обусловило высокие темпы восстановления экономик после выхода из состава Советского союза. Например, Польша стала первой страной в Восточной Европе, которая перешла из числа развивающихся стран в разряд развитых;
- Относительная макроэкономическая стабильность, подпитываемая потоками капитала с Запада, что создало плацдарм для привлечения прямых иностранных инвестиций, которые, путем развития реального сектора экономики, стимулировали формирование свободного капитала на внутренних рынках.

Стоит отметить, что дальнейшее развитие рынков ценных бумаг стран Центральной и Восточной Европы во многом будет связано с более развитыми рынками ценных бумаг Западной Европы. Во многом это проявляется в интеграции торговых площадок национальных бирж с торговыми площадками зарубежных стран и построении сетей взаимодействия иностранных центральных депозитариев. Это позволяет существенно упростить процесс допуска иностранных игроков на внутренний рынок, повышая потенциальные объемы привлекаемых средств, и открывает инвестиционные возможности для национальных инвесторов, которые заинтересованы в приобретении зарубежных ценных бумаг. Это также позволяет решить проблему низких показателей IPO, поскольку национальные компании до недавнего времени предпочитали проходить процедуру первичного размещения на более развитых биржах Западной Европы, так как это позволяло получить доступ к большему объему капитала. Интегрированные же торговые площадки позволяют проводить процедуру IPO на национальном рынке и предоставлять акции для торгов на нескольких иностранных площадках одновременно.

Таким образом, в развитии фондовых рынков стран Центральной и Восточной Европы, на примере Польши, Чехии, Венгрии, можно выделить такие тенденции, как рост капитализации компаний, представленных на фондовых рынках, высокую степень концентрации рынков, динамичное развитие рынка деривативов, низкие показатели первичных размещений ценных бумаг, низкий уровень развития институциональных инвесторов, активное развитие альтернативных торговых площадок, постоянное совершенствование законодательства и его гармонизация внутри стран Европейского союза, а также активная интеграция торговых площадок с другими биржами региона.

2.3 Текущее состояние, опыт формирования и тенденции развития рынка ценных бумаг «азиатских тигров»

«Азиатскими тиграми» называют быстрорастущие экономики Гонконга, Сингапура, Южной Кореи и Тайваня. Подпитываемые экспортом и быстрой индустриализацией, эти страны последовательно поддерживают высокие уровни экономического роста с 1960-х годов и в совокупности вошли в число самых богатых стран мира [48].

Гонконг и Сингапур являются одними из самых известных мировых финансовых центров, а Южная Корея и Тайвань – важнейшие центры мирового

производства автомобильных и электронных компонентов, а также информационных технологий [48].

Стоит отметить, что многие экономисты не относят Южную Корею к странам с малой открытой экономикой, ввиду высокого уровня экономического развития страны и ее существенного влияния на ряд мировых рынков. Однако Южная Корея интересна для рассмотрения и анализа как новая индустриальная страна первой волны, которой удалось построить один из самых успешных рынков ценных бумаг в мире. По этой причине было принято проанализировать рынки всех стран «азиатских тигров», включая Южную Корею.

Южная Корея

Корейская биржа (KRX) начала свою работу 27 января 2005 года и была создана в результате объединения Корейской фондовой биржи (KSE), автоматизированной котировочной площадки Корейской ассоциации дилеров ценных бумаг (KOSDAQ), на которой совершаются все внебиржевые торги с акциями предприятий, не прошедших листинг, и Корейской фьючерсной биржи (KOFEX). Также внутри биржи существует площадка KONEX, на которой торгуются акции малых и средних предприятий, которые не удовлетворяют требованиям листинга, но испытывают потребность в привлечении капитала. KRX является оператором корейских рынков ценных бумаг и деривативов в соответствии с "Законом о финансовых инвестиционных услугах и рынках капитала" (FSCMA) [55].

Ключевым регулятором на корейском рынке ценных бумаг выступают Министерство экономики и финансов, которое выполняет основные регуляторные функции, и Комиссия по финансовому надзору, ответственная за контроль над деятельностью всех участников рынка ценных бумаг. Большая часть регулирования и контроля осуществляется самой биржей в соответствии с процедурами, одобренными Комиссией по финансовому надзору [70].

Центральный депозитарий Южной Кореи (KSD) был создан в 1974 году в качестве центрального депозитария Южной Кореи и клирингового и трансфертного агента для компаний, акции которых котируются на бирже. Компании по ценным бумагам и другие финансовые посредники обязаны открывать счета и депонировать свои ценные бумаги в KSD. Владельцами KSD являются KRX и 56 финансовых институтов. На бирже в Корее торгуются акции, облигации, ETF, опционы и фьючерсы [55].

По состоянию на апрель 2022 года на Корейской фондовой бирже осуществляются торги акциями 820 компаний (например, Samsung, Daewoo, KIA, KG, Hyundai), 14 компаний прошли процедуру листинга в 2021 году и 1 – в 2022 году. На площадке KOSDAQ котируются акции 1555 компаний, и на площадке – KONEX 128 компаний [55].

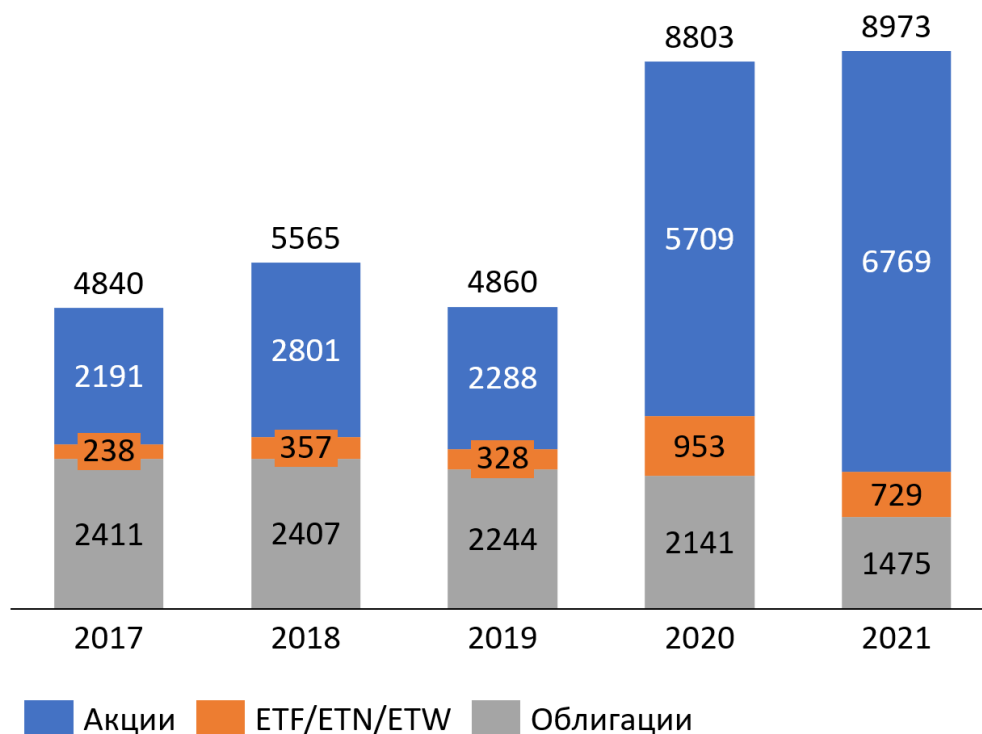


Рисунок 2.6 – Структура оборота спотовой торговли Корейской фондовой биржи, трлн. южнокорейских вон

Примечание: собственная разработка на основе [55]

Анализ динамики оборота на Корейской бирже показывает, что после снижения в 2019 году оборот спотового рынка в 2020 году вырос на 81% и составил 8803 трлн. южнокорейских вон (7,69 трлн. долларов США). В 2021 году существенно увеличился объем операций с акциями, что сопровождалось снижением объема торгов облигациями и структурными продуктами. Стабильно наибольшую долю торгов на спотовом рынке занимают акции (75,4% в 2021 году). Примечательно, что основная торговля облигациями осуществляется внебиржевым способом, что характерно также для рынков Западной Европы (рисунок 2.6).

KRX имеет соглашения, заключенные с Eurex Exchange и Токийской фондовой биржей, что позволяет расширять перечень торгуемых на площадке инструментов, повышать объем привлекаемых инвестиций и оставаться конкурентными на рынке фондовых бирж [55].

На формирование рынка ценных бумаг в Южной Корее существенно повлияла макроэкономическая и стабильность в совокупности с высокими темпами экономического развития. Развитый реальный сектор экономики напрямую повлиял на развитие рынка ценных бумаг, поскольку корейские промышленные гиганты испытывали потребность в привлечении заимствований

и активно эмитировали для этих целей ценные бумаги. Привлекательность торгуемых инструментов обеспечила существенный приток зарубежных прямых и портфельных инвестиций и дала толчок дальнейшему развитию рынка ценных бумаг Южной Кореи. По данным Комиссии финансовых сервисов в 2021 году более 78% всех инвестиций на рынке ценных бумаг Южной Кореи было сделано иностранными физическими и юридическими лицами [58].

Тенденциями развития рынка ценных бумаг Южной Кореи являются развитие биржевой торговли, увеличение объемов привлекаемых зарубежных инвестиций в ценные бумаги, цифровизация совершаемых на фондовой бирже операций, развитие альтернативных торговых площадок с целью масштабирования малых и средних предприятий и их дальнейшего IPO на фондовой бирже Южной Кореи.

Тайвань

Тайваньская фондовая биржа (TWSE, Taiwan Stock Exchange) открылась в 1962 году и с тех пор активно используется компаниями Восточной Азии для привлечения инвестиций. Первоначально на TWSE торговали почти исключительно акциями, но впоследствии она стала предлагать также облигации и другие формы инвестиций. На сегодняшний день Тайваньская фондовая биржа является крупнейшей в стране. В 1994 года была основана Тайбэйская биржа (TPEX), предоставляющая внебиржевой рынок для торговли котируемыми акциями. Кроме того, TPEX предлагает механизмы внебиржевой торговли государственными и корпоративными облигациями, а также деривативами. Тайваньская фьючерсная биржа (TAIFEX, Taiwan Futures Exchange) была создана в 1998 году как компания в соответствии с Законом о фьючерсной торговле. TAIFEX предлагает фьючерсные и опционные контракты на основные фондовые индексы Тайваня, государственные облигации, акции, процентные ставки и сырьевые товары [77].

Тайваньская депозитарно-клиринговая корпорация (TDCC, Taiwan Depository & Clearing Corporation) была создана 27 марта 2006 года в результате слияния Тайваньского центрального депозитария ценных бумаг (TSCD) и Тайваньской депозитарно-клиринговой компании долговых инструментов (DIDC). Она оказывает клиринговые, расчетные и депозитарные услуги всем участникам рынка по всем инструментам, кроме государственных облигаций. Система расчетов по ценным бумагам центрального правительства (CGSS) была создана в сентябре 1997 года, и с тех пор облигации центрального правительства выпускались в бездокументарной форме. CGSS представляет собой систему валовых расчетов в режиме реального времени (RTGS, Real Time Gross Settlement) для выпуска, передачи, погашения и выплаты процентов по облигациям правительства [76].

Центральным регулятором на рынке ценных бумаг выступает Комиссия по финансовому надзору (FSC, Financial Supervisory Commission), которая выполняет роль компетентного органа, ответственного за развитие, надзор, регулирование и экспертизу финансовых рынков и предприятий финансовых услуг в Тайване. Также контролирующим органом выступает Бюро ценных бумаг (SBF), которое отвечает за управление и надзор за выпуском ценных бумаг, торговлей ценными бумагами и фьючерсной торговлей; содействие национальному экономическому развитию; защиту интересов инвесторов; развитие фьючерсного рынка, поддержание фьючерсных торговых ордеров [47].

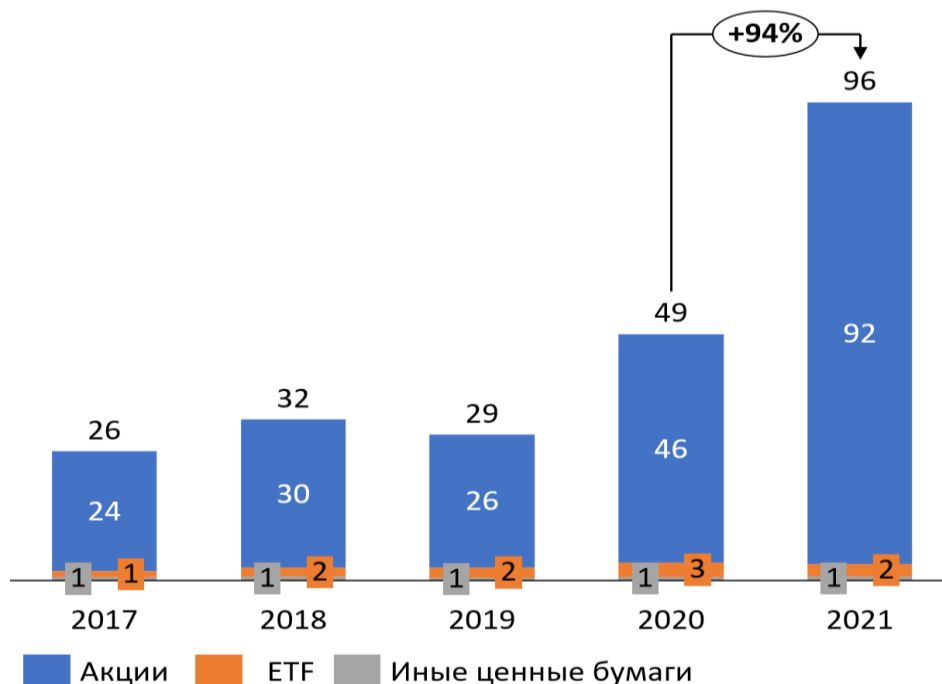


Рисунок 2.7 – Структура оборота спотовой торговли Тайваньской фондовой биржи, трлн. тайваньских долларов

Примечание: собственная разработка на основе [77]

Анализ динамики оборота на Тайваньской бирже показывает, что 2020 год выступил своеобразной точкой роста, когда оборот рынка вырос на 69% и составил 49 трлн. тайваньских долларов. Однако в 2021 году оборот показал еще больший рост на 94% и достиг 96 трлн. тайваньских долларов (3,44 трлн. долларов США). Стабильно наибольшую долю торгов на спотовом рынке занимают акции (96,6% в 2021 году). Примечательно, что на бирже TWSE не осуществляется торговля облигациями, следовательно, можно сделать вывод, что все облигации торгуются на внебиржевом рынке (рисунок 2.7).

По состоянию на 2022 год на TWSE обращались акции 974 компаний (среди них акции TSMC, Foxconn, MediaTek, Chunghwa Telecom), 19 из них прошли процедуру листинга в 2021 году и 7 – в 2022 году. По состоянию на конец 2021 года на бирже обращались акции 78 зарубежных компаний. На бирже TPEx

по состоянию на 2020 год торговались акции 784 компаний. Акции 708 компаний, которые не прошли листинг, также обращаются на рынке (253 из них относятся к категории «развивающиеся акционерные компании») [77].

Основу успешного развития рынка ценных бумаг заложило активное экономическое развитие страны, в частности реального сектора экономики. Это способствовало привлечению и накоплению зарубежного капитала на национальном рынке. Одной из ключевых проблем Тайваня является нестабильная геополитическая ситуация, которая характеризуется борьбой Тайваня за самоопределение, что вылилось в некое подобие политического конфликта с Китаем [76].

Одной из отличительных черт рынка ценных бумаг Тайваня является малое количество торгуемых секьюритизированных и структурных продуктов. После мирового финансового кризиса 2008 года правительство заняло консервативную позицию в отношении секьюритизаций и структурированных продуктов. Например, с 2003 по 2008 год был зарегистрирован 71 случай секьюритизации, одобренный правительством. Однако после финансового кризиса, с 2009 по 2020 год, было одобрено только семь секьюритизаций. Из-за такого отношения правительства развитие секьюритизации и структурированных продуктов практически не продвинулось, поэтому они не пользуются популярностью у тайваньских инвесторов [76].

Текущими направлениями развития рынка ценных бумаг Тайваня являются расширение биржевых операций с зарубежными ценными бумагами (в этих целях в 2021 году были снижены требования к компаниям, желающим пройти процедуру листинга на фондовых биржах Тайваня), усилении регулятивной роли бирж на рынке ценных бумаг, развитие биржевой торговли, развитие альтернативных торговых площадок.

Гонконг

Фондовая биржа Гонконга (SEHK, Hong Kong Stock Exchange) учреждена в соответствии с Постановлением о компаниях в 1980 году. SEHK начала свою деятельность в 1986 году, заменив четыре предыдущие отдельные биржи. Признанная «контролером биржи» в соответствии с Постановлением о ценных бумагах и фьючерсах (SFO), SEHK имеет исключительное право на создание, ведение и поддержание фондового рынка в Гонконге. Фондовая биржа SEHK принадлежит компании Hong Kong Exchanges and Clearing Limited (HKEX). HKEX – это публично торгуемая холдинговая компания, которая является одним из крупнейших операторов рынка в мире. В число ее дочерних компаний входят Фондовая биржа Гонконга и Гонконгская фьючерсная биржа и Лондонская биржа металлов (LME, London Metal Exchange), что делает ее важным институтом на мировых финансовых рынках. Группа также управляет четырьмя

клиринговыми палатами в Гонконге: Hong Kong Securities Clearing Company Limited, HKFE Clearing Corporation Limited, SEHK Options Clearing House Limited и OTC Clearing Hong Kong Limited. HKSCC, HKCC и SEOCH предоставляют своим участникам комплексные клиринговые, расчетные и депозитарные услуги, а OTC Clear предоставляет своим участникам услуги по клирингу и расчетам по внебиржевым процентным деривативам и беспоставочным форвардам [50].

HKEX также выступает в качестве регулирующего органа, осуществляющего надзор за торговой деятельностью компаний, зарегистрированных в Гонконге, и тех, кто участвует в торговых операциях на ее площадке [50].

В результате рационализации регулятивных функций в 1989 году основным государственным регулятором на рынке Гонконга стала Комиссия по ценным бумагам и фьючерсам (SFC, Securities and Futures Commission). SFC является независимым уставным органом, ответственным за обеспечение целостности рынка, соблюдение законодательства о ценных бумагах и фьючерсах, защиту инвесторов и, в частности, надзор за деятельностью HKEX и ее дочерних компаний. SFC также отвечает за вопросы, связанные с поведением участников биржи, новые расследования и дисциплинарные вопросы, касающиеся споров между участниками биржи и их клиентами [49].

По состоянию на апрель 2022 года на Гонконгской фондовой бирже котировались акции 2221 компаний (среди них Alibaba Group, China Construction Bank, AIA Group, Budweiser Brewing), 87 компаний прошли процедуру листинга в 2021 году. Акции еще 349 малых и средних компаний обращаются на альтернативной торговой площадке GEM. За последние 12 лет рынок IPO фондовой биржи в Гонконге 7 раз становился №1 по величине [50].

В 2021 году оборот фондовой биржи Гонконга составил 41,2 трлн. гонконгских долларов (5,2 трлн. долларов США), что на 28 % больше показателя 2020 года. Капитализация рынка на конец декабря 2021 года составила 42,4 трлн. гонконгских долларов, снизившись на 11% по сравнению с сопоставимым показателем годом ранее. Общий оборот секьюритизированных деривативов достиг 4,96 трлн. гонконгских долларов, увеличившись на 8% по сравнению с 2020 годом, и HKEX сохранила свою позицию крупнейшего в мире рынка структурированных продуктов 15-й год подряд. В 2021 году количество новых размещений долговых ценных бумаг достигло рекордно высокого уровня – 508, а общий объем эмиссии составил 1,6 трлн. гонконгских долларов, увеличившись на 18% и 2% соответственно по сравнению с 2020 годом. Общая стоимость оборота долговых ценных бумаг достигла 104 млрд. гонконгских долларов, увеличившись на 58% по сравнению с 2020 годом (рисунок 2.8) [50].

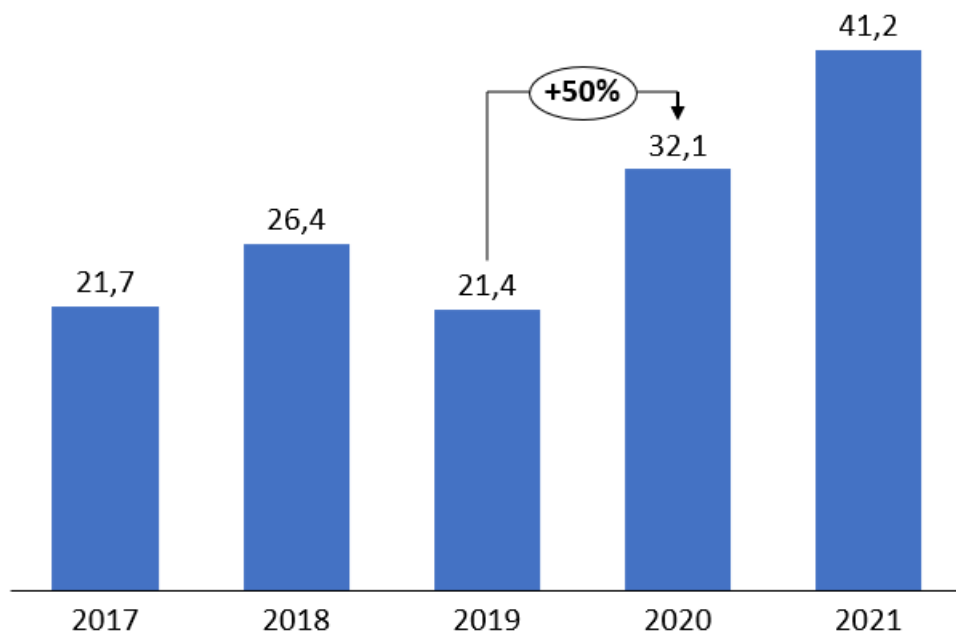


Рисунок 2.8 – Динамика оборота спотового рынка Гонконгской фондовой биржи, трлн. гонконгских долларов

Примечание: собственная разработка на основе [50]

В 2014 году была запущена программа Hong Kong Connect, которая подразумевает взаимный доступ на рынки партнеров. На данный момент такие соглашения заключены с биржами в Шанхае и Шэньчжэне, что в совокупности дает доступ к акциям более чем 6000 компаний [50].

Рынок Гонконга характеризуется стабильной макроэкономической и геополитической обстановкой, высоким уровнем активности иностранных инвесторов и эмитентов, что подтверждается лидирующими позициями Гонконга в количестве проведенных IPO, активным развитием использования секьюритизированных и структурных инструментов, высокими показателями оборотами торговли.

Одними из ключевых направления дальнейшего развития рынка ценных бумаг Гонконга являются его постепенная интеграция с торговыми площадками зарубежных бирж, о чем свидетельствует активное продвижение программы Hong Kong Connect, поддержание высоких показателей IPO, дальнейшее расширение полномочий бирж, как саморегулирующихся организаций и развитие альтернативных торговых площадок.

Сингапур

Сингапурская биржа (SGX, Singapore Exchange) была образована в 1999 году в результате слияния Фондовой биржи Сингапура и Сингапурской

международной валютной биржи. С 1999 года SGX является единственной фондовой биржей в Сингапуре [69].

На SGX предоставляются торговые, клиринговые и депозитарные услуги для акций, облигаций, ETF, американские депозитарные расписки, а также деривативы, включая опционы, фьючерсы.

SGX управляет четырьмя юридическими лицами: Singapore Exchange Securities Trading Ltd, The Central Depository Ltd (CDP), Singapore Exchange Derivatives Trading Ltd, Singapore Exchange Derivatives Clearing Ltd. Таким образом, для Сингапурской биржи характерна нестандартная структура, так как фактически она состоит из двух независимых в юридическом плане бирж: Сингапурской биржи для торговли ценными бумагами и Сингапурской биржи для торговли деривативами [69].

Финансовый рынок Сингапура регулируется Законом об индустрии ценных бумаг (SIA, Securities Industry Association) 1986 года, в соответствии с ним были созданы два регулирующих органа на рынке ценных бумаг Сингапура: Валютное управление Сингапура и Совет индустрии ценных бумаг. Валютное управление Сингапура (MAS, Monetary Authority of Singapore) отвечает за администрирование Закона и устанавливает правила функционирования всех участников рынка ценных бумаг, в то время как Совет индустрии ценных бумаг (SIC, Securities Industry Council) создан в качестве консультативного и совещательного органа при Министерстве финансов. SIC управляет и обеспечивает соблюдение Сингапурского кодекса по поглощениям и слияниям, который был введен в 1992 году для обеспечения руководства по принципам надлежащей деловой практики в этих областях. Помимо этого, SGX является саморегулируемой организацией, поскольку помимо коммерческих целей, которые она преследует в качестве листинговой компании, SGX имеет обязательства по регулированию и общественные интересы в качестве регулятора рынка [68].

В рамках биржи также развивается площадка Catalyst, на которой котируются акции малых и средних быстрорастущих компаний [69].

По данным на апрель 2022 года на SGX торговались акции 682 компаний, среди них Baidoo.com, DBS, OCBC Bank, Singtel, Singapore Airlines) [69].

На основе статистики, предоставляемой SGX к спотовому рынку, относятся акции, ETF, структурные варранты, ежедневные сертификаты кредитного плеча, варранты компаний. На основе полученной информации, можно заметить, что в 2021 году объем торгов сократился на 7% и опустился до 317 трлн. сингапурских долларов. Наибольшую долю в обороте занимают акции, торгуемые на основном рынке, с показателем в 96,5%. Информация по объему торговли облигациями SGX не предоставляет (рисунок 2.9) [69].

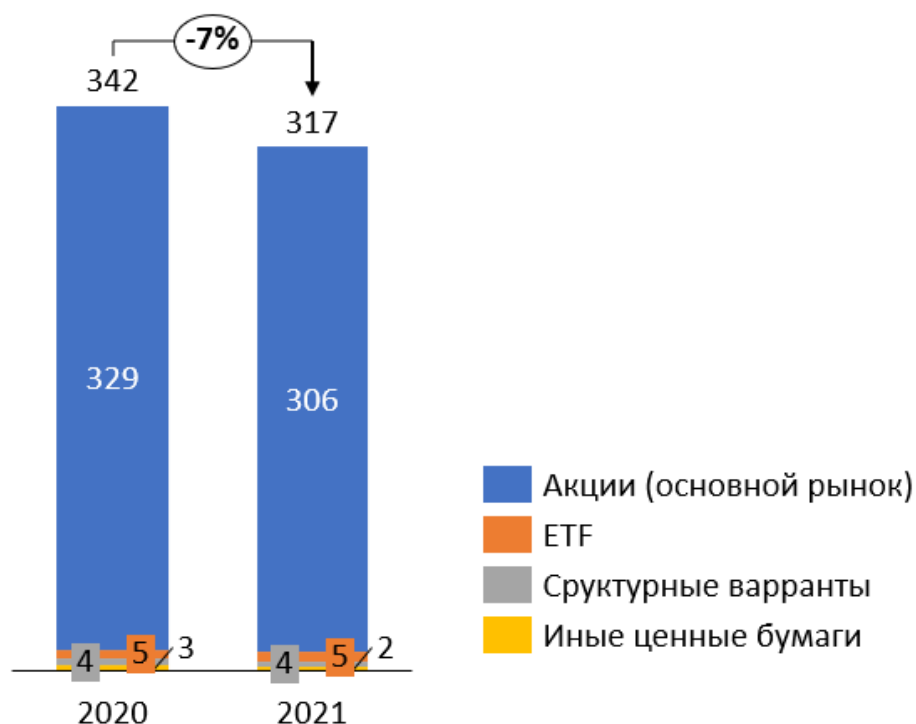


Рисунок 2.9 – Структура оборота спотового рынка Сингапурской фондовой биржи, трлн. сингапурских долларов

Примечание: собственная разработка на основе [69]

SGX активно продвигает свои услуги на зарубежные рынки, с целью привлечения зарубежных инвесторов и компаний, которые потенциально могут провести первичное размещение своих ценных бумаг на сингапурской фондовой бирже, что подтверждается тем, что офисы компании представлены в 24 странах [69].

Рынок ценных бумаг Сингапура формировался под воздействием факторов, типичных для стран «азиатских тигров»: активный экономический рост, развитие реального сектора экономики, существенный поток иностранных инвестиций.

На данном этапе тенденциями развития рынка ценных бумаг Сингапура является активная интернационализация деятельности национальной биржи, интеграция с зарубежными торговыми площадками, поддержание высоких показателей оборота фондового рынка, развитие альтернативной торговой площадки, повышение привлекательности национальной биржи для прохождения процедуры IPO зарубежными эмитентами.

Таблица 2.6 – Сравнительный анализ рынков ценных бумаг Южной Кореи, Тайваня, Гонконга и Сингапура

	Ед. изм.	Южная Корея	Тайвань	Гонконг	Сингапур
ВВП	млрд \$ США	1823,8	774,8	368,1	388,5
ИПЦ	%	2,5	1,8	1,6	1,3
Капитализация фондового рынка	% от ВВП	128,8	259,3	1477,2	191,9
Размер рынка национальных облигаций	млрд \$ США	2166,6	351,4	237,6	405,3
Размер рынка иностраннных облигаций	млрд \$ США	177,4	16,3	338,2	87,7
Доля акций в обороте спотового рынка	% от оборота	75,4	96,6	87,7	96,5
Портфельный капитал, чистый приток	млрд \$ США	-15,8	на	-4,2	3,2
Приток ПИИ (2020 год)	% от ВВП	0,6	1,1	33,4	25,7
ПИИ за рубеж (2020 год)	% от ВВП	2,1	1,4	24,1	9,5
Интеграция фондовой биржи с зарубежными биржами	Да/Нет	Да	Нет	Да	Да
Наличие альтернативной торговой площадки	Да/Нет	Да	Да	Да	Да

Примечание: собственная разработка на основе [28, 39, 40, 50, 55, 61, 62, 69, 77, 81, 82].

Таким образом, можно сделать вывод, что рынки ценных бумаг стран «азиатских тигров» являются одними из самых развитых и привлекательных в мире. Факторами успешного развития рынков ценных бумаг стали:

- Активное макроэкономическое развитие и макроэкономическая стабильность стран;
- Развитие предприятий производственного сектора экономики, что послужило толчком к началу активного заимствования денежных средств путем эмиссии и обращения ценных бумаг;
- Активное привлечение зарубежных инвестиций из США, Японии и Китая, что позволило «разогреть» национальные рынки ценных бумаг и стимулировать движение капитала;

На основе проведенного анализа, в развитии рынков ценных бумаг стран «азиатских тигров» можно выделить следующие тенденции:

- Высокие показатели капитализации фондовых рынков;
- Высокий уровень концентрации операций в ключевых финансовых центрах;
- Одни из самых высоких показатели IPO в мире;
- Активное привлечение зарубежного капитала на национальные рынки ценных бумаг;
- Активное развитие альтернативных торговых площадок;
- Активная интеграция торговых площадок с другими биржами региона, в частности Китая.

ГЛАВА 3

ПРИМЕНЕНИЕ ОПЫТА СТРАН С МАЛОЙ ОТКРЫТОЙ ЭКОНОМИКОЙ В РАЗВИТИИ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ В РЕСПУБЛИКЕ БЕЛАРУСЬ

3.1 Текущее состояние рынка ценных бумаг в Республике Беларусь

Становление рынка ценных бумаг является одной из ключевых проблем трансформации национальной экономики, поскольку рынок ценных бумаг является одним из основных рыночных институтов, способствует эффективному перераспределению свободного капитала и напрямую влияет на экономическое благосостояние экономических субъектов и страны в целом, что подтверждается многочисленными примерами по всему миру.

С момента распада Советского союза бывшие страны-участницы в Центральной и Восточной Европе начали активно развивать рынки ценных бумаг, используя в этих целях приватизационные процессы (подходы стран Центральной и Восточной Европы к построению и развитию рынка ценных бумаг рассмотрены в подразделе 2.2). Однако Беларусь стала одной из немногих стран, которые такой возможностью не воспользовались и начали строить рынок ценных бумаг значительно позже, сохранив большинство акций в государственной собственности, но при этом запустив в обращение на бирже акции всех открытых акционерных обществ страны [18, 22].

Белорусский рынок ценных бумаг начал формироваться в 1998 году с созданием Белорусской валютно-фондовой биржи в юридическо-правовой форме открытого акционерного общества (по состоянию на апрель 2022 года более 99,9% акций находятся в собственности государства). На данный момент биржа обслуживает все сегменты организованного финансового рынка Беларуси: фондовый, валютный, денежный и срочный сегменты [30].

Основным регулятором рынка ценных бумаг в Беларуси выступает Департамент по ценным бумагам Министерства финансов Республики Беларусь, созданный в 2006 году на базе Комитета по ценным бумагам. В соответствии с положением о Департаменте о ценных бумагах он ответственен за государственное регулирование рынка ценных бумаг, контроль и регистрацию эмиссионной деятельности на территории Беларуси, контроль за обращением и погашением ценных бумаг, лицензирование и контроль деятельности профессиональных участников рынка. Помимо этого, Департамент обеспечивает

государственное регулирование по части секьюритизации и инвестиционных фондов [17].

Основу регулирования рынка ценных бумаг в Беларуси составляют Закон «О рынке ценных бумаг», который разработан в соответствии с международными стандартами и положениями ЕС, Закон «Об инвестиционных фондах», который положил начало формированию институтов коллективного инвестирования, Указ президента Республики Беларусь «О вопросах эмиссии и обращения акций с использованием иностранных депозитарных расписок», который характеризует условия размещения акций на международных рынках с использованием иностранных депозитарных расписок, и иные нормативно-правовые акты [17].

В Республике Беларусь функционирует двухуровневая депозитарная система, где верхним уровнем является Республиканский центральный депозитарий, а второй уровень формируют депозитарии, установившие корреспондентские отношения с Центральным депозитарием. На конец 2021 года корреспондентские отношения с центральным депозитарием были установлены у 30 организаций: Национального банка Республики Беларусь, 15 коммерческих банков и 14 организаций небанковской сферы [24].

По состоянию на 1 января 2022 года в Республике Беларусь профессиональную деятельность на рынке ценных бумаг осуществляли 52 организации (24 банка и 28 организаций небанковской сферы), что на 4 профессиональных участника меньше по сравнению с 2021 годом (рисунок 3.1).

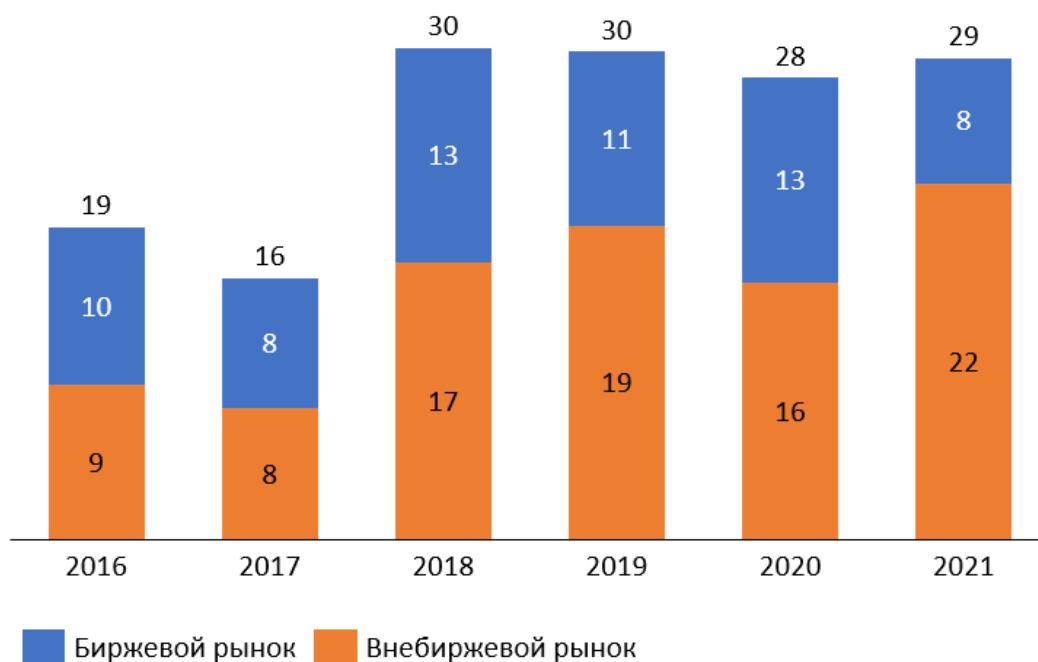


Рисунок 3.1 – Структура оборота рынка ценных бумаг Беларуси, млрд. рублей

Примечание: собственная разработка на основе [11]

В 2021 году объем операций на рынке ценных бумаг Беларуси составил 29,3 млрд. рублей (около 11,4 млрд. долларов США) (рисунок 3.2). Можно заметить, что с 2018 года по 2021 год объем операций остался стабильным, что свидетельствует о том, что на рынке Беларуси не сказался мировой рост биржевых операций в связи с восстановлением мировой экономики после пандемии COVID-19 в 2020 году. Анализ структуры оборота показывает, что большинство операций с ценными бумагами совершается на внебиржевом рынке (75,9% в 2021 году), что может свидетельствовать или о неразвитости фондовой биржи, или о превалировании объема сделок с облигациями или деривативами, т.к. для этих рынков характерны внебиржевые торги [11].

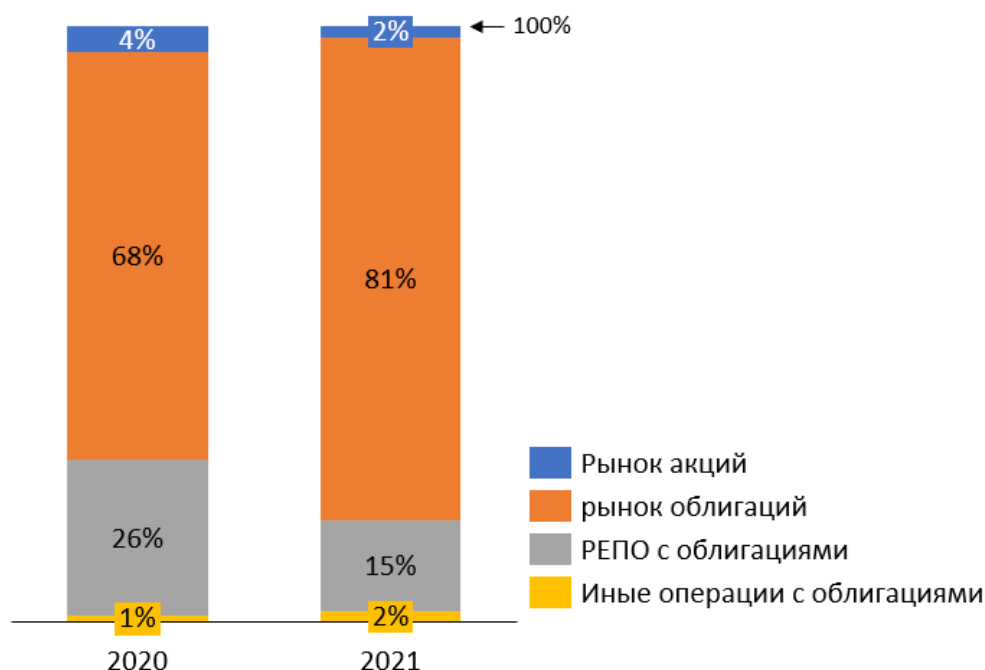


Рисунок 3.2 – Структура операций на рынке ценных бумаг Беларуси

Примечание: собственная разработка на основе [11]

Структура операций рынка ценных бумаг Беларуси показывает, что более половины сделок на рынке ценных бумаг Республики Беларусь приходится на операции на рынке облигаций (80,9% в 2021 году). Второе место по объему занимают операции РЕПО с облигациями – 15% в 2021 году. Сделки РЕПО – сделка купли определенной ценной бумаги с обязательством обратной продажи этой ценной бумаги через определенный срок и по заранее определенной цене (сделка СВОП с ценными бумагами). Объем операций с акциями составляет всего 2%, что говорит о том, что основным инструментом на рынке ценных бумаг Беларуси являются облигации (рисунок 3.2) [11].

По состоянию на 1 января 2022 года на рынке Беларуси количество эмитентов составляло 4012, из них 2134 – в организационно правовой форме ОАО, и 1878 – ЗАО [11].

Анализ динамики оборота акций говорит о том, что доля внебиржевого оборота акций составляла более 90% с 2017 года по 2021 год, за исключением 2018 года, когда доля биржевых операций составила 14% (рисунок 3.3). В 2021 году доля биржевых операций составила всего 9%. Это может говорить о том, что Белорусская валютно-фондовая биржа не соответствует запросам рынка и не удовлетворяет потребности игроков, а также о том, что большинство акций ОАО являются неликвидными: несмотря на большее количество ОАО, чем ЗАО, объем сделок с акциями ЗАО занимает долю в 27,2% оборота, в то время как акции ОАО составляют 12% [11].

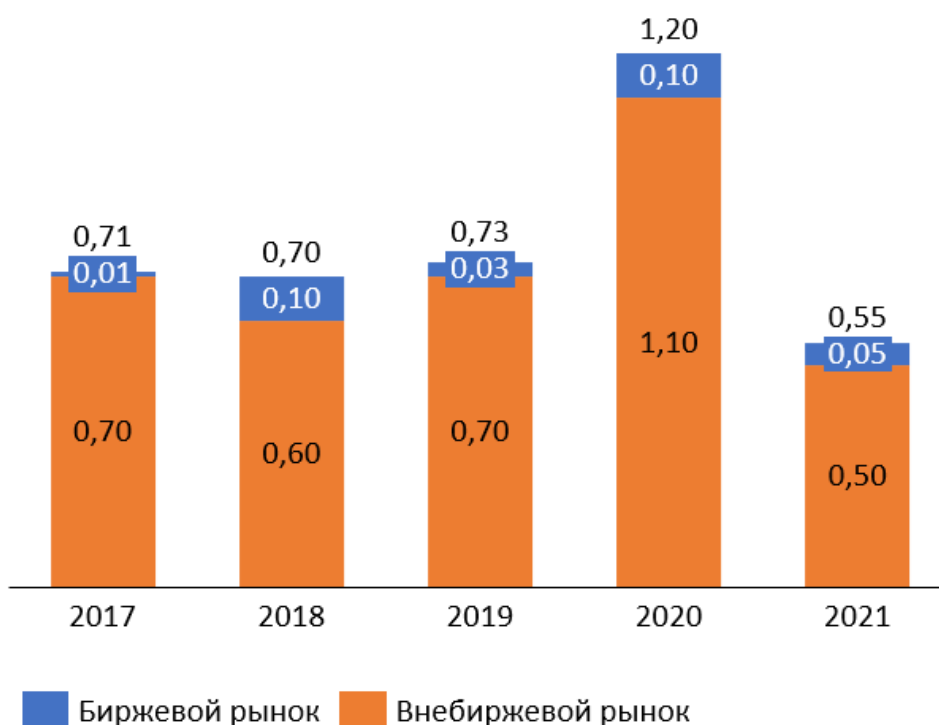


Рисунок 3.3 – Динамика операций на рынке акций Беларуси, млрд рублей

Примечание: собственная разработка на основе [11]

Дополнительной причиной большого объема сделок с акциями на внебиржевом рынке можно считать реструктуризацию долга акционерными обществами, подразумевающую передачу дополнительно эмитируемых акций кредитору. Например, в 2020 году Беларусбанк реструктуризировал долг ОАО «Белшина» путем приобретения 15,4% акций компании на сумму 28 млн. белорусских рублей [25].

Рынок облигаций Республики Беларусь намного более развит, по сравнению с рынком акций. По состоянию на конец 2021 года количество эмитентов облигаций составляло 269 (не учитывая ценные бумаги Министерства

финансов и облигации Национального банка Республики Беларусь). Из них 20 являются банками, 199 – предприятиями и 48 – органы местной власти [11].

В общем объеме облигаций 33% в 2021 году приходилось на государственные ценные бумаги, 25% – на облигации банковских учреждений и 32% – на облигации предприятий (рисунок 3.4), что явно контрастирует со структурой рынков облигаций развитых стран, где доля облигаций финансовых учреждений превосходит долю облигаций предприятий нефинансового сектора.

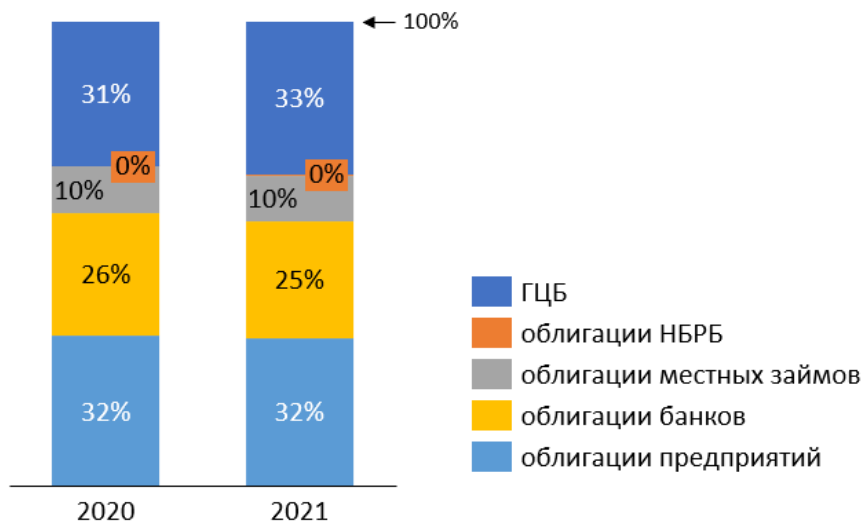


Рисунок 3.4 – Структура объема облигаций по видам эмитентов

Примечание: собственная разработка на основе [11]

По данным Министерства финансов Республики Беларусь 44% облигаций были номинированы в белорусских рублях, 36,3% – в долларах США, 15,6% – в евро и 3,9% – в российских рублях.

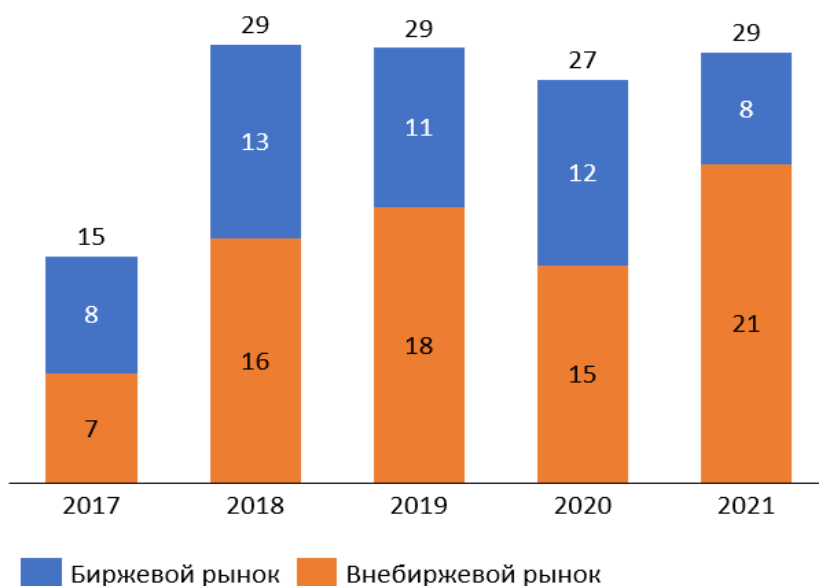


Рисунок 3.5 – Динамика операций на рынке облигаций, млрд. рублей

Примечание: собственная разработка на основе [11]

Динамика операций на рынке облигаций Республики Беларусь характеризуется преобладанием внебиржевых торгов, что характерно для рынков ценных бумаг мира (рисунок 3.5).

В 2021 году более 72% всех операций с облигациями пришлось на биржевой рынок, что составило 21 млрд. белорусских рублей. Последние 4 года динамика торгов колеблется в диапазоне от 26,9 до 29,2 млрд. белорусских рублей.

Примечательно, что 48% всех сделок на рынке облигаций пришлись на сделки с облигациями банков, 21,2% – на сделки с облигациями Национального банка Республики Беларусь и 15,5% – на сделки РЕПО с облигациями [11].

На внебиржевом рынке в 2021 году 59% всех сделок пришлось на операции с банковскими облигациями, в то время как на биржевом 49,6% всех сделок пришлось на сделки РЕПО с государственными ценными бумагами. Основной причиной спроса на сделки РЕПО можно назвать кризис ликвидности и повышенный спрос на иностранную валюту, которые наблюдались в 2020–2021 годах [11].

По данным информационного агентства Cbonds на 31 марта 2022 года объем рынка иностранных облигаций Республики Беларусь составляет 4,13 млрд. долларов США. Из них 3,25 млрд. долларов США приходится на иностранные государственные облигации и 0,87 млрд. долларов США на иностранные облигации предприятий [29].

Таким образом, проанализировав текущее состояние рынка ценных бумаг Беларуси, можно сделать следующие основные выводы:

- ОАО «Белорусская валютно-фондовая биржа» является биржевой площадкой как на валютном, так и на фондовом рынке;
- в Беларуси функционирует двухуровневая депозитарная система;
- наибольшую долю оборота рынка ценных бумаг Республики Беларусь занимают долговые ценные бумаги (98% в 2021 году);
- наибольший объем операций с ценными бумагами в Республике Беларусь приходится на внебиржевой рынок (75,9% в 2021 году);
- на белорусском рынке ценных бумаг не обращаются ценные бумаги иностранных эмитентов, в том числе эмитентов из стран ЕАЭС.

3.2 Проблемы развития рынка ценных бумаг в Республике Беларусь

Одним из основных критериев успешного развития рынка ценных бумаг является макроэкономическая стабильность. На основе данных Международного валютного фонда и Национального статистического комитета Республики Беларусь (таблица 3.1) можно сделать вывод, что в ближайшие несколько лет белорусская экономика будет испытывать существенные экономические потрясения, связанные в первую очередь с военным конфликтом в Украине и санкционным влиянием, что только усугубит неблагоприятную ситуацию, сложившуюся на рынке в 2020–2021 годах.

Таблица 3.1 – Некоторые макроэкономические показатели Республики Беларусь

	Ед. измер.	2020	2021	2022	2023	2024	2025
ВВП	млрд. \$	61,31	68,21	59,39	60,19	62,87	64,82
Рост реального ВВП	%	-0,7	2,3	-6,4	0,4	2,2	0,7
ИПЦ	%	5,5	9,5	12,6	14,1	11,7	7,1
Приток ПИИ (прямые)	млрд. \$	6,0	6,6	па	па	па	па
Приток ПИИ (портфельные)	млрд. \$	0,005	0,004	па	па	па	па
Отток ПИИ (прямые)	млрд. \$	4,3	5,5	па	па	па	па
Отток ПИИ (портфельные)	млрд. \$	0,3	0,03	па	па	па	па

Примечание: собственная разработка на основе [13, 52])

Ожидается, что в 2022 году валовый внутренний продукт Беларуси в реальном выражении сократится на 6,4% и составит 59,39 млрд. долларов, в 2023 году ожидается незначительный рост ВВП – на 0,4%. По прогнозам Международного валютного фонда, экономика Республики Беларусь к 2025 году не восстановится до уровня 2021 года, инфляция в 2022–2024 годах будет колебаться в диапазоне от 11,7% до 14,1%, что существенно выше целевых показателей [52].

Ожидается сокращение прямых иностранных инвестиций в экономику Республики Беларусь, что связано в первую очередь с неблагоприятной

экономической обстановкой в Российской Федерации (основном инвесторе в экономику Республики Беларусь), в связи с введенными санкциями.

18 марта 2022 года международное рейтинговое агентство Standard & Poor's понизило кредитный рейтинг Республики Беларусь по долгосрочным обязательствам в иностранной и национальной валюте до уровня «ССС» (преддефолтный) и понизило рейтинг по краткосрочным обязательствам до уровня «С», сохранив при этом негативный прогноз. Такого же мнения относительно кредитных рейтингов по обязательствам Республики Беларусь придерживается и международное рейтинговое агентство Fitch Ratings (таблица 3.2) [5].

Таблица 3.2 – Кредитные рейтинги Республики Беларусь [5].

Рейтинговое агентство	Долгосрочный рейтинг	Краткосрочный рейтинг	Прогноз	Дата оценки
Standard & Poor's	ССС	С	Негативный	18.03.2022
Fitch Ratings	ССС	С	-	07.03.2022

На основе проанализированных данных можно сделать вывод, что макроэкономическая ситуация в Республике Беларусь не будет располагать к увеличению инвестиционных потоков в белорусский рынок ценных бумаг как со стороны зарубежных, так и со стороны национальных инвесторов.

На основе данных Министерства Финансов Республики Беларусь можно заметить, что доля биржевых операций на рынке акций существенно уступает внебиржевым оборотам. Это не характерно для стран Европы, рынки которых являются одними из самых ключевых в мире (биржевой оборот акций составляет в среднем более 75% для стран Европейского союза) [39]. Это обуславливается также и усиливающейся глобальной тенденцией к переносу большинства на биржевые и альтернативные торговые площадки.

По данным Белорусской валютно-фондовой биржи в Республике Беларусь не существует ни одного маркет-мэйкера на фондовом рынке. Маркет-мэйкеры – это организации, которые поддерживают ликвидность рынка путем непосредственного участия в сделках с ценными бумагами. Их целью является не получение прибыли, а нивелирование спроса и предложения путем прямого участия в торгах. Отсутствие маркет-мэйкеров негативно сказывается на ликвидности торгуемых ценных бумаг и на привлекательности инвестирования в том числе [21, 30].

Помимо малой доли биржевого оборота можно заметить существенное различие в количествах котируемых акций в анализируемых странах. На валютно-фондовой бирже в Беларуси торгуются акции более 2000 компаний, что существенно превосходит показатели стран с гораздо более развитыми рынками. Показатели рыночных оборотов говорят о том, что большинство акций являются неликвидными и не пользуются спросом у инвесторов. Следовательно, необходим пересмотр правил листинга акций, с целью установки минимальных значений квартального оборота и исключения с биржи неликвидных ценных бумаг. На текущий момент причинами низкой ликвидности обращаемых ценных бумаг являются неразвитость биржевого рынка, недоверие инвесторов к акциям белорусских предприятий, высокая рискованность инвестирования в связи с нестабильной макроэкономической и политической обстановкой и введением санкций, и, как результат, низкой заинтересованностью инвесторов в приобретении акций белорусских компаний [21].

Также можно заметить, что на белорусском рынке ценных бумаг представлено малое количество торгуемых инструментов: только акции, облигации, фьючерсы. Рынок биржевых и внебиржевых деривативов в Республике Беларусь находится на начальной стадии развития, и, учитывая, что самые большие ежедневные объемы мировых торгов приходятся на деривативы, можно сделать вывод, что этот рынок производных инструментов необходимо расширять, постепенно наращивая количество обращаемых на бирже фьючерсов и опционов.

На рынке Республики Беларусь отсутствуют инвестиционные фонды несмотря на то, что в 2017 году был принят закон «Об инвестиционных фондах», позволяющий их создавать. Это можно объяснить нестабильной макроэкономической ситуацией и низкой культурой частных инвесторов, поскольку условия для организации инвестиционных фондов в Беларуси созданы. Дополнительным ограничением является то, что финансовые инструменты, эмитированные нерезидентами Республики Беларусь не должны превышать 30% имущества инвестиционного фонда [14, 21].

Низкий уровень финансовой грамотности населения также существенно сказывается на уровне активности на рынке ценных бумаг и фондовых биржах. Привлечение капитала путем эмиссии ценных бумаг в Беларуси возможно лишь с 1998 года, поэтому необходимо повышать осведомленность юридических и физических лиц о возможностях, которые рынки ценных бумаг предоставляют как заемщикам капитала, так и инвесторам. По заказу Национального банка Республики Беларусь в 2020 году Национальная академия наук провела оценку и анализ финансовой грамотности населения Беларуси. Одним из вопросов был: «Делали ли Вы лично либо совместно с членами Вашей семьи сбережения любым из следующих способов за последние 12 месяцев?» Из 1500 респондентов

лишь 0,5% выбрали вариант ответа: «Покупка ценных бумаг (акций, облигаций)» [15, 21].

Таким образом можно сделать вывод, что основными сдерживающими факторами в развитии рынка ценных бумаг Беларуси являются: нестабильная макроэкономическая обстановка, отсутствие развитого биржевого рынка, отсутствие маркет-мэйкеров, наличие на бирже большого количества неликвидных ценных бумаг, малое количество торгуемых инструментов, отсутствие институтов коллективного инвестирования, низкая финансовая грамотность населения [21].

3.3 Перспективы применения опыта стран с малой открытой экономикой в Республике Беларусь

На основе проведенного выше анализа можно сделать вывод, что белорусский рынок ценных бумаг находится на начальной стадии развития и по всем рассмотренным показателям уступает рынкам стран Западной Европы, Центральной и Восточной Европы и рынкам стран «азиатских тигров». Одним из основных различий рассматриваемых рынков ценных бумаг является уровень макроэкономической стабильности, который является фундаментом построения рынка ценных бумаг. Стабильность национального рынка, на котором функционирует биржа и эмитенты ценных бумаг напрямую влияют на стоимость ценных бумаг и ожидаемую доходность, что отражается в премии за инвестирование в определенную страну (country risk premium) (рисунок 3.6).

Из диаграммы следует, что премия за инвестирование в Беларусь существенно превышает премии стран Западной Европы, Центральной и Восточной Европы и рынка стран «азиатских тигров».

Следовательно, для развития белорусского рынка ценных бумаг и его полноценного включения в международные инвестиционные потоки, в первую очередь необходимо стабилизировать макроэкономические колебания, что позволит снизить риск инвестирования в Республику Беларусь и минимальную ожидаемую доходность белорусских ценных бумаг [20].

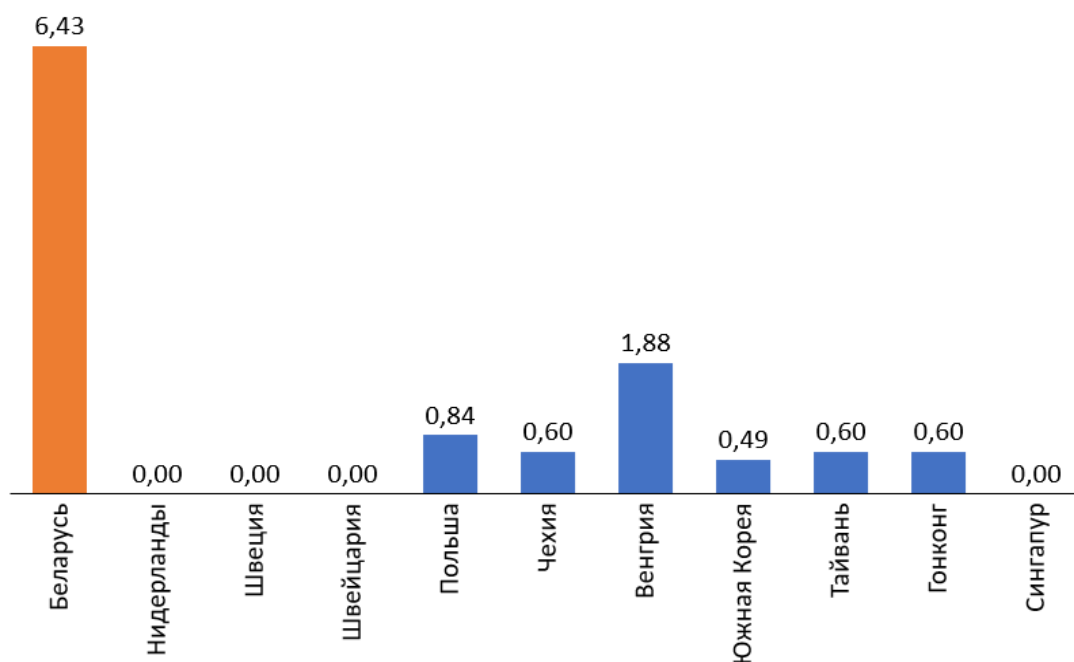


Рисунок 3.6 – Премия за инвестирование в анализируемые страны, %

Примечание: собственная разработка на основе [36]

Множество практик, применяемых в анализируемых странах Западной Европы, Центральной и Восточной Европы и стран «азиатских тигров», может быть использовано для развития белорусского рынка ценных бумаг и повышения его инвестиционной привлекательности. В их числе:

- принятие государственных планов и программ с целью повышения финансовой грамотности населения. По данным ОЭСР, все анализируемые европейские страны (за исключением Швейцарии) имеют утвержденную стратегию по повышению финансовой грамотности населения несмотря на то, что их показатели в Европе одни из самых высоких [63];
- создание институтов коллективного инвестирования напрямую повлияет на рынок ценных бумаг, поскольку во всех анализируемых странах активы коллективных институтов имеют существенный объем по отношению к национальному ВВП (для анализируемых стран: от 8,5% для Чехии до 114,8% для Нидерландов). Большинство этих активов вкладывается в рынок ценных бумаг, как один из наиболее выгодных механизмов увеличения инвестиционного капитала;
- развитие биржевого рынка, как самого оптимального механизма торговли стандартизированными ценными бумагами. Преимуществами биржевых операций являются повышенная ликвидность торгуемых активов, транспарентность совершаемых сделок, доступ инвесторов к большому перечню торгуемых инструментов и фактическое отсутствие необходимости поиска

«физического» партнера для совершения операции купли-продажи, расширение перспектив привлечения нового капитала в лице компаний, желающих пройти процедуру IPO на национальном рынке, стимулирование населения и институциональных инвесторов к инвестированию свободного капитала. Для этих целей рекомендуется:

1. Развитие присутствия на рынке маркет-мэйкеров, что позволит напрямую «разогреть» рынок путем увеличения биржевых и внебиржевых оборотов, повысить ликвидность торгуемых ценных бумаг, сгладить возможные колебания цен на рынке под воздействие внутренних и внешних шоков;

2. Корректировка правил листинга ценных бумаг на белорусской валютно-фондовой бирже с ужесточением критериев листинга и внесением ограничивающих правил по объемам обращения ценных бумаг. Это позволит убрать с рынка неликвидные ценные бумаги и оптимизировать процессы принятия инвестиционных решений;

3. Создание альтернативных торговых площадок для привлечения капитала малыми и средними предприятиями, которые не могут пройти процедуру листинга по причине несоответствия требованиям по величине активов и т.д. Это позволит наладить процесс привлечения инвестиций малыми и средними предприятиями и также создаст потенциал для последующего полноценного листинга на белорусской валютно-фондовой бирже;

4. Интеграция с торговыми площадками других, более развитых бирж – практика, которая активно применяется всеми рассмотренными странами кроме Тайваня. Это позволяет без масштабных затрат существенно увеличить количество торгуемых на совместной площадке инструментов, повысить оборачиваемость и ликвидность ценных бумаг, увеличить инвестиционную привлекательность фондовой биржи и повысить потенциал биржи в плане прохождения процедуры IPO [20].

Таким образом, на основе проведенного анализа функционирования рынков ценных бумаг стран с малой открытой экономикой Западной, Центральной и Восточной Европы и стран «азиатских тигров», можно выделить следующие направления развития белорусского рынка ценных бумаг: стабилизация макроэкономических колебаний экономики, разработка государственной стратегии по повышению финансовой грамотности населения, развитие биржевого рынка ценных бумаг, развитие присутствия маркет-мэйкеров, создание институтов коллективного инвестирования, корректировка правил листинга на Белорусской валютно-фондовой бирже, создание альтернативных торговых площадок и возможная интеграция торговой площадки с площадками более развитых фондовых бирж [20].

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Рынок ценных бумаг, как часть рынка капиталов, является площадкой, на которой происходит процесс эмиссии (выпуска) и обращения ценных бумаг, которые имеют стоимостную оценку и могут свободно обращаться как на биржевом, так и внебиржевом рынках. Развитие рынка ценных бумаг, как совокупности всех экономических отношений, которые возникают между его участниками во время операций по выпуску и обращению ценных бумаг, является важным условием развития экономики любой страны.

Участники рынков ценных бумаг в зависимости от их функционального назначения формируют 3 крупные категории: эмитенты, инвесторы и субъекты, занимающиеся обслуживанием рынка. Это обуславливает то, что рынок ценных бумаг представляет собой сложную экосистему, каждое из звеньев которой играет свою важную роль и напрямую влияет на эффективность деятельности рынка.

Государство на рынке ценных бумаг является уникальным институтом, поскольку оно является не только активным участником, проводящим операции по эмиссии и покупке ценных бумаг в целях проведения монетарной политики и финансирования государственного бюджета, но также вступает и в роли регулятора, создающего правила игры для всех участников рынка.

В работе проанализированы рынки ценных бумаг стран с малой открытой экономикой Западной Европы (на примере Нидерландов, Швейцарии, Швеции), Центральной и Восточной Европы (на примере Польши, Чехии, Венгрии) и стран «азиатских тигров» (на примере Гонконга, Сингапура, Южной Кореи, Тайвани).

Анализируемые страны формировали свои рынки ценных бумаг под воздействием следующих факторов: макроэкономической надежности, так как для рассмотренных стран характерен низкий уровень инфляции, свободное движение капиталов как внутри страны, так и за рубеж, стабильность национальной валюты и т.д.; наличия свободного национального и зарубежного капитала, что подтверждается величиной показателей активов инвестиционных и пенсионных фондов и страховых организаций в рассматриваемых странах; активной внешнеэкономической деятельности национальных компаний во всех сферах экономики, как фактора, который способствует накоплению капитала и стимулирует потребность в заемном капитале, таким образом, влияя на развитие финансового рынка и рынка ценных бумаг в частности; информационной обеспеченности, поскольку доступность и открытость информации об инвестиционных продуктах является одним из ключевых факторов принятия инвестиционного решения.

К тенденциям развития рынков ценных бумаг проанализированных стран можно отнести: активное создание цифровых площадок и развитие обращения

цифровых финансовых инструментов; усиление концентрации операций на крупнейших финансовых площадках; интеграцию национальных бирж с созданием единых торговых площадок с зарубежными биржами; гармонизацию законодательств; развитие альтернативных торговых площадок для малых и средних предприятий.

Основные выводы, полученные при анализе рынка ценных бумаг Республики Беларусь, заключаются в следующем: ОАО «Белорусская валютно-фондовая биржа» является биржевой площадкой как на валютном, так и на фондовом рынке; в Беларуси функционирует двухуровневая депозитарная система; наибольшую долю оборота рынка ценных бумаг Республики Беларусь занимают долговые ценные бумаги (98% в 2021 году); наибольший объем операций с ценными бумагами в Республике Беларусь приходится на внебиржевой рынок (75,9% в 2021 году); на белорусском рынке ценных бумаг не обращаются ценные бумаги иностранных эмитентов, в том числе эмитентов из стран ЕАЭС.

Основными сдерживающими факторами в развитии рынка ценных бумаг Беларуси являются нестабильная макроэкономическая обстановка, отсутствие развитого биржевого рынка, отсутствие маркет-мэйкеров, наличие на бирже большого количества неликвидных ценных бумаг, малое количество торгуемых инструментов, отсутствие институтов коллективного инвестирования, низкая финансовая грамотность населения.

На основе проведенного анализа функционирования рынков ценных бумаг стран с малой открытой экономикой Западной Европы, Центральной и Восточной Европы и стран «азиатских тигров» можно выделить следующие направления развития белорусского рынка ценных бумаг: стабилизация макроэкономических колебаний экономики, разработка государственной стратегии по повышению финансовой грамотности населения, развитие биржевого рынка ценных бумаг, развитие присутствия маркет-мэйкеров, создание институтов коллективного инвестирования, корректировка правил листинга на Белорусской валютно-фондовой бирже, создание альтернативных торговых площадок и возможная интеграция торговой площадки с площадками более развитых фондовых бирж.

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ

1. Асаул, А. Н. Рынок ценных бумаг: учебник / А. Н. Асаул, В. К. Севек, Р. М. Севек. – Кызыл : ТывГУ, 2013. – 232 с.
2. Боровкова, В. А. Рынок ценных бумаг: тесты и задачи / В. А. Боровкова, В. А. Боровкова. – Санкт-Петербург : Питер, 2007. – 60 с.
3. Васильев, А. А. Государственное регулирование фондового рынка в макроэкономическом управлении : дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 / А. А. Васильев. – М., 2014. – 141 л.
4. Давыденко, Е. Л. Европейские страны с малой экономикой. Особенности внешней торговли и инновационного развития / Е. Л. Давыденко, Е. С. Ботеновская. – Минск : БГУ, 2015. – 275 с.
5. Кредитные рейтинги Республики Беларусь [Электронный ресурс] : Министерство финансов Республики Беларусь. – Режим доступа: https://www.minfin.gov.by/ru/public_debt/ratings/. – Дата доступа: 25.03.2022.
6. Лебедев, Д. В. Институциональная структура финансового рынка и рынка ценных бумаг Швеции / Д. В. Лебедев // Современные аспекты экономики. – 2006. – № 17 (110). – С 284–289.
7. Лебедев, Д. В. О некоторых аспектах регулирования рынка ценных бумаг Швеции / Д. В. Лебедев // Современные аспекты экономики. – 2007. – № 3 (116). – С. 352–355.
8. Макарова, В. А. Профессиональная деятельность на рынке ценных бумаг : учебно-методическое пособие / В. А. Макарова; НИУ ВШЭ. – Санкт-Петербург : Отдел оперативной полиграфии НИУ ВШЭ, 2011. – 178 с.
9. Международный финансовый рынок : учебник и практикум для бакалавриата и магистратуры / М. А. Эскиндаров [и др.] ; под общей редакцией М. А. Эскиндарова, Е. А. Звоновой. – Москва : Издательство Юрайт, 2019. – 453 с.
10. Мечукаева, К. М. Роль государственного регулирования в развитии инвестиций в ценные бумаги [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://journals.manas.edu.kg/mjsr/oldarchives/Vol12_Issue23_2010/182-467-1-PB.pdf. – Дата доступа: 25.03.2022.
11. Министерство финансов Республики Беларусь [Электронный ресурс] – Режим доступа: <http://www.minfin.gov.by/>. – Дата доступа: 26.03.2022.
12. Мошенский, С. З. Зарождение финансового капитализма. Рынок ценных бумаг доиндустриальной эпохи / С. З. Мошенский. – Киев: Планета, 2016. – 278 с.

13. Национальный статистический комитет Республики Беларусь [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://www.belstat.gov.by/>. – Дата доступа: 24.03.2022.
14. Об инвестиционных фондах : Закон Респ. Беларусь, 17 июля 2017 г., № 52-3 [Электронный ресурс] : Национальный правовой Интернет-портал Республики Беларусь. – Режим доступа: <https://pravo.by/document/?guid=3871&p0=H11700052>. – Дата доступа: 26.02.2022.
15. Оценка и анализ финансовой грамотности населения Республики Беларусь: отчет о НИР (по заказу Национального банка Республики Беларусь) / Институт социологии Национальной академии наук Беларуси. – Минск, 2020. – 189 с.
16. Писаренко, Г. В. Рынок ценных бумаг : учеб.-метод. пособие / Г. В. Писаренко. – Минск : БГЭУ, 2016. – 85 с.
17. Положение о Департаменте по ценным бумагам [Электронный ресурс] : Министерство финансов Республики Беларусь. – Режим доступа: https://www.minfin.gov.by/ru/securities_department/position_department/. – Дата доступа: 24.03.2022.
18. Рынки капитала в Евразии. Два десятилетия реформ [Электронный ресурс] : OECD. – Режим доступа: <https://www.oecd.org/daf/ca/CapMarketsEurasia2013Russian.pdf>. – Дата доступа: 18.03.2022.
19. Рынок ценных бумаг / под ред. Жукова Е.Ф. – 3-е изд., перераб. и доп. – М. : ЮНИТИ-ДАНА. – 567 с.
20. Сутько, А. С. Опыт стран с малой открытой экономикой в развитии рынка ценных бумаг Республики Беларусь / А. С. Сутько // Сборник тезисов 79-й научной конференции студентов и аспирантов ФМО БГУ. Минск, 28 апреля 2022 г. / Белорус. гос. ун-т ; редкол. : Е.А. Достанко [и др.]. – Минск, 2022. (в печати)
21. Сутько, А. С. Применение опыта стран с малой открытой экономикой в развитии рынка ценных бумаг Республики Беларусь / А. С. Сутько // 79-я научная конференция студентов и аспирантов Белорусского государственного университета [Электронный ресурс]: материалы конф., Минск, 2022 г. / Белорус. гос. ун-т ; редкол. : В. Г. Сафонов (гл. ред.) [и др.]. – Минск: БГУ, 2022. – 1 электрон. опт. Диск (CD-ROM). (в печати)
22. Федорова, Е. А. Сравнительный анализ формирования фондового рынка стран Восточной Европы (на примере Польши, Венгрии и Словакии) / Е.А. Федорова // Финансы и кредит. – 2008. – № 16. – С. 61–66.
23. Фондовый рынок [Электронный ресурс] : Экономическая Газета. Выпуск №10 (2507) от 08.02.2022. – Режим доступа:

<https://neg.by/novosti/otkrytj/rynku-tsennykh-bumag-obeshchayut-khoroshie-perspektivy-investoram-zashchitu/>. – Дата доступа: 27.03.2022.

24. Центральный депозитарий и депозитарная система Республики Беларусь. 2021 год. Итоги [Электронный ресурс] : Республиканский центральный депозитарий ценных бумаг. – Режим доступа: https://www.centraldepo.by/download_files/reports/otchet_o_deyatelnosti_2021.pdf. – Дата доступа: 27.03.2022.

25. Экономическая Газета [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://neg.by/novosti/otkrytj/rynok-cennyh-bumag-v-1-polugodii-2021/ЖУК>. – Дата доступа: 27.03.2022.

26. Юданов, Ю. Особенности швейцарской предпринимательской модели / Ю. Юданов // Современная Европа. – 2003. – № 1. – С. 60–69.

27. About debt securities statistics [Electronic resource] : BIS. – Mode of access: https://www.bis.org/statistics/about_securities_stats.htm?m=2638. – Date of access: 05.03.2022.

28. Accurate Macro & Micro Economic Data You Can Trust [Electronic resource] : CEIC Data. – Mode of access: <https://www.ceicdata.com/en>. – Date of access: 10.04.2022.

29. Belarus: bonds, indices, credit ratings [Electronic resource] : Cbonds. – Mode of access: https://cbonds.com/country/Belarus_bond. – Date of access: 14.04.2022.

30. Belarusian Currency and Stock Exchange [Electronic resource]. – Mode of access: <https://www.bcse.by>. – Date of access: 14.04.2022.

31. BSE Strategic Report – 2020 [Electronic resource] : Budapest Stock Exchange. – Mode of access: <https://www.bse.hu/About-Us/About-Budapest-Stock-Exchange/bse-strategy-2016-2020/bse-strategic-report--2020>. – Date of access: 09.04.2022.

32. Budapest Stock Exchange [Electronic resource]. – Mode of access: <https://www.bse.hu/site/Angol/Contents>. – Date of access: 03.04.2022.

33. Capital Markets Fact Book 2021 [Electronic resource] : SIFMA. – Mode of access: <https://www.sifma.org/wp-content/uploads/2021/07/CM-Fact-Book-2021-SIFMA.pdf>. – Date of access: 16.02.2022.

34. Clearstream. Deutsche Börse AG [Electronic resource]. – Mode of access: <https://www.clearstream.com/clearstream-en/>. – Date of access: 28.03.2022.

35. Connecting Market Participants Around the World [Electronic resource] : SIX. – Mode of access: <https://www.six-group.com/en/company.html>. – Date of access: 27.03.2022.

36. Country Default Spreads and Risk Premiums [Electronic resource]. – Mode of access:

https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html. – Date of access: 14.04.2022.

37. Dimson, E. Switzerland: A Financial Market History / E. Dimson, P. Marsh, M. Staunton [Electronic resource] : CREDIT SUISSE AG Research Institute. – Mode of access: <https://www.credit-suisse.com/media/assets/corporate/docs/about-us/research/publications/switzerland-financial-market-history.pdf>. – Date of access: 25.02.2022.

38. Distribution of countries with largest stock markets worldwide as of January 2021, by share of total world equity market value [Electronic resource] : Statista. – Mode of access: <https://www.statista.com/statistics/710680/global-stock-markets-by-country/>. – Date of access: 24.02.2022.

39. ECMI Statistical Package 2021 [Electronic resource] : European Capital Markets Institute (ECMI). – Mode of access: <https://www.ecmi.eu/statistical-packages>. – Date of access: 23.04.2022.

40. EU Securities Markets. ESMA Annual Statistical Report 2021 [Electronic resource] : ESMA. – Mode of access: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-165-2004_eu_securities_markets_asr_2021.pdf. – Date of access: 22.04.2022.

41. Euroclear Sweden [Electronic resource]. – Mode of access: <https://www.euroclear.com/sweden/en.html>. – Date of access: 28.02.2022.

42. Euronext [Electronic resource] : Euronext. – Mode of access: <https://www.euronext.com/en>. – Date of access: 24.02.2022.

43. Euronext [Electronic resource]. – Mode of access: <https://www.live.euronext.com/en>. – Date of access: 24.02.2022.

44. Euronext Dublin [Electronic resource] : Euronext. – Mode of access: <https://www.euronext.com/en/markets/dublin>. – Date of access: 24.02.2022.

45. Executive Programme. Capital Markets And Securities Laws [Electronic resource] : The Institute Of Company Secretaries Of India. – Mode of access: <https://www.icsi.edu/media/webmodules/publications/CapitalMarketandSecuritesLaw.pdf>. – Date of access: 28.03.2022.

46. Financial markets in the Netherlands - statistics & facts [Electronic resource] : Statista. – Mode of access: https://www.statista.com/topics/7604/financial-markets-in-the-netherlands/#dossierContents__outerWrapper. – Date of access: 24.03.2022.

47. Financial Supervisory Commission, Taiwan 2020-2021 Annual Report [Electronic resource] : FSC Financial Supervisory Commission. – Mode of access: <https://www.fsc.gov.tw/uploaddowndoc?file=endownload/202111161200330.pdf&filedisplay=2020-2021%E9%87%91%E7%AE%A1%E6%9C%83%E8%8B%B1%E6%96%87%E5%>

B9%B4%E5%A0%B1%EF%BC%BF%E7%B6%B2%E9%A0%81%E7%89%88.pdf
&flag=doc. – Date of access: 24.04.2022.

48. Four Asian Tigers [Electronic resource] : Investopedia. – Mode of access: <https://www.investopedia.com/terms/f/four-asian-tigers.asp>. – Date of access: 26.04.2022.

49. Hong Kong [Electronic resource] : Clearstream. – Mode of access: <https://www.clearstream.com/clearstream-en/products-and-services/market-coverage/asia-pacific/hong-kong>. – Date of access: 27.04.2022.

50. Hong Kong Exchanges and Clearing Limited [Electronic resource]. – Mode of access: https://www.hkex.com.hk/?sc_lang=en. – Date of access: 29.04.2022.

51. Importance of the Securities Market [Electronic resource] : – Business Express Newspaper. – Mode of access: <https://www.ttsec.org.tt/wp-content/uploads/Importance-of-the-Securities-Market-1.pdf>. – Date of access: 22.02.2022.

52. International Monetary Fund [Electronic resource]. – Mode of access: <https://www.imf.org/en>. – Date of access: 26.04.2022.

53. Kägi, U. Equity Capital Markets in Switzerland: Regulatory Overview / U. Kägi, R. Schori [Electronic resource] : Thomson Reuters. – Mode of access: [https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/8-501-2602?transitionType=Default&contextData=\(sc.Default\)&firstPage=true](https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/8-501-2602?transitionType=Default&contextData=(sc.Default)&firstPage=true). – Date of access: 28.02.2022.

54. Key Players in the Capital Markets. Bank, Institutions, Corporations and Public Accounting [Electronic resource] : CFI Education Inc. – Mode of access: <https://www.corporatefinanceinstitute.com/resources/careers/companies/key-players-in-capital-markets/>. – Date of access: 24.03.2022.

55. Korea Exchange [Electronic resource]. – Mode of access: <https://global.krx.co.kr/main/main.jsp>. – Date of access: 24.04.2022.

56. Luxembourg Stock Exchange [Electronic resource]. – Mode of access: <https://www.bourse.lu/home>. – Date of access: 25.02.2022.

57. Market infrastructure - Czech Republic [Electronic resource] : Clearstream. – Mode of access: <https://www.clearstream.com/clearstream-en/products-and-services/market-coverage/europe-non-t2s/czech-republic/market-infrastructure-czech-republic-1281570>. – Date of access: 29.04.2022.

58. Market overview [Electronic resource] : Financial Services Commission. – Mode of access: <https://www.fsc.go.kr/eng/in010101>. – Date of access: 21.04.2022.

59. Microstructure of Government Securities Markets [Electronic resource] : International Monetary Fund. – Mode of access: <https://www.elibrary.imf.org/view/books/071/01370-9781557755551-en/ch007.xml>. – Date of access: 29.02.2022.

60. Nasdaq Europe [Electronic resource] : Nasdaq. – Mode of access: <http://www.nasdaqomxnordic.com>. – Date of access: 24.02.2022.
61. OECD Data [Electronic resource] : Organisation for Economic Co-operation and Development. – Mode of access: <https://data.oecd.org/>. – Date of access: 18.03.2022.
62. OECD Institutional Investors Statistics [Electronic resource] : OECD iLibrary. – Mode of access: https://www.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/oecd-institutional-investors-statistics-2020_9a827fb7-en. – Date of access: 24.04.2022.
63. OECD/INFE 2020 International Survey of Adult Financial Literacy [Electronic resource] : Organisation for Economic Co-operation and Development. – Mode of access: <https://www.oecd.org/financial/education/oecd-infe-2020-international-survey-of-adult-financial-literacy.pdf>. – Date of access: 25.04.2022.
64. Oversight [Electronic resource] : Magyar Nemzeti Bank. – Mode of access: <https://www.mnb.hu/en/payments/mnb-as-payment-authority/oversight>. – Date of access: 25.04.2022.
65. Prague Stock Exchange [Electronic resource]. – Mode of access: <https://www.pse.cz/en>. – Date of access: 11.03.2022.
66. Securities Market Issues for the 21st Century / M. B. Fox [et al.]. – Independently published, 2018. – 486 p.
67. SIFMA Insights. US Equity Market Structure Analysis [Electronic resource] : SIFMA. – Mode of access: <https://www.sifma.org/wp-content/uploads/2021/09/SIFMA-Insights-Market-Structure-Matters-09-2021.pdf>. – Date of access: 07.04.2022.
68. Singapore [Electronic resource] : Clearstream. – Mode of access: <https://www.clearstream.com/clearstream-en/products-and-services/market-coverage/asia-pacific/singapore>. – Date of access: 17.04.2022.
69. Singapore Exchange [Electronic resource]. – Mode of access: <https://www.sgx.com/>. – Date of access: 18.04.2022.
70. South Korea [Electronic resource] : Clearstream. – Mode of access: <https://www.clearstream.com/clearstream-en/products-and-services/market-coverage/asia-pacific/south-korea>. – Date of access: 10.04.2022.
71. Staff Report on Equity and Options Market Structure Conditions in Early 2021 [Electronic resource] : U.S. Securities and Exchange Commission. – Mode of access: <https://www.sec.gov/files/staff-report-equity-options-market-struction-conditions-early-2021.pdf>. – Date of access: 25.03.2022.
72. Statistics [Electronic resource] : Nasdaq. – Mode of access: <http://www.nasdaqomxnordic.com/news/statistics>. – Date of access: 24.02.2022.

73. Statistics [Electronic resource] : The World Federation of Exchanges. – Mode of access: <https://www.statistics.world-exchanges.org/ReportGenerator/Generator>. – Date of access: 24.02.2022.
74. Sweden. Government debt securities [Electronic resource] : European Central Bank. – Mode of access: <https://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000003958>. – Date of access: 23.04.2022.
75. Switzerland: An Introduction to Capital Markets [Electronic resource] : Chambers and Partners. – Mode of access: <https://chambers.com/content/item/3807>. – Date of access: 24.02.2022.
76. Taiwan [Electronic resource] : Clearstream. – Mode of access: <https://www.clearstream.com/clearstream-en/products-and-services/market-coverage/asia-pacific/taiwan>. – Date of access: 23.04.2022.
77. Taiwan Stock Exchange Corporation [Electronic resource]. – Mode of access: <https://www.twse.com.tw/en/>. – Date of access: 16.04.2022.
78. The Global Financial Centres Index 31 [Electronic resource] : Z/Yen Group Limited. – Mode of access: <https://www.longfinance.net/publications/long-finance-reports/global-financial-centres-index-31/>. – Date of access: 14.02.2022.
79. Warsaw Stock Exchange [Electronic resource]. – Mode of access: <https://www.gpw.pl/gpw-key-statistics>. – Date of access: 16.04.2022.
80. Who Owns the US National Debt? [Electronic resource] : The Balance. – Mode of access: <https://www.thebalance.com/who-owns-the-u-s-national-debt-3306124>. – Date of access: 29.02.2022.
81. World Bank Open Data [Electronic resource] : The World Bank Group. – Mode of access: <https://data.worldbank.org/>. – Date of access: 24.04.2022.
82. World Economic Outlook (April 2022) [Electronic resource] : International Monetary Fund. – Mode of access: <https://www.imf.org/external/datamapper/datasets/WEO>. – Date of access: 02.04.2022.