

дова налоговому контролю может подвергаться деятельность субъектов хозяйствования за четырехлетний период.

Совершенствование организации налогового контроля с целью достижения максимального эффекта должно основываться на глубоком изучении зарубежного опыта функционирования налоговых служб, форм и методов налогового администрирования.

*Р.В. Хынку, д-р экон. наук, профессор,
С.В. Билокая, аспирантка
МЭА (Кишинев)*

ОСНОВНЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ РАЗВИТИЯ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ РЕСПУБЛИКИ МОЛДОВА В ПЕРСПЕКТИВЕ ЕВРОПЕЙСКОЙ ИНТЕГРАЦИИ

В настоящее время Европейская интеграция является важнейшим внешнеполитическим приоритетом и стратегической целью Республики Молдова на государственном уровне.

Стремление стать частью Европейского сообщества подразумевает приложение значительных усилий по повышению уровня развития экономики страны и обеспечению ее соответствия европейским нормам и стандартам, важнейшие из которых определяют необходимую степень развития финансового сектора государства.

Рынок ценных бумаг (РЦБ) как неотъемлемая часть финансового сектора занимает особое место в экономике и выполняет важные функции в системе общественного воспроизводства, являясь сферой, в которой формируются основные финансовые источники экономического роста, концентрируются и распределяются инвестиционные ресурсы, необходимые экономике. В европейской практике около 60 % необходимых средств привлекаются предприятиями на РЦБ, размещая акции и облигации, и лишь 40 % средств — за счет банковского кредитования и бюджетных средств.

В условиях реализации Национальной стратегии развития Республики Молдова также непрерывно растет значение рынка ценных бумаг. Он становится важной отраслью экономики, но пока не выполняет в полной мере своего главного предназначения — мобилизацию и трансформацию сбережений в доступные для производства инвестиции. На сегодняшний день основными источниками финансирования инвестиций в Республике Молдова являются собственные средства предприятий и банковские кредиты.

Для выявления возможностей выхода из сложившейся ситуации был проведен сравнительный анализ РЦБ Республики Молдова и европейского РЦБ, после чего были выделены основные проблемы, препятствующие его развитию.

Рынок первичных корпоративных ценных бумаг Республики Молдова зародился в процессе массовой приватизации государственных

предприятий, осуществлявшейся одновременно с их реорганизацией в акционерные общества. Высокие темпы его роста продолжались до конца 1990-х гг., достигнув максимума — 2911,1 млн лей¹ в 1999 г. В последующие годы наблюдалась устойчивая тенденция по снижению объемов эмиссий ценных бумаг и только в 2004 г. и 2007 г. был зарегистрирован некоторый рост, что стало результатом эмиссий, осуществленных предприятиями энергетического сектора и банковскими учреждениями. Большинство осуществленных эмиссий — закрытые, основная часть размещенных ценных бумаг — обыкновенные акции.

Объемы эмиссий ценных бумаг при создании акционерных обществ приведены на рис. 1а, дополнительных эмиссий — на рис. 1б.

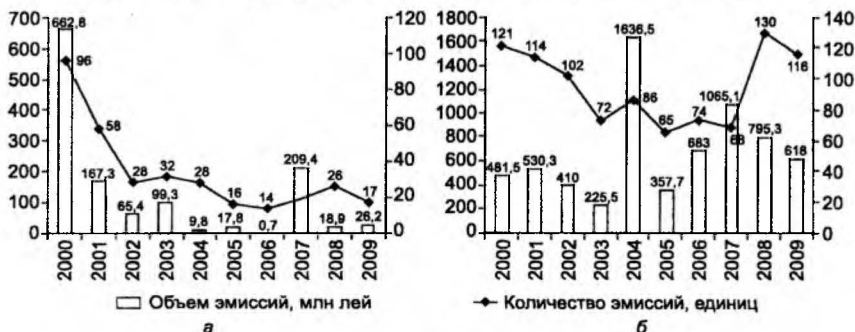


Рис. 1. Эмиссии: а — учредительские; б — дополнительные

Источник: [4].

Для вторичного РЦБ на сегодняшний день также характерно снижение количества заключенных сделок. Значительные объемы сделок, зарегистрированные в 2008 г. (рис. 2), были вызваны реализацией крупных пакетов ценных бумаг, являющихся публичной собственностью, а также акций инвестиционных фондов, находящихся в процессе ликвидации.

Общий объем иностранных инвестиций, привлеченных посредством первичного РЦБ на протяжении 2009 г., составил 319,7 млн леев, что на 178,6 млн леев меньше аналогичного показателя 2008 г. Иностранные инвестиции в 2009 г. привлекались только посредством дополнительных эмиссий в отличие от прошлых лет, когда имели место учредительные эмиссии. На вторичном рынке за прошедший год общий объем сделок по приобретению акций, осуществленных нерезидентами, составил 275,2 млн леев, по продаже — 141,3 млн леев, или 33,2 и 23,5 % от показателей 2008 г. соответственно.

¹ Официальный курс Национального Банка Молдовы по состоянию на 31.12.1999 г. составил 11,59 лей за 1 дол. США, на 31.12.2004 г. — 12,46 лей, на 31.12.2007 г. — 11,31 лей, на 31.12.2008 г. — 10,40 лей и 31.12.2009 г. — 12,30 лей за 1 дол. США.

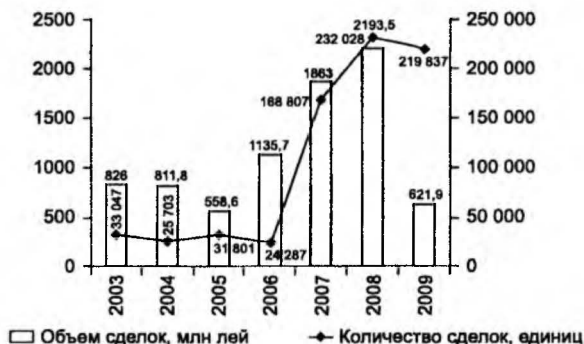


Рис. 2. Количество и объем сделок, заключенных на вторичном РЦБ

Источник: [4].

Несмотря на уменьшение количества сделок с ценными бумагами, совершаемых нерезидентами, что вызвано последствиями глобального финансового кризиса, сделки приобретения демонстрировали тенденцию преобладания. Существенную долю сделок составляли сделки по приобретению (продаже) акций коммерческих банков.

Основные показатели, характеризующие национальный рынок акций, приведены в таблице.

Капитализация рынка ценных бумаг в Республике Молдова

Капитализация* рынка ценных бумаг на конец года						Капитализация / ВВП**, %		
2007 г., млн лей	2007 г., млн дол. США	2008 г., млн лей	2008 г., млн дол. США	2009 г., млн лей	2009 г., млн дол. США	2007 г.	2008 г.	2009 г.
7500	662	7421	713	4452	361	14,04	11,79	7,41

* Капитализация рынка ценных бумаг рассчитана как суммарное произведение количества выпущенных ценных бумаг эмитентов, зарегистрированных в листинге, и их последней цены за последние 12 месяцев.

** ВВП Республики Молдова в 2007 г. составил 53 430 млн лей, в 2008 г. — 62 921, в 2009 г. — 60 043 млн лей.

Источник: разработана авторами на основании [4].

Основные показатели рынков ценных бумаг европейских стран в 2009 г. в отличие от РЦБ Республики Молдова демонстрировали устойчивый рост. Капитализация европейских рынков в 2009 г. в среднем увеличилась на 33 % и практически восстановилась после падения в 2008 г. на 50 %. Так, капитализация London Stock Exchange в 2009 г. выросла на 49,7 %, панъевропейской биржи NYSE Euronext (Europe) — на 36,5, Borsa Italia — на 25, Deutsche Borse — на 17 %. Наибольший

прирост в Европе продемонстрировали Warsaw SE (67 %) и Budapest SE (63 %). Рост капитализации в основном произошел за счет роста курсовой стоимости акций, допущенных к торгам на биржах, что может означать возрастание доверия инвесторов к восстановлению экономики после кризиса.

Показатель капитализация/ВВП на европейских финансовых рынках значительно превышает аналогичный показатель в Республике Молдова. Например, в Великобритании, финансовую систему которой принято считать «основанной на рынке ценных бумаг» (market-based), этот показатель, по данным 2008 г., составляет 69,7 %¹, в Испании — 59,1, во Франции — 51,9 и даже в Германии, чья финансовая система традиционно считается «основанной на банках» (bank-based), этот показатель составляет 30,2 %. За весь период существования РЦБ Республики Молдова было зарегистрировано семь эмиссий корпоративных облигаций: в 2002 г. — 5 эмиссий на сумму 13,5 млн лей и в 2005 г. — 2 эмиссии на сумму 17,6 млн лей.

В европейских странах рынок облигаций заметно превосходит по объемам рынок акций, соотношение капитализация/задолженность по ценным бумагам приблизительно составляет 2/3. В Великобритании общая задолженность по ценным бумагам на 01.09.2009 г. составила 5387,1 млрд. дол. США (из них 1566,1 млрд дол. США — внутренний долг), в Германии — 5118 (2926,8), во Франции — 5008,3 (3188,5), в Италии — 4942,7 млрд дол. США (3769,9 млрд дол. США). Традиционно в европейских странах облигации считаются наиболее надежными ценными бумагами для инвестирования, поскольку, удостоверяя отношения займа, предполагают повышенные финансовые обязательства со стороны их эмитента перед держателями облигаций.

По производным финансовым инструментам на национальном РЦБ сделки не зарегистрированы.

Появление деривативов, основной экономической функцией которых является хеджирование, т.е. страхование от ценовых рисков, имело революционный характер для международных финансовых рынков. Теория управления рисками с помощью опционов и фьючерсов в настоящее время является важнейшим разделом финансовой науки. В Европе деривативы появились в конце 1970-х гг., но уже на конец 1987 г. номинальная стоимость контрактов по ним составила 13 млрд дол. США, в 2005 г. она выросла до 18 580 млрд дол. США, а на декабрь 2009 г. только на организованном рынке составила 8054,2 млрд дол. США по фьючерсным контрактам и 26 330,6 млрд дол. США по опционам.

Профессиональные участники национального РЦБ: брокеры и/или дилеры — 21 (в том числе банки — 11); независимые регистраторы — 10; доверительные управляющие инвестициями — 4; депозитарий — 1; биржа — 1; негосударственный пенсионный фонд — 1; оценщики ценных бумаг и соответствующих активов — 4.

Институциональные инвесторы в Республике Молдова отсутствуют. Согласно изменениям Закона Республики Молдова «Об инвестици-

¹ В настоящее время многим странам не доступна информация о ВВП за 2009 г.

онных фондах», инвестиционные фонды должны были реорганизоваться в установленном порядке во взаимные (гарантирующие выкуп акций по требованию акционера в любое время) либо в интервальные (гарантирующие выкуп акций по требованию акционера не реже двух раз в год), или инициировать процедуру ликвидации на добровольной основе или согласно решению Национальной комиссии по финансовому рынку.

Ни один инвестиционный фонд не прошел процедуру реорганизации, и в настоящее время осуществляется процедура ликвидации 17 инвестиционных фондов.

Первый негосударственный пенсионный фонд, зарегистрированный в 2008 г., еще не начал свою деятельность в качестве институционального инвестора.

На европейском РЦБ на сегодняшний день институциональные инвесторы обладают доминирующим влиянием, обеспечивая эффективное накопление капитала и перемещение денежных средств от собственников к заемщикам. При этом соотношение различных групп в отдельных странах отличается. Во Франции и Италии крупнейшей группой по величине активов являются инвестиционные фонды, в Великобритании — страховые компании, в Нидерландах — пенсионные фонды, в Германии — страховые компании и инвестиционные фонды. Соотношение активов институциональных инвесторов и ВВП Англии, Голландии, Швейцарии и Франции колеблется в диапазоне от 110 до 230 %.

В ходе проведенного анализа РЦБ Республики Молдова были выделены следующие основные проблемы, препятствующие его развитию:

- отсутствие массового, мелкого инвестора, не считая значительного числа миноритарных акционеров, возникших в результате распределения государственного имущества в процессе массовой приватизации. Существует небольшое количество акционеров, владеющих контрольными пакетами, значительное количество которых появилось в тот же период, для которых характерно стремление удерживать крупные пакеты в собственности;

- отсутствие системы коллективного инвестирования, что ограничивает возможность доступа к операциям на РЦБ мелких инвесторов и населения;

- отсутствие на РЦБ групп институциональных инвесторов, таких как страховые компании, пенсионные фонды, способных накапливать значительные денежные ресурсы и обеспечивать их долгосрочное инвестирование в ценные бумаги;

- присутствие немногочисленных профессиональных участников, чья финансовая устойчивость невысока, исключая коммерческие банки, осуществляющие брокерскую и/или дилерскую деятельность;

- отсутствие ряда ключевых финансовых инструментов, дефицит ценных бумаг приемлемого инвестиционного качества, представляющих интерес для инвесторов;

- наличие инфраструктуры, требующей модернизации; практически не применяются современные информационные технологии;

- наличие незначительных ежедневных объемов торгов, отсутствие ликвидного рынка корпоративных ценных бумаг, что препятствует доступу предприятий к инвестиционному капиталу, затрудняет мобилизацию денежных средств организаций и сбережений населения для производственного инвестирования;

- присутствие предприятий — потенциальных эмитентов ценных бумаг, не заинтересованных в выходе на РЦБ, что вызвано, в частности, нежеланием публичного раскрытия информации, соблюдения повышенных финансовых обязательств (гарантий) при размещении долговых ценных бумаг;

- недоверие населения к РЦБ, вызванное негативным опытом инвестирования бонусов народного достояния (аналог ваучеров) в период массовой приватизации, фактическим отсутствием выплат дивидендов большинством акционерных обществ в настоящей практике. Существуют альтернативные менее рискованные и более доходные финансовые инструменты¹. Уровень финансовой грамотности населения невысок.

Кроме того, на РЦБ Республики Молдова негативное воздействие оказывают нестабильность и неопределенность, по крайней мере, в среднесрочной перспективе основных макроэкономических параметров, а также повышенный уровень инвестиционных рисков в целом, характерные для глобального экономического кризиса, затронувшего и финансовый рынок Молдовы.

В сложившихся условиях позитивным фактором для развития национального РЦБ стало учреждение в 2007 г. Национальной комиссии по финансовому рынку (НКФР) — автономного органа центрального публичного управления, ответственного перед парламентом. Полномочия НКФР распространяются на всех участников небанковского финансового рынка.

Национальная комиссия по финансовому рынку активно участвует в деятельности ряда международных профильных организаций, что открывает новые возможности для национального органа надзора и позволяет заимствовать релевантный опыт государств с развитыми традициями в части развития небанковского финансового сектора.

Основными достижениями НКФР за прошедший период являются:

- разработка Стратегии развития небанковского финансового рынка на 2009—2012 гг., определившей приоритетные направления развития небанковского финансового рынка, а также основные меры их реализации.

- совершенствование законодательной и регуляторной базы. Инициирование процесса по приведению национального законодательства по РЦБ в соответствие со стандартами Европейского союза (ЕС) и рекомендациями соответствующих международных профильных организаций. В частности, был разработан проект нового закона о рынке капита-

¹ Вследствие высоких норм обязательного резервирования, установленных Национальным банком Молдовы до июня 2009 г., средняя ставка по «левым» вкладам в коммерческих банках на начало 2009 г. составляла 20,69 %, по валютным — 11,81 %.

ла¹, включивший в себя положения ряда Европейских Директив, в том числе Европейской Директивы 2004/39/ЕС «О рынках финансовых инструментов», также разрабатывается проект нового закона о Национальной комиссии по финансовому рынку;

- совершенствование процедур и инструментов надзора и контроля, обеспечение стабильности, транспарентности и безопасности РЦБ, предупреждение системных рисков и манипулирования, внедрение в рамках проекта по разработке и внедрению системы автоматизированного информационного менеджмента² современной дистанционной электронной системы отчетности;

- создание ряда предпосылок, инициирующих институциональное развитие рынка ценных бумаг, совершенствование его инфраструктуры, диверсификация финансовых инструментов.

К сожалению, несмотря на проделанную НКФР работу по совершенствованию национального РЦБ, на сегодняшний день не наблюдаются заметных позитивных результатов.

С целью ускорения процесса развития РЦБ Республики Молдова и создания в контексте стремления к европейской интеграции транспарентного и эффективно функционирующего регулируемого РЦБ, способного интегрироваться в международный рынок капитала, рекомендуем:

- продолжить совершенствование системы эффективного регулирования и надзора рынка ценных бумаг в соответствии с наилучшими практиками ЕС и стандартами, принятыми на международном уровне;

- модернизировать инфраструктуру национального РЦБ: обеспечить формирование современной структуры Национального Депозитария ценных бумаг (НДЦБ), придать НДЦБ статус Центрального Депозитария, наделив его функциями регистратора; модернизировать процедуры осуществления сделок, проведения клиринга и расчетов, интегрировать НДЦБ в Автоматизированную систему межбанковских платежей, администрируемую Национальным банком Молдовы;

- модернизировать электронную систему проведения торгов на Фондовой бирже Республики Молдова, используя современные средства связи и технологии, в том числе Интернет-рынки и технологии;

- обеспечить объективные предпосылки к изменению структуры находящихся в обращении финансовых инструментов в пользу инструментов реального сектора — корпоративных ценных бумаг и производных от них инструментов;

- создать правовую основу для появления на РЦБ Республики Молдова производных финансовых инструментов и развития срочного рынка;

- внедрить современные механизмы, способные обеспечить широкое участие розничных инвесторов на финансовом рынке и защиту их

¹ Проект «Moldova Dutch TA-TF Financial Sector Reform» финансируется правительством Голландии, администрируется Всемирным банком, направлен на совершенствование регулятивных и надзорных функций на РЦБ.

² Финансируется Европейским банком реконструкции и развития.

инвестиций, обеспечить предпосылки для развития системы коллективного инвестирования;

- осуществлять регулярный международный обмен опытом, в том числе и с государствами — участниками СНГ в области регламентирования, мониторинга, контроля и применения эффективной практики.

Литература

Маковецкий, М.Ю. Инвестиционное обеспечение экономического роста: теоретические проблемы, финансовые инструменты, тенденции развития / М.Ю. Маковецкий. — М.: Анкил, 2005.

Рубцов, Б.Б. Современные фондовые рынки / Б.Б. Рубцов. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2007.

<http://www.bis.org/>

<http://www.cnpf.md>

<http://www.ecb.int/home/html/index.en.html>

<http://eur-lex.europa.eu/>

<http://www.fese.be/en/>

<http://www.iosco.org/>

<http://www.moldse.md>

<http://www.statistica.md/>

<http://www.world-exchanges.org/statistics>

М.И. Чернавка, канд. техн. наук, доцент
МЭА (Кишинев)

КОНКУРЕНТОСПОСОБНОСТЬ КЕРАМИЧЕСКОЙ ПЛИТКИ ДЛЯ ВНУТРЕННЕЙ ОБЛИЦОВКИ СТЕН, РЕАЛИЗУЕМОЙ НА ПОТРЕБИТЕЛЬСКОМ РЫНКЕ МОЛДОВЫ

Товар является главным объектом на рынке. Именно в товаре находят отражение все особенности и противоречия развития рыночных отношений в экономике. Товар — точный индикатор экономической силы и активности производителя. Действенность факторов, определяющих позиции производителя, проверяется в процессе конкурентного соперничества товаров в условиях развитого рыночного механизма, позволяющего выявить отличия данного товара от товара-конкурента как по степени соответствия конкретной общественной потребности, так и по затратам на ее удовлетворение. Для этого товар должен обладать определенной конкурентоспособностью.

Целью данного исследования является оценка конкурентоспособности керамической плитки для внутренней облицовки стен, реализуемой на потребительском рынке Молдовы. Для исследования была отобрана керамическая плитка, используемая для отделки внутренних стен, производства Молдовы, Италии, Испании, Турции, Болгарии, Украины и Беларуси, которая реализуется на потребительском рынке страны.

На первом этапе решено проверить показатели качества отобранной плитки лабораторным методом в аккредитованной лаборатории АО «Макон». Результаты этих определений представлены в табл. 1.