

Качественно новыми признаками международной экономической интеграции, отличающими ее от всех предыдущих стадий международных экономических отношений, для отдельной страны являются:

наличие значительных объемов иностранных капиталовложений и иностранной собственности на территории данной страны или группы стран (коренной признак);

внедрение в воспроизводственный комплекс данной страны иностранной собственности в таких масштабах, что внезапное искоренение этой собственности или прекращение ее функционирования означало бы крах экономики;

интернационализация процессов воспроизводства вследствие значительной доли экспорта и импорта в торговле и значительной доли иностранной собственности в производстве, имеющая результатом появление общего экономического цикла нескольких стран (утрата индивидуальной цикличности);

возникновение объективной необходимости интернационально объединенного антикризисного государственного регулирования экономики и соответственно органов наднационального регулирования;

утрата индивидуальной экономической безопасности (продовольственной, финансовой, технологической и т.д.) и делегирование этого признака на уровень интеграционной группировки с неизбежной и закономерной передачей функций обеспечения этих видов безопасности на уровень наднационального экономического управления.

#### Литература

1. Смит А. Исследование о природе и причинах богатства народов. М., 1962.
2. Буглай В.Б. Доктрины наднационального регулирования экономических отношений: буржуазная теория и практика. М., 1984.
3. Ленин В.И. Империализм, как высшая стадия капитализма. Полн. собр. соч., Т. 27.
4. Международные экономические отношения. Интеграция: Учеб. пособие для вузов / Ю.А. Щербанин, К.Л. Рожков, В.Е. Рыбалкин, Г. Фишер. М., 1997.
5. Гу К., Ландо Ж. Ф. Американский капитал за границей / Пер. с фр.; Общ. ред. и предисл. Г.П. Черников. М., 1973.
6. Бурда М., Виплош Ч. Макроэкономика: Европейский текст: Учеб. 2-е изд. СПб, 1998.
7. Кучинский Ю. Так это было в действительности. Обзор двадцатилетней истории Федеративной Республики Германии / Пер. с нем. М., 1971.
8. Строев Е.С., Бляхман Л.С., Кротов М.И. Экономика Содружества независимых государств накануне третьего тысячелетия. Опыт и проблемы реформ. СПб, 1998.

**В.А. ШАМОВ**

### ОПЫТ СТАНОВЛЕНИЯ, ОРГАНИЗАЦИИ И РЕГУЛИРОВАНИЯ ФИНАНСОВОГО РЫНКА

Возникновение тех или иных форм торговли финансовыми обязательствами историки относят как минимум к временам Римской империи. Финансовые обязательства, которые можно считать прообразом современных ценных бумаг, существовали еще в средние века, и наиболее известный здесь пример — обязательства итальянских городов-государств. Однако практически до XVII в. объективная необходимость в существовании рынка для торговли ценными бумагами практически отсутствовала: объемы выпуска тех или иных форм ценных бумаг были малы, а владельцами их было чрезвычайно ограниченное число людей.

Первый в истории значительный по объему рынок ценных бумаг возник в Амстердаме в начале XVII в. С функционированием Амстердамской фондовой биржи в XVII—XVIII вв. связано появление профессиональных посредников на рынке ценных бумаг и разработка многих технологий торговли, используемых и в наше время. Тем не менее на протяжении длительного периода торговля ценными бумагами в Амстердаме все еще велась без каких-либо общепринятых правил, обеспечивающих гарантии совершения сделок и добросовестную конкуренцию.

*Вячеслав Александрович ШАМОВ, аспирант кафедры финансов БГЭУ.*

Противоположным Амстердаму в этом отношении примером была Парижская биржа, также образованная в XVII в., где с момента основания действовали четкие правила и стандарты совершения сделок.

Революция во Франции и последующие наполеоновские войны (конец XVIII — начало XIX вв.) способствовали перемещению мирового центра торговли ценными бумагами в Лондон. Лондонская биржа во многом объединила развитые технологии Амстердама со строгими правилами Парижа и оставалась крупнейшей биржей мира практически до начала XX в.

XIX в. характеризовался бурным развитием рынка ценных бумаг во многих странах. Именно в этот период происходит становление крупнейшего на сегодняшний день американского рынка ценных бумаг, основным центром которого на протяжении долгих лет будет Нью-Йоркская фондовая биржа.

Особенно бурным периодом развития фондовой торговли в мире стал конец XIX — начало XX вв. К 1910 г. объем мирового фондового рынка оценивался в 33,6 млрд фунтов стерлингов.

Первая мировая война способствовала перемещению мирового финансового центра в Нью-Йорк. Только за одно десятилетие (с момента окончания мировой войны до биржевого краха октября 1929 г.) годовой объем сделок на Нью-Йоркской фондовой бирже вырос на порядок и превысил 1 млрд дол.

Биржевой крах в октябре 1929 г. и последовавшая за ним депрессия, охватившая Соединенные Штаты и другие страны Запада, послужили основной причиной стагнации организованных финансовых рынков в 30-х гг., которая еще более усилилась в годы второй мировой войны.

Новая фаза бурного развития мировых финансовых рынков началась в 50-е гг. К середине 50-х гг. оборот на крупнейших мировых биржах достиг предвоенного уровня и продолжал быстро расти.

К началу 90-х гг. объем торговли на фондовых рынках всего мира оценивался примерно в 7,5 трлн дол., объем рыночной капитализации корпораций, акции которых котировались на организованных рынках, — примерно в 12 трлн дол.

Качественно новым этапом развития финансовых рынков явилось возникновение электронной формы торговли ценными бумагами. Первой крупной электронной торговой системой явилась организованная в 1971 г. американской ассоциацией торговцев ценными бумагами система NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Quotations system). Электронные системы торговли обладают рядом преимуществ по сравнению с классической биржевой торговлей, обеспечивая участникам рынка оперативный доступ к информации и существенно снижая операционные издержки, что в целом способствует повышению эффективности функционирования финансового рынка.

Рассматривая развитие процесса организации и регулирования финансовых рынков в историческом аспекте, можно выделить две основные модели построения финансовой системы и финансового рынка: американскую, характеризующуюся преобладанием выпуска ценных бумаг во внешнем финансировании компаний и более развитой системой институтов этого рынка, и европейскую, отличающуюся развитой банковской системой и преобладанием долгосрочного кредита во внешнем финансировании компаний небанковского сектора.

Специфика американской модели состоит в следующем: революционный путь системы государственного регулирования, опирающейся на определенную концепцию, основанную на преимущественном финансировании инвестиций через рынок ценных бумаг; независимое функционирование рынка ценных бумаг и банковской системы; сильная правовая база в виде пакета законов, регулирующих деятельность рынка ценных бумаг; функционирование специального органа государственного регулирования — “Комиссии по ценным бумагам и биржам”.

Европейская же модель построения финансового рынка предполагает эволюционный путь развития системы государственного регулирования, которая не опирается на какую-то конкретную теоретическую концепцию; доминирующее положение банков на финансовом рынке; отсутствие специальных законов, посвященных регулированию рынка ценных бумаг (такие положения “вкрапливаются” в другие законы); отсутствие специального органа государственного регулирования рынка ценных бумаг; стремление к унификации деятельности, стимулируемой Европейским союзом.

Среди основных факторов, определяющих сегодняшнее состояние фондовых рынков развитых стран, можно выделить увеличение объемов операций и широкое распространение нетрадиционных видов фондовых ценностей. Ценные бумаги выпускаются под любые активы: платежи по закладным, поступления средств от невыплаченного кредита, неоплаченные счета за электроэнергию и т.д. Помимо этого наблюдается огромный рост оборота производных финансовых инструментов. И, наконец, широкое распространение получают более удобные для индивидуального инвестора акции финансовых посредников — инвестиционных фондов (число выпусков таких акций в США уже вдвое превышает число выпусков ценных бумаг, обращающихся на Нью-Йоркской фондовой бирже).

Появляются новые факторы роста фондовых рынков, прежде всего связанные со структурными изменениями на европейских финансовых рынках в связи с введением с 1 января 1999 г. единой валюты — евро. Такое введение предполагает ускоренное формирование единого европейского финансового рынка, сравнимого по величине с американским, и снижения национальных барьеров вхождения на него. Общая валюта позволит сделать ценные бумаги различных стран более сопоставимыми, а значит, более доступными для инвесторов из других стран. Общеευропейский рынок станет более конкурентным, что приведет к снижению издержек обращения ценных бумаг, будет способствовать повышению качества услуг и росту ликвидности, исчезнет риск, связанный с колебаниями курсов обмена валют. Финансовый рынок евровалютного союза может в перспективе стать крупнейшим финансовым рынком в мире. Так, например, на конец 1997 г. рыночная стоимость долговых обязательств, акций и банковских активов стран Европейского союза составила 27 трлн дол., примерно такой же был ВВП во всем мире.

Для развития финансового рынка в Республике Беларусь несомненный интерес представляет состояние дел в этой отрасли в Германии, как наиболее близком географическом партнере нашей республики среди развитых стран.

Рынок акций в Германии, несмотря на свое развитие в последние годы, все еще остается небольшим по сравнению с промышленным и коммерческим оборотом. Причина этого в основном кроется в том, что по культурным традициям немецким инвесторам гораздо больше по душе относительная надежность облигаций, чем рискованный характер акций.

Стиль торговли здесь средневропейский в том смысле, что банки играют всеобъемлющую роль в предоставлении финансовых услуг своему полному кругу клиентов. Несмотря на существование небольшого количества региональных бирж большинство операций проводится через Франкфуртскую биржу с использованием электронной системы торговли, хотя разрешено и заключение сделок на внебиржевом рынке.

Работа рынка ценных бумаг регулируется в соответствии с Законом о биржах Федеральным ведомством надзора за торговлей ценными бумагами (BAE). Эта организация отвечает за соблюдение на рынке Германии соответствующих Директив ЕС и особенно за контроль за предоставлением внутриевропейских международных финансовых услуг.

Особый интерес представляет опыт организации и регулирования финансового рынка в Великобритании, особенно в связи с осуществляемыми там сегодня реформами, связанными с изменением структуры государственного регулирования этим сектором. Опыт осуществления таких реформ имеет огромную значимость для многих стран с переходной экономикой (в том числе и для Республики Беларусь), испытывающих серьезные проблемы с регулированием в финансовом секторе.

Британский рынок ценных бумаг — третий по величине в мире после рынков США и Японии. Компании, желающие выпустить акции для обращения на рынке, должны соблюдать Закон о компаниях и его требования по финансовой отчетности, которые входят в сферу ответственности Департамента торговли и промышленности (DTI), а не основного органа регулирования по ценным бумагам — Комиссии по ценным бумагам и инвестициям (SIB). На британском рынке существует только один Уполномоченный орган по листингу (терминология Директивы ЕС), а именно — Лондонская фондовая биржа, которая в свою очередь устанавливает строгие исходные и постоянно действующие правила по раскрытию информации для таких компаний. Как и в США, биржи не имеют монополии на заключение сделок, но объем торговли на внебиржевом рынке не особенно велик. Как и во многих других странах, в Великобритании существует рынок второго уровня для

акций, которые не отвечают строгим требованиям по листингу на Фондовой бирже; такой рынок носит название Альтернативного инвестиционного рынка (AIM).

Регулирование рынков основано на так называемом саморегулировании; введение новых правил предшествует значительный объем консультаций, хотя условия на нем все еще почти такие же строгие, как и на рынках США. Самыми важными аспектами являются обращение со средствами клиентов, стандарты и качество консультирования по инвестициям.

С 1 июня 1998 г. новым лейбористским Кабинетом в Великобритании начата масштабная реформа органов управления финансовым рынком. Суть реформы — создание единого органа — Управления по финансовому регулированию и надзору (Financial Services Authority, FSA), ответственного за регулирование и надзор за деятельностью всех инвестиционных, финансовых и банковских компаний, осуществляющих деятельность на территории Великобритании. На первом этапе FSA были переданы функции Банка Англии по надзору за банками и финансовым рынком.

Новая организация предполагает заменить систему разобщенных и малоэффективных саморегулируемых и просто регулирующих организаций, функционировавших на финансовом рынке Великобритании. В настоящее время Управлению по финансовому регулированию и надзору уже переданы или передаются функции большинства таких организаций.

Изменения в структуре органов регулирования финансовым рынком в Великобритании отражают объективные тенденции на рынке. На современном этапе деятельность банков и инвестиционных компаний становится все более универсальной, риски на различных сегментах рынка перемешиваются. В этих условиях идея единого регулирующего и надзорного органа выглядит весьма логичной.

Подобный опыт имелся в дореволюционной России. Главным государственным органом, осуществлявшим надзор за российским финансовым рынком на протяжении XIX—XX вв., было Министерство финансов. Фактически Государственный банк являлся подразделением Министерства финансов на уровне департамента.

По мнению автора, британский опыт представляет несомненный интерес для нашей страны, и здесь необходимо учесть следующее:

1. Неправильно слепо копировать опыт других стран. В мире существуют разные подходы к осуществлению регулирования финансового рынка. В Великобритании и Японии все регулирующие органы объединены. В США, где существует крупнейший в мире фондовый рынок, и в Германии, которая претендует на роль европейского финансового лидера, регулированием и надзором за финансовым рынком занимаются разные организации.

2. Независимо от принятой структуры органов регулирования рынка главное состоит в том, что такое регулирование и надзор должны быть результативными. Весьма важно, чтобы разные регулирующие органы, занимающиеся финансовым рынком, тесно координировали свои действия в интересах инвесторов и всего общества.

В случае с Республикой Беларусь такая координация является особо актуальной. В этих условиях более активную роль в регулировании финансового рынка и координации усилий различных ведомств должно играть Правительство Республики Беларусь.

3. Многие государства в мире стремятся к тому, чтобы система регулирования и надзора за рынком была не только результативной, но и эффективной для налогоплательщиков и участников рынка. Сердцевиной этой системы на рынке ценных бумаг являются прежде всего государственные органы.

Основной функцией организаций, осуществляющих регулирование финансового рынка, с точки зрения инвестора, является оптимизация функционирования всей финансовой инфраструктуры. К основным видам регулирующих организаций относятся, в первую очередь, государственные органы, уполномоченные законодательной или исполнительной властью осуществлять надзор за участниками фондового рынка и формировать нормативную базу их деятельности. Аналогичные полномочия могут быть делегированы профессиональными участниками рынка формируемым ими коллективным саморегулируемым организациям. Помимо этого, все субъекты инфраструктуры являются агентами регулирования, так как они, выступая представителями интересов инвестора, в определенной степени вынуждены прилагать усилия к оптимизации функционирования не только своей организации, но и финансовой инфраструктуры в целом.

Состав и распределение функций между регулируемыми организациями в рамках национальных рынков ценных бумаг разных стран значительно различается в

силу, главным образом, исторических причин и особенностей национальных систем права. Вместе с тем, анализируя базовые аспекты деятельности регулирующих органов, можно выделить основные выполняемые ими функции:

нормотворческая, заключающаяся в разработке и способствовании введению в действие законов, актов исполнительной власти и других документов, регламентирующих порядок совершения операций на рынке ценных бумаг, права и обязанности его участников;

надзорная, представляющая собой осуществление регулярного (постоянного или периодического) контроля за деятельностью участников фондового рынка, соблюдением ими требований действующих нормативных документов и, в более широком смысле, интересов инвесторов и субъектов инфраструктуры;

третейская, состоящая в разрешении спорных и конфликтных ситуаций, возникающих в процессе деятельности на фондовом рынке, предоставлении инвесторам и профессиональным участникам возможности самостоятельной защиты своих интересов;

информационная, предусматривающая сбор, хранение, обобщение и распространение среди участников рынка информации об общих условиях осуществления деятельности на нем и особенностях ведения операций отдельными субъектами рынка. Исполнение данной функции может предусматривать и наложение ограничений на распространение определенной информации (например, о финансовых вложениях участников рынка).

Нетрудно заметить, что все вышеперечисленные функции находятся между собой в объективной логической взаимосвязи, и продукт реализации каждой из них является в то же время основой для осуществления других. Так, например, выполнение надзорной функции, с одной стороны, предоставляет регулирующему органу информацию, часть из которой может быть распространена среди участников рынка, а с другой стороны, может служить материалом для разработки новых нормативных документов.

Одной из острейших проблем государственного регулирования финансовых рынков является вопрос поступления ценных бумаг иностранных эмитентов на национальный рынок.

Все государства регулируют поступление иностранных ценных бумаг на внутренний финансовый рынок посредством:

административных методов, регулируя эмиссии иностранных бумаг на национальный рынок (устанавливая соответствующие квоты) и определяя категории эмитентов, которым предоставляются права выхода на этот рынок;

налоговых методов, вводя специальные налоги на эмитентов и инвесторов, приобретающих иностранные акции и облигации. Как правило, такими налогами облагаются только доходы, получаемые от владения иностранными ценными бумагами;

валютного контроля, осуществляемого центральными банками соответствующих стран и заключающегося в особом порядке (он может иметь протекционистский или запретительный характер) приобретения иностранной валюты, необходимой для покупки иностранных бумаг. Как правило, такие методы широко используются развивающимися и среднеразвитыми странами.

Таким образом, важность мировых рынков ценных бумаг для всех занятых в сфере бизнеса, финансов и инвестирования постоянно возрастает. В то же время характеристики этих рынков весьма различны, и это неудивительно, так как в них отражаются исторические традиции и местные порядки. Нетрудно прийти к выводу, что на глобальном уровне эта неоднородность качеств сильно мешает международным инвестиционным потокам.

Как видно, зарубежный опыт, накопленный в области регулирования рынка ценных бумаг, огромен. Изучение его очень важно, хотя весьма затруднено его прямое перенесение на нашу почву. Но сегодня можно видеть весь механизм рынка в целом, с его плюсами и минусами, тенденциями, проблемами, альтернативными формами. В современный переходный период, когда формируется рыночная система финансирования экономики и развивается рынок ценных бумаг, необходимо, изучив мировой опыт, выработать собственную государственную систему регулирования рынка.