УДК 336.76:339.7

Коновалова К.Ю.[1]

РАЗВИТИЕ МЕЖДУНАРОДНОЙ ИНФРАСТРУКТУРЫ ФОНДОВЫХ БИРЖ И СРЕДСТВ МЕЖДУНАРОДНОГО ИНВЕСТИРОВАНИЯ В УСЛОВИЯХ ФИНАНСОВОЙ ГЛОБАЛИЗАЦИИ

Аннотация. Современной ведущей тенденцией является снижение роли финансовых посредников на фондовом рынке и усиление ориентации инфраструктуры на конечного инвестора, на обеспечение прямой связи между эмитентом и инвестором. Исследования показали, что в условиях нестабильности и волатильности на международных фондовых рынках для инвесторов является важнейшим элементом инфраструктуры – обеспечение биржей ликвидности. Только информационно, технически и технологически передовые биржи с либеральными условиями и низким уровнем издержек на операции с ценными бумагами будут иметь возможность увеличить собственную ликвидность и стабильное развитие в долгосрочной перспективе.

Ключевые слова: фондовая биржа, рынок ценных бумаг, международные фондовые рынки, инфраструктура фондовой биржи, регулирование фондовых бирж мира, международное инвестирование, инвестиционные риски, рынок ценных бумаг, депозитарные расписки.

Konovalova Ch. Y.

DEVELOPMENT OF THE INTERNATIONAL INFRASTRUCTURE OF STOCK EXCHANGES AND MEANS OF THE INTERNATIONAL INVESTMENT IN THE CONDITIONS OF FINANCIAL GLOBALIZATION

Abstract. Modern leading trend is the reduction of the role of financial intermediaries in the stock market and the strengthening of the infrastructure orientation to the end-investor, to provide a direct link between the issuer and the investor. Studies have shown that under the conditions uncertainty and volatility in international capital markets for investors ensuring stock exchange of liquidity is a critical element of infrastructure. Only the stock exchanges are informationally, technically and technologically advanced with liberal conditions and low costs for securities transactions are able to increase its own liquidity and a stable development in the long term.

Key words: stock market, international stock markets, stock exchange infrastructure, regulation of stock exchanges in the world, stock markets, international investment, investment risks, securities market, depository receipts.

Фондовые биржи развитых стран мира (Нью-Йоркская, Лондонская, Токийская, Франкфуртская, Сингапурская и др.) и развивающихся стран (Шанхайская, Гонконгская, Бомбейская, Бразильская, Московская, Варшавская т.п.) системно развивают собственную инфраструктуру, а потому существенно наращивают объемы сделок на своих площадках и в начале XXI века их можно выделить, как признанные мировые финансовые центры. Кроме того, на протяжении последних 10-15 лет наблюдается тенденция к укрупнению фондовых бирж за счет акционирования бирж, их объединения, поглощения, открытия филиалов в разных регионах мира.

Так, биржа «Euronext» объединила фондовые биржи Парижа, Амстердама, Брюсселя и Лиссабона, затем биржа «NYSE» объединилась с «Euronext». Биржа «OMX» объединила фондовые рынки Швеции, Дании, Норвегии, Финляндии и прибалтийских стран, а затем биржа «NASDAQ» объединилась с «OMX».

[1] *Коновалова Кристина Юрьевна*, кандидат экономических наук, доцент кафедры экономики и антимонопольного регулирования, Северо-Кавказский институт – филиал РАНХиГС, г. Пятигорск, e-mail: kris89.11@yandex.ru
Konovalova Christina, Candidate of Economic Sciences, Associate Professor of the Department of Economy and antimonopoly regulation, The North Caucasus institute - branch of RANEPA, Pyatigorsk, e-mail: kris89.11@yandex.ru

Российские биржи «ММВБ» и «РТС» объединились в Московскую биржу.

Кроме того, активно развиваются альтернативные торговые площадки, по экспертным оценкам, на них приходится около 25-30 % мировой биржевой ликвидности – это «Chi-X», «BATS» и «Turquoise». Проявляется конкурентная борьба фондовых бирж за клиентов и инвестиционные ресурсы в глобальном масштабе. Инфраструктура прогрессивных фондовых бирж мира в таких условиях также переходит на широкий спектр предложений по инвестированию, на качественно новый уровень обслуживания и на низкие издержки [11]. Отставание в этих процессах, ограниченность и отсутствие мобильности может существенно снизить ликвидность и роль определенной фондовой биржи в обеспечении мировых инвестиционных потоков.

Анализ инфраструктурного обеспечения ведущих бирж мира помимо обеспечения природных функций и задач фондовой биржи должен также учитывать специфику и модель развития рынка ценных бумаг. Определяющую роль в становлении институциональных основ инфраструктурного обеспечения фондовой биржи является выбранная модель функционирования всех её структурных элементов. В современной экономической науке выделяют две основные ярко выраженные модели – это европейская (континентальная, немецкий, банковская) и англосаксонская (биржевая).

Европейской модели придерживаются Германия, Франция, Австрия и в основном другие европейские страны, англосаксонской модели соответствуют США, Канада, Великобритания. Национальные, исторические, социальные и экономические факторы повлияли на развитие инфраструктуры определенной модели фондового рынка в каждой отдельно взятой стране. Кроме того, выделяют также смешанную (комбинированную) модель, как систему, которая проявила себя в большинстве стран мира и соединила в себе некоторые элементы европейской и некоторые элементы англосаксонской модели [2; 16].

Современное мировое развитие информационных и электронно-расчетных систем изменили архитектуру международного финансового посредничества. С внедрением и широким распространением в мире электронной торговли ценными бумагами и интернет-трейдинга, существенно изменилась в инфраструктуре фондовых рынков роль банков, брокеров, страховых и кредитных поручителей, инвестиционных управляющих, банковских и финансовых консультантов, компаний по управлению активами и хедж-фондов. Их значение, как посредников, на фондовых биржах снизилось.

Покупатель и продавец ценными бумагами стали во взаимоотношениях намного ближе друг к другу. Расчетно-депозитарная инфраструктура перестала быть фрагментированной. На современном этапе финальность расчетов по биржевым сделкам подтверждается центральным депозитарием, что минимизирует риски потери прав собственности. Так, центральный контрагент (электронный режим деятельности мультифункциональной фондовой биржи) решает проблему взаимных лимитов. Участники осуществляют сделки с одним контрагентом – центральным контрагентом. Предоставляются дополнительные услуги по залогам, кредитованию, репо-сделкам (сделки по залогам с обратным выкупом ценных бумаг) – в автоматическом режиме. Отсутствие 100 % предварительного депонирования и неттинг в расчетах на день поставки позволяют клиентам интернет-трейдинга наиболее гибко управлять активами, быстро переводить их из одного класса инвестиционных активов в другой, или в денежные средства. Депонирование средств и ценных бумаг на специальном собственном счете позволяет без осложнений осуществлять такие сделки.

Глобализация и развитие валютно-финансовых отношений, информационных технологий, электронно-технических средств, усовершенствование современных платежных систем и банкоматов обеспечил функционирование торгов фондовой биржи электронными средствами платежа, обмена различных валют в онлайн режиме, быстрому трансграничному их переводу. Кроме того, это поспособствовало появлению производных инструментов на валюты ведущих экономик мира (доллар США, евро, японская йена, английский фунт, швейцарский доллар, австралийский доллар,

канадский доллар и т.п.), увеличило их обращение на биржах и электронно-торговых площадках в разы. В связи с этим большинство ведущих фондовых бирж мира развитых стран мира и развивающихся стран предоставляют возможность торговать, как в национальной валюте, так и в долларах США. В странах Европы добавляется возможность использовать также евро в расчетах. Кроме того, цена на активы фиксируется, и автоматически переводятся в удобную для инвестора валюту, при этом курс обмена является свободно-конвертируемым с минимальной комиссией, или без уплаты комиссий.

Существенным шагом к расширению международной торговли ценными бумагами стало то, что в конце XX века – начале XXI века произошло в большинстве развитых стран мира и развивающихся странах снижение регулятивной и фискальной нагрузки для профессиональных участников, эмитентов и инвесторов. На ведущих фондовых биржах мира произошло значительное снижение налогообложения, или вообще отмена налога на доходы от операций с ценными бумагами для нерезидентов. Это поспособствовало увеличению обращения инвестиционных средств, росту глубины финансовых рынков и улучшению показателей ликвидности бирж, которые реализовали такие меры по либерализации и дерегуляции. Инициатива ввести в странах ЕС дополнительный налог с оборота на сделки по ценным бумагам после кризиса 2008-2009 гг. не имела поддержки, так как могла значительно снизить привлекательность европейских фондовых рынков для международных инвесторов, что в условиях финансовой нестабильности могло бы усложнить ситуацию в экономике Европы.

Современным признаком прогрессивной фондовой биржи является либеральность и прозрачность законодательства относительно функционирования на ней национальных и иностранных ценных бумаг. Так, нормативно-правовые акты, направленные на листинг и допуск к торгам иностранных ценных бумаг на равных условиях с отечественными ценными бумагами, привлекают дополнительную ликвидность на фондовой бирже. Отметим, что лидером в этих процессах является Нью-Йоркская фондовая биржа (NYSE Euronex), которая является крупнейшей в мире по количеству участников. На ней зарегистрировано более 4000 самых известных в мире компаний из 55 стран мира, а средний объем ежедневных торгов составляет 100 – 123,4 млрд. долл. США по состоянию на 2007-2012 гг. За период 2003-2011 гг. биржевой оборот иностранных ценных бумаг вырос с 1344,3 млрд. долл. США до 3595,0 млрд. долл. США – 5,7 % мирового оборота. В наибольшей степени торговля иностранными акциями росла на биржах Северной и Южной Америки, которая увеличилась с 1090,7 млрд. долл. США до 2905,3 млрд. долл. США – 8,7 % всего оборота, далее идут биржи Европы, Среднего и Ближнего Востока и Африки – с 253,6 млрд. долл. США до 689,7 млрд. долл. США 4,3 % и, наконец, страны Азиатско-Тихоокеанского региона – с 10,9 млрд. долл. США до 92,9 млрд. долл. США, что является 0,5 % от всего оборота [12].

Мировая практика показывает, что почти все приватизационные сделки осуществляются на локальных фондовых площадках. Поэтому подавляющее большинство современных фондовых бирж мира обеспечены инфраструктурой для проведения приватизации отечественных компаний на локальной фондовой бирже с привлечением иностранного капитала. Кроме того, на базе этой инфраструктуры в крупных международных финансовых центрах (Нью-Йорк, Лондон, Токио, Франкфурт-на-Майне, Варшава) действует прозрачная и понятная процедура проведения IPO (англ. Initial Public Offering) через систему фондовой биржи с привлечением широкого круга отечественных и иностранных инвесторов.

Анализ современных мировых стандартов и подходов к инфраструктурному обеспечению ведущих бирж мира позволяет сделать следующие выводы по основным мировым тенденциям дальнейшего развития биржевой индустрии и выделить: интернационализацию и универсализацию деятельности бирж.; дальнейшее наращивание укрупнения бирж и повышение уровня их капитализации, усиление процессов слияния, кооперации, взаимного доступа, унификация правил торговли, обмена информацией в сфере традиционной

биржевой торговли; технологизацию и стандартизацию деятельности бирж, электронно-торговых и расчетно-клиринговых систем в мировом масштабе, их интеграция с интернет-технологиями, а также постепенное стирание границ между традиционными биржами и электронными биржевыми торговыми системами; акционирование и корпоратизацию, связанные с поиском эффективного инвестора и, как следствие, коммерциализация деятельности бирж; увеличение роли финансовых и фондовых рынков в международной экономике, распространение секьюритизации в сфере межгосударственного сотрудничества, в области управления государственными, корпоративными и частными долгами, рост их влияния на сферу производства, услуг и торговли; рост социально-ответственного инвестирования на фондовых биржах.

Углубление финансового рынка во многом определяется степенью зрелости институтов финансового посредничества в конкретной стране. Финансовые системы, развивающиеся через создание мобильных институтов, инструментов и механизмов, позволяют обеспечивать оборот сбережений и эффективное использование общего фонда накоплений для целей инвестирования. На современном этапе развитые страны имеют значительно большую глубину финансовых рынков, чем развивающиеся страны. Коэффициент финансовой глубины рынков США, Японии, Западной Европы и других развитых стран находится на уровне 4,0 или выше ВВП, по сравнению с 2,8 в Китае, и около 2,0 и меньше на других развивающихся рынках. Как показывают расчеты МВФ, повышение степени глобальной финансовой глубины в последние два десятилетия происходило в значительной степени благодаря росту внешних активов и обязательств, на которые в конце периода приходилось около трети прироста данного показателя [16].

С целью повышения прозрачности деятельности компаний в сфере международной корпоративной отчетности некоторые биржи стали требовать или рекомендовать предоставления информации по социальным и экологическим вопросам. Среди них – Йоханнесбургская фондовая биржа (JSE), Малазийская биржа (Bursa Malaysia), Шанхайская фондовая биржа (SSE). В США раскрытие финансовой информации рекомендуется Комиссией по ценным бумагам и биржам (SEC). Кроме того, одним из требований Йоханнесбургской фондовой биржи (JSE) к эмитентам является соответствие Кодексу корпоративного управления Кинга (King III), который содержит положения об интегрированной отчетности (комплексное представление финансовой и нефинансовой информации). Для доступа к листингу на малайзийской бирже (Bursa Malaysia) потенциальным эмитентам необходимо раскрыть информацию об их деятельности, а также деятельности их дочерних компаний в сфере корпоративной ответственности. Требования к кандидатам на первичное размещение акций на Шанхайской фондовой биржи (SSE) включают раскрытия экологической информации для компаний из 14 наиболее «грязных» отраслей. В соответствии с «Принципами и рекомендациями по корпоративному управлению Австралийской фондовой биржи» (ASX), эмитентам рекомендовано включить в свои кодексы корпоративного поведения социальные и экологические вопросы, принять политику по продвижению принципа разнообразия в кадровом составе, а также учитывать вопросы устойчивого развития при управлении рисками. Комиссия по ценным бумагам и биржам США (SEC) приняла «Руководство по раскрытию информации, связанной с изменением климата» (17 CFR Parts 211, 231 and 241 Commission Guidance Regarding Disclosure Related to Climate Change). В частности, эмитентам рекомендуется раскрывать расходы на природоохранную деятельность, освещать вопросы, связанные с изменением климата, а также включать описание основных рисков и т.д. [18].

Директива о прозрачности (Transparency Directive) и Директива по модернизации отчетности (Accounts Modernization Directive) Европейского союза содержат требования, согласно которым годовые отчеты компаний должны включать как финансовые, так и нефинансовые показатели. Во Франции действуют Новые экономические стандарты (Nouvelles Regulations Economiques), согласно которым публичные компании обязаны раскрывать информацию, относящуюся к корпоративному

управлению, влиянию на общество, экологическому менеджменту и практике трудовых отношений. В Нидерландах, в соответствии с Актом по экологическому менеджменту (Wet Milieu Beheer) и Указом по экологической отчетности (Besluit Milieuverslaglegging), компании, оказывающие значительное негативное воздействие на окружающую среду, обязаны выпускать два вида экологических отчетов: для государственных органов и общественности. В Дании принят Закон о «зеленой» отчетности (Green Accounts Law), согласно которому компании, оказывающие значительное влияние на окружающую среду, обязаны публиковать отчеты, описывающие практики управления и результаты в области охраны окружающей среды. Согласно Закону об устойчивом росте экономики (Ley de Economía Sostenible), принятому парламентом Испании, государственные компании и частные предприятия с численностью персонала более 1000 человек с 2012 года обязаны публиковать годовые нефинансовые отчеты, уделяя особое внимание вопросам равенства полов и защиты прав инвалидов. В Швеции действует «Руководство для государственных компаний с обязательной нефинансовой отчетностью», в котором закреплена необходимость использования «Руководства GRI». Принцип «предоставляй или объясняй», заложенный в документе, позволяет компаниям не публиковать определенные показатели GRI при объяснении их невозможности применения. Нефинансовые отчеты подлежат обязательной независимой проверке [18].

Новые условия функционирования инфраструктуры международного рынка ценных бумаг обусловливают трансформацию и активное инновационное развитие локальных фондовых бирж в XXI веке, которые в первую очередь, требуют:

• Изменения регулятивно-правовых актов, направленных на улучшение прав инвесторов, выравнивание требований между иностранными и отечественными инвесторами, направленность усилий государственного аппарата и его регулирование на более открытое, эффективное и конкурентное функционирования финансового и фондового рынков.

• Модернизации и внедрения современных информационных технологий, систем автоматизированного учета и контроля операций.

• Усиления ориентации инфраструктуры на конечного инвестора, на обеспечение прямой связи между эмитентом и инвестором.

• Совершенствования механизмов управления рисками и повышения надежности расчетов по операциям на рынке, внедрение инновационных, постоянно обновляемых систем безопасности расчетов по операциям купли-продажи ценных бумаг.

• Обеспечения инвесторов максимально широким ассортиментом инвестиционных продуктов (акции, облигации, глобальные индексные фонды, индексные фонды на местный рынок, отраслевые индексные фонды, деривативы, IPO, допуск к сделкам с иностранными ценными бумагами).

• Увеличения финансовой глубины поддержки фондового рынка институтом маркет-мейкеров, что способствует улучшению ликвидности.

• Создания условий для функционирования единого регионального финансового пространства в рамках европейского (или евразийского) объединения для конкретной страны Европы.

• Формирования стратегии для интеграции в мировое финансовое сообщество, а именно, соблюдение высоких социально-корпоративных стандартов на фондовой бирже, развитие долгосрочного партнерства с компаниями-лидерами в области информационных технологий, своевременная адаптация международных технологических стандартов работы на финансовом и фондовом рынке и т.п. [13-14].

Развитие эффективного рынка финансовых инструментов – одна из первоочередных задач государства на современном этапе. В числе основных факторов, определяющих привлекательность рынка для инвесторов и эффективность его функционирования, выступает наличие на нем финансовых инструментов, отвечающих интересам участников и позволяющих им эффективно выполнять свои функции. Важнейшей составляющей рыночного инструментария являются финансовые инструменты. Акции многих компаний со всего мира обращаются на фондовых рынках разных стран в форме депозитарных расписок. Депозитарная

расписка – это ценная бумага, выпущенная депозитарием и удостоверяющая право ее владельца на определенное количество ценных бумаг иностранной компании, депонированных в стране нахождения этой компании. Это механизм, позволяющий организовать обращение ценных бумаг за пределами юрисдикции, где был проведен их выпуск [6].

Приобретая депозитарные расписки, инвесторы становятся владельцами иностранных ценных бумаг, получают возможность совершать сделки с этими ценными бумагами, как на внутреннем рынке, так и на рынках других стран, в которых такие бумаги допущены к торгам, при этом оставаясь в своей стране, используя инфраструктуру своего национального рынка. Цена депозитарных расписок меняется в соответствии с изменением цен на базовые ценные бумаги. Среди положительных моментов, связанных с использованием депозитарных расписок в качестве инструмента международного инвестирования, можно выделить следующие:

- сделки с депозитарными расписками осуществляются на национальном рынке инвестора и расчеты по ним производятся в национальной валюте.
- владелец депозитарных расписок также может продать их на зарубежном рынке при наличии у расписок соответствующего доступа, либо продать представляемые депозитарными расписками иностранные ценные бумаги (при этом депозитарная расписка погашается) [5].

К недостаткам владения депозитарными расписками можно отнести следующие. Требуется много времени для доставки важной информации от компании к владельцу депозитарных расписок или для совершения сделок с депозитарными расписками на зарубежном рынке. Расходы, связанные с выполнением операций с депозитарными расписками, в том числе комиссионное вознаграждение депозитария, кастодиана, брокеров, а также расходы на конвертацию выплат по ценным бумагам в национальную валюту инвестора, доставка информации и другое, возлагаются на владельца депозитарных расписок. Эмиссия депозитарных расписок осуществляется в соответствии с правом страны депозитария.

В мировой практике, в целом, и в законодательстве США, в частности, (в силу исторических причин структура рынка депозитарных расписок наиболее развита в США) принято выделять четыре уровня депозитарных расписок.

Депозитарные расписки первого и второго уровней выпускаются на ценные бумаги, уже находящиеся в обращении. Депозитарные расписки первого уровня (неспонсируемые) выпускаются по инициативе профессиональных торговцев на рынке ценных бумаг или депозитария, заключившего договор с отдельными акционерами иностранных компаний, желающими хранить свои акции в форме расписок, получать дивиденды по ним и участвовать в управлении этими компаниями, находясь в своей стране. Все расходы, связанные с реализацией депозитарной программы, ложатся на инициаторов выпуска депозитарных расписок. Такие расписки имеют облегченную процедуру регистрации в государственном органе, контролирующем фондовый рынок. Как правило, достаточно передать в контролирующий орган документы, подтверждающие соответствие деятельности компании и её ценных бумаг законодательству страны ее инкорпорации. При этом требования законодательства страны выпуска депозитарных расписок о раскрытии информации, о предоставлении финансовой отчетности на такую компанию не распространяются.

Однако, в этом случае «прозрачность» финансовой отчетности компании для фондового рынка резко снижается, поскольку законодатель лишает эти бумаги статуса публично обращающихся ценных бумаг и не позволяет фирме проводить листинг таких расписок на биржевом рынке. Торговать такими бумагами можно только на внебиржевом рынке [6].

Депозитарные расписки второго, третьего и четвертого уровней (спонсируемые) выпускаются за счет и по инициативе самой иностранной компании. Депозитарные расписки второго и третьего уровней имеют полную процедуру регистрации и приравниваются к национальным ценным бумагам. Иностранные компании, инициирующие выпуск таких депозитарных расписок, должны предоставлять полную финансовую отчетность наравне

с национальными компаниями. Такие депозитарные расписки могут обращаться как на организованном, так и на неорганизованном рынке. Разница между депозитарными расписками второго и третьего уровней в том, что последние представляют вновь выпущенные ценные бумаги иностранной компании. Иными словами, в форме депозитарных расписок третьего уровня производится первичное публичное предложение ценных бумаг иностранной фирмы, тогда как депозитарные расписки второго уровня выпускаются на уже находящиеся в обращении ценные бумаги. Выпуск депозитарных расписок второго и третьего уровней требует от иностранных компаний больших затрат, в связи с необходимостью приведения финансовой отчетности и акционерного капитала в соответствие с международными стандартами или национальными требованиями страны выпуска этих расписок. Для небольших компаний, компаний из развивающихся стран выпуск расписок второго и третьего уровня зачастую становится невозможным.

В 1990 году в США появились депозитарные расписки четвертого уровня. Такие депозитарные расписки выпускаются по инициативе иностранных компаний на вновь выпущенные ценные бумаги. Иностранные компании, инициирующие выпуск депозитарных расписок четвертого уровня, не предоставляют финансовую отчетность в Комиссию по ценным бумагам и биржам США. Депозитарные расписки четвертого уровня не подлежат регистрации в соответствии с Законом США 1934 года о фондовых биржах, и их последующая передача сопряжена с существенными ограничениями. Такие ценные бумаги могут обращаться только среди квалифицированных институциональных покупателей – лиц, в совокупности владеющих портфелем ценных бумаг или инвестирующих в ценные бумаги не связанных с ними компаний не менее 100 млн долларов. К таким лицам относятся страховые компании, инвестиционные компании и целевые фонды, инвестиционные консультанты, дилеры и др. [4].

Торговля депозитарными расписками четвертого уровня осуществляется через систему электронной торговли «PORTAL», созданную Национальной ассоциацией дилеров фондового рынка [5].

В законодательстве РФ российские депозитарные расписки (РДР) появились еще в 2006 году. Определение данной ценной бумаги содержится в статье 2 Федерального закона «О рынке ценных бумаг» (Федеральный закон), а особенности эмиссии и обращения российской депозитарной расписки (далее – РДР) представлены в ст. 27.53 указанного Федерального закона [17]. Первый и на сегодняшний день единственный выпуск РДР был зарегистрирован ФСФР России в 2010 году [4]. Расписки были выпущены на обыкновенные акции Объединенной компании РУСАЛ (ОК РУСАЛ), зарегистрированной на острове Джерси и осуществляющей свою деятельность на территории РФ [7]. Такую низкую популярность РДР среди иностранных компаний можно объяснить неразвитостью российского законодательства, регулирующего рынок депозитарных расписок. В законодательстве РФ отсутствует деление РДР на уровни. Государственная регистрация выпуска РДР не требуется в случае присвоения этому выпуску идентификационного номера российской биржей, при этом РДР должны удостоверять право собственности своих владельцев на представляемые расписками ценные бумаги иностранного эмитента, а представляемые ценные бумаги должны пройти процедуру листинга на иностранной бирже, входящей в перечень, утвержденный Банком России. В этом случае эмитент представляемых ценных бумаг может не принимать на себя обязательства перед владельцами РДР (п. 4 ст. 27.53 Федерального закона). Неприемлемость освобождения эмитента ценных бумаг от обязательств перед владельцами ценных бумаг подробно обсуждается в статье «Правовое регулирование российских депозитарных расписок» [15].

Таким образом, освобождение от государственной регистрации выпуска РДР и от обязательств перед владельцами РДР может получить только крупная компания, способная организовать обращение своих ценных бумаг на известнейших международных торговых площадках, а значит не испытывающая дефицит в источниках финансирования. Напротив, представители среднего бизнеса, в том числе

компании из развивающихся стран, испытывающие потребность в средствах для своего развития и желающие разместить свои ценные бумаги в форме РДР, вынуждены в соответствии с законодательством РФ регистрировать выпуск депозитарных расписок в Банке России. Такие фирмы должны возложить на себя обязательства перед владельцами РДР и предоставлять финансовую отчетность согласно российскому законодательству (п. 15 ст. 27.53 Федерального закона).

Компании, испытывающие дефицит в финансовых ресурсах, вынуждены нести существенные расходы, связанные с государственной регистрацией выпуска РДР (оплата услуг финансовых и правовых консультантов) и приведением своего финансового состояния и своей финансовой отчетности с учетом требований законодательства РФ. Этим объясняется непопулярность РДР среди иностранных компаний. Предлагается целесообразным по аналогии с мировой практикой и опытом США предусмотреть в российском законодательстве несколько уровней российских депозитарных расписок.

Одна из значимых предпосылок, способствующая выравниванию условий конкуренции, заключается в единстве всего экономического пространства России, которое будет способно обеспечить свободное перемещение товаров, факторов производства и капитала [8].

В зависимости от уровня РДР законодательство должно предусматривать конкретные требования к иностранной компании в части размера акционерного капитала, финансовой устойчивости, раскрытия информации, в том числе финансовой отчетности, требования, сопряженные с государственной регистрацией выпусков РДР, представляющих ценные бумаги таких компаний, а также определять рынок, на котором могут обращаться расписки каждого уровня. Так, РДР первого уровня (неспонсируемые), выпускаемые по инициативе частных инвесторов или некоторых участников рынка ценных бумаг, без участия иностранной компании, должны быть ограничены в публичном обращении, поскольку иностранная фирма не связывает себя обязательствами в отношении владельцев РДР, в частности, на предоставление информации на русском языке. Такая компания может не соответствовать требованиям российского законодательства, предъявляемым к юридическим лицам, имеющим право предлагать свои ценные бумаги неограниченному кругу лиц. РДР второго и третьего уровня (спонсируемые) должны выпускаться на ценные бумаги фирм, взявших на себя обязательства перед владельцами РДР.

Иностранные компании, размещающие свои ценные бумаги в форме РДР второго и третьего уровней, должны соответствовать требованиям российского законодательства, предъявляемым к юридическим лицам, публично размещающим свои ценные бумаги. Таким компаниям необходимо предоставлять информацию на русском языке, на условиях и в объеме, предусмотренном законодательством РФ, не зависимо от того, размещаются ли ценные бумаги таких компаний на зарубежных фондовых биржах, или нет. РДР четвертого уровня могут стать «воротами», через которые малые (развивающиеся) компании, компании из развивающихся стран смогут выйти на российский фондовый рынок. РДР четвертого уровня должны быть освобождены от государственной регистрации, либо регистрация таких расписок должна иметь упрощенный порядок. Такие компании должны быть освобождены от обязательного предоставления финансовой отчетности и обязательных требований к финансовой устойчивости и размерам акционерного капитала. При этом в законодательстве необходимо предусмотреть, что такие РДР могут обращаться только среди квалифицированных инвесторов, к которым согласно пункту 2 ст. 51.2 Федерального закона относятся: профессиональные участники рынка ценных бумаг, клиринговые организации, кредитные организации, акционерные инвестиционные фонды, управляющие компании инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов, страховые организации, негосударственные пенсионные фонды, Банк России, Внешэкономбанк, Агентство по страхованию вкладов и иные лица, отнесенные к квалифицированным инвесторам федеральными законами, обладающие всеми необходимыми ресурсами для определения и мини-

мизации рисков, связанных с приобретением таких РДР. Появление на российском фондовом рынке РДР четвертого уровня позволит перспективным компаниям из развивающихся стран размещать свои ценные бумаги в РФ, а отечественным квалифицированным инвесторам зарабатывать на росте курсовой стоимости ценных бумаг таких компаний, что повысит объем торгов на российском фондовом рынке. Быстро развивающийся фондовый рынок привлечет внимание зарубежных инвесторов, что в конечном итоге позволит создать на территории нашего государства мировой финансовый центр. Так, в 2009 году Комиссия Тайваня по финансовому надзору снизила требования для допуска ценных бумаг иностранных высокотехнологичных предприятий на национальный внебиржевой фондовый рынок и тайваньскую фондовую биржу. Это быстро усилило выдвижение Тайваня в Азиатско-Тихоокеанском регионе, создало беспрецедентные возможности для тайваньской экономики [7]. Эти изменения привлекли на тайванский фондовый рынок компании из Китая и Сингапура. В настоящее время выпуск тайваньских депозитарных расписок произвели 10 компаний из Сингапура и 14 из Гонконга. При этом многие из Китайских компаний, воспользовавшихся механизмом депозитарных расписок, были созданы и находятся под контролем тайваньских компаний и акционеров.

Таким образом, миграция тайваньского капитала была обращена вспять [1]. Введение в законодательство РФ уровней депозитарных расписок позволит сделать российский фондовый рынок более привлекательным для зарубежных компаний и защитить неквалифицированных национальных инвесторов от приобретения высокорисковых активов.

Мировое сообщество выступает субъектом, заинтересованном в применении индикаторов устойчивого развития, которые используются для сравнительной оценки различных регионов и стран.

В зависимости от рассмотрения различных индикаторов, можно выделить соответствующие группы критериев:

1. Отражающие индикаторы: динамика изменений, происходящих в каком-либо процессе или характеристике; степень чувствительности к изменениям; четкое определение положительной или отрицательной направленности происходящих изменений.

2. Взаимосвязь индикаторов с принимаемыми решениями: соответствие политике; наличие связи с принимаемыми решениями; концентрация внимания на наиболее существенных вопросах.

3. Обеспечение эффективной передачи информации по индикаторам: доступность для понимания ключевыми заинтересованными сторонами; простота передачи информации, например, с помощью инструментов статистики или графического представления данных; широта распространения информации среди заинтересованных сторон.

4. Данные: затраты, достоверность, точность, надежность, отражение реальной ситуации по рассматриваемому вопросу, частота сбора данных, согласование во времени [10].

Соотношения между вышеперечисленными параметрами экономической системы позволяют выявить закономерности устойчивого сбалансированного развития:

- усиление во времени взаимозависимости и взаимовлияния параметров развития системы;
- оптимальный сбалансированный рост параметров системы формирует условия для положительного устойчивого развития в долгосрочном интервале времени;
- снижение сбалансированного уровня системы при любых отрицательных изменениях ее параметров замедляет устойчивое развитие, что, в крайнем случае, может привести к неустойчивой системе [9].

Рассмотрев современные мировые стандарты и подходы к инфраструктурному обеспечению ведущих бирж мира можно прийти к следующим выводам, основными мировыми тенденциями дальнейшего развития биржевой индустрии будут:

- Интернационализация деятельности бирж.
- Универсализация деятельности бирж.
- Дальнейшее наращивание укрупнения бирж и повышение уровня их капитализации, усиление процессов слияния, кооперации, взаимного доступа, унифи-

кация правил торговли, обмена информацией в сфере традиционной биржевой торговли.

- Технологизация и стандартизация деятельности бирж, электронно-торговых и расчетно-клиринговых систем в мировом масштабе, их интеграция с интернет-технологиями, а также постепенное стирание границ между традиционными биржами и электронными биржевыми торговыми системами.
- Акционирование и корпоратизация, связанные с поиском эффективного инвестора и, как следствие, коммерциализация деятельности бирж.
- Увеличение роли финансовых и фондовых рынков в международной экономике, распространение секьюритизации в сфере межгосударственного сотрудничества, в области управления государственными, корпоративными и частными долгами, рост их влияния на сферу производства, услуг и торговли.
- Рост социально-ответственного инвестирования на фондовых биржах.

БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК

1. Conditions Relaxed for Taiwan Listing by Foreign Technology Enterprises", Taiwan New Econ. Newsl. (Ctr. for Econ. Deregulation and Innovation, Council for Econ. Planning & Dev., Taipei, Taiwan), Mar. 2009, at 10.
2. Dynamic of market capitalization countries // Worldbank // URL: http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD?order=wbapi_data_value_2010%20wbapi_data_value&sort=asc (Дата обращения: 10.02.2016).
3. Eric Wu and Christy LC Lin, Issuing Depositary Receipts in Taiwan by Companies Listed Overseas: An overview of the planning process. URL: http://www.pwc.com/tw/en/ipo_in_tw/feature/tdr/feature_tdr_001.jhtml (Дата обращения: 10.02.2016).
4. Адвокатское бюро «Линия права». Первый в истории выпуск российских депозитарных расписок. URL: http://www.lp.ru/experience/pervij_v_istorii _vipusk_rossijskih _depozitarnih_ (Дата обращения: 10.02.2016).
5. Батяева Т.А., Столяров И.И. Рынок ценных бумаг: учеб. пособие. – М.: ИНФРА-М, 2010. – 303 с.
6. Галанов В.А. Рынок ценных бумаг: учебник.– М.:ИНФРА-М, 2010.–375с.
7. Информационное телеграфное агентство России. РУСАЛ разработал план переноса финансовых и хозяйственных операций на территорию России. URL: http://itar_tass.com/ekonomika/843453 (Дата обращения: 10.02.2016).
8. Коновалова К.Ю. Выявление и решение проблем бюджетного планирования как фактор устойчивого развития экономики регионов // Проблемы устойчивого развития российских регионов: материалы Всероссийской научно-практической конференции с международным участием / отв. ред. Л. Н. Руднева. – Тюмень: ТюмГНГУ, 2014. – С. 68 – 71.
9. Коновалова К.Ю. Факторы устойчивого сбалансированного экономического развития на региональном уровне управления // Аспирантские чтения – 2014 Материалы региональной конференции дипломированных специалистов, работающих над кандидатскими диссертациями. кафедра экономики и управления Северо-Кавказского института РАНХиГС, кафедра гуманитарных, исторических и математических дисциплин Северо-Кавказского института РАНХиГС. Пятигорск, 2014. С. 88-95.
10. Коновалова К.Ю., Аджекова Э.С., Аджекова А.С. Применение индикаторов как показателей устойчивого развития экономики региона // В сборнике: Развитие региона и социальное творчество молодежи XVL Всероссийская научно-практическая конференция молодых ученых, аспирантов, обучающихся учреждений высшего и среднего профессионального образования с международным участием. 2015. С. 85-89.
11. Лидовская Л.Ф., Коновалова К.Ю. Электронный курс конспектов лекций «Экономика предприятия» // Хроники объединенного фонда электронных ресурсов Наука и образование. 2015. № 2 (69). С. 29.

12. Официальный сайт Нью-Йоркской фондовой биржи // URL: https://nyse.nyx.com/ (Дата обращения: 10.02.2016).
13. Полтева Т.В., Мингалёв Н.В. Анализ финансовых инструментов инвестирования: соотношение риска и доходности // Карельский научный журнал. 2013. № 4. С. 33-36.
14. Редзюк Є.В. Еволюція впливу фондових бірж на соціально-економічне середовище світу (ст.) // Економічний Часопис-XXI – Інститут суспільної трансформації – 2013. – К.: науковий журнал № 3-4 (1) – С. 10-13.
15. Скотецкий А.Н. Правовое регулирование российских депозитарных расписок // Труд и социальные отношения. – 2013. – № 12(114). – С. 111–118.
16. Современные тенденции финансового посредничества на фондовом рынке // Электронный ресурс «webeconomy.ru» // раздел «Мировые финансы» // URL:http://www.webeconomy.ru/index.php?page=cat&cat=mcat&mcat=137&type=news&mm_menu=58&newsid=1576 (Дата обращения: 10.02.2016).
17. Федеральный закон от 22.04.1996 N 39-ФЗ (ред. от 30.12.2015) «О рынке ценных бумаг» (с изм. и доп., вступ. в силу с 09.02.2016) // Справочно-правовая система «Консультант Плюс» (Дата обращения: 10.02.2016).
18. Фондовые рынки в контексте устойчивого развития // Аналитический отчет компании «Ernst and Young» // URL: http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ Capital-Markets-Sustainability-RU/$FILE/Capital-Markets- Sustainability-RU.pdf (Дата обращения: 10.02.2016).