

**МОЛДАВСКАЯ ЭКОНОМИЧЕСКАЯ АКАДЕМИЯ**

На правах рукописи  
CZU: 336.76(478):339.923:061.1EU(043)

**БИЛООКАЯ СВЕТЛАНА**

**РАЗВИТИЕ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ  
РЕСПУБЛИКИ МОЛДОВА В КОНТЕКСТЕ  
ЕВРОПЕЙСКОЙ ФИНАНСОВОЙ  
ИНТЕГРАЦИИ**

**522.01 – ФИНАНСЫ**

Автореферат на соискание ученой степени  
доктора экономических наук

**КИШИНЕВ, 2014**

**Диссертация выполнена на Кафедре «Инвестиции и Рынки Капитала»  
Молдавской Экономической Академии, г. Кишинев**

**Научный руководитель:**

**ХЫНКУ Родика**, доктор хабилитат экономики, профессор, Молдавская Экономическая Академия

**Официальные оппоненты:**

**СЕКРИЕРУ Анжела**, доктор хабилитат экономики, профессор, Молдавская Экономическая Академия

**ИОРДАКИ Викторня**, доктор экономики, Национальный Институт Экономических Исследований

**Члены специализированного научного совета:**

**КОБЗАРЬ Людмила**, председатель, доктор хабилитат экономики, профессор, Молдавская Экономическая Академия

**БОТНАРЬ Надежда**, ученый секретарь, доктор экономики, доцент, Молдавская Экономическая Академия

**ИЛИАДИ Георгий**, доктор хабилитат экономики, профессор-исследователь, Национальный Институт Экономических Исследований

**КРОТЕНКО Юрий**, доктор хабилитат экономики, доцент, Международный Независимый Университет Молдовы

**ЧОБУ Стелла**, доктор экономики, доцент, Молдавская Экономическая Академия

**КРИКЛИВАЯ Диана**, доктор экономики, доцент, Молдавский Государственный Университет

**КУХАЛ Вероника**, доктор экономики, Национальная Комиссия по Финансовому Рынку

Защита состоится 15 января 2015 г. в 11.00 на заседании Специализированного Научного Совета D 32.522.01-01 при Молдавской Экономической Академии по адресу: MD-2005, Республика Молдова, мун. Кишинев, ул. Бэнулеску-Бодони 59, блок „F”, эт. 4, ауд. 408.

С диссертацией и авторефератом можно ознакомиться в Научной библиотеке Молдавской Экономической Академии, и на web странице С.Н.А.А., ([www.cnaa.md](http://www.cnaa.md)).

Автореферат разослан 15 декабря 2014 г.

**Ученый секретарь**

**специализированного научного совета:**

доктор экономики, доцент

**БОТНАРЬ Надежда**

**Научный руководитель:**

доктор хабилитат экономики, профессор

**ХЫНКУ Родика**

**Автор:**

**БИЛООКАЯ Светлана**

© БИЛООКАЯ Светлана, 2014

## I. КОНЦЕПТУАЛЬНЫЕ ПОЛОЖЕНИЯ ИССЛЕДОВАНИЯ

**Актуальность темы исследования:** Рынок ценных бумаг (РЦБ) занимает особое место в экономике и выполняет важные функции в системе производства, являясь сферой, в которой формируются основные финансовые источники экономического роста.

В европейских странах доля акционерного капитала, привлекаемого на фондовом рынке в ВВП составляет 47%, а доля капитала, аккумулированного на рынках корпоративных облигаций, достигает 25%. Рынок капитала Европейского Союза (ЕС) содействует привлечению средств у широкого спектра инвесторов, что позволяет считать РЦБ стран ЕС ключевым механизмом по мобилизации средств для нужд экономики.

Реализация определенных в рамках *Национальной стратегии развития Республики Молдова* направлений развития экономики, ставит перед финансовым рынком Республики Молдова задачи по привлечению значительных объемов денежных ресурсов. Однако исследование показало, что доля рынка капитала в национальном ВВП составляет лишь 9,8%, что свидетельствует о не выполнении, национальным РЦБ его предназначения – мобилизацию сбережений для нужд экономики. Все вышеизложенное определяет актуальность данного исследования и ставит своей целью, опираясь на сравнительный анализ эволюции РЦБ европейских стран и Республики Молдова, выявить существующие проблемы в функционировании национального РЦБ и разработать основные направления его развития с целью обеспечения реализации рынком присущих ему функций. В сложившихся условиях, перспективы европейской финансовой интеграции РЦБ Республики Молдова, рассматриваются как позитивный фактор его модернизации и развития.

**Описание ситуации в исследуемой области и определение проблем исследования. Степень изученности исследуемой темы.** Исследование различных аспектов функционирования фондовых рынков на основе системного анализа, взаимосвязи развития фондового рынка, а также интеграционных процессов на нем и экономического роста проводилось такими зарубежными учеными как: Зингалес Л., Вурглер Дж., Демиргуч-Кунт А. Бек Т., Ливайн Р., Пагано М., Баеле Л., Агенор П., Гевара Ф., Фрейдрих К., Драгота В. и др.; анализ различных аспектов развития фондового рынка осуществлен в работах Рубцова Б., Алифановой Е., Миркина Я. и др. Исследованием роли международных финансовых потоков в стимулировании экономического роста, оценке роли РЦБ в развитии экономики и перспективах его модернизации в Республике Молдова, занимались ученые: Илиади Г., Хынку Р., Секриеру А., Кобзарь Л., Стратулат Г., Сухович А. Эти же аспекты рассматривались в диссертациях, разработанных за последние годы Тимуш В., Харченко Д., Чиботару И., Албул Е. и др. Тем не менее, вопросы, касающиеся

методических аспектов исследования эволюции национального РЦБ и перспектив его развития в условиях европейской финансовой интеграции, еще не достаточно разработаны.

**Объектом исследования** является рынок ценных бумаг Республики Молдова в контексте европейской финансовой интеграции.

**Цель исследования:** разработать основные направления развития РЦБ Республики Молдова в перспективе европейской финансовой интеграции.

**Задачи исследования:**

- исследовать теоретико-методологические основы и законодательные определения рынка ценных бумаг, раскрыть их сущность, соподчиненность и взаимосвязь;

- исследовать особенности влияния развития РЦБ на экономический рост в странах, находящихся на различных уровнях экономического и финансового развития, включая Республику Молдова и проанализировать, может ли развитие РЦБ, а именно - появление на нем инновационных финансовых инструментов, стать причиной финансовых кризисов;

- исследовать особенности воздействия европейской финансовой интеграции на экономический рост в развивающихся странах, в том числе и в Республике Молдова, предложить методики оценки уровня интеграции РЦБ Республики Молдова в европейский финансовый рынок и осуществить сравнительный анализ уровня европейской финансовой интеграции фондовых рынков ряда стран ЕС и Республики Молдова;

- проанализировать и систематизировать законодательные мероприятия, реализованные в рамках создания единого рынка капитала ЕС, на основании которых разработать рекомендации по модернизации правовых основ РЦБ Республики Молдова;

- разработать методику оценки уровня развития РЦБ стран ЕС и Республики Молдова, выявить основные тенденции эволюции европейских фондовых рынков;

- проанализировать уровень развития и динамику РЦБ Республики Молдова, исследовать его роль в национальной экономике и, на основании сравнительного анализа с фондовыми рынками стран ЕС, выработать рекомендации по развитию рынка капитала Республики Молдова, в контексте европейской финансовой интеграции.

**Методология исследования.** В работе использованы общенаучные методы познания, положения теории мировой экономики и мирового финансового рынка, методы сравнительного, многофакторного и регрессионного анализа, классификации и статистических группировок, анализ и синтез, индукция и дедукция, логический анализ, методы структурного и системного анализа, табличной и графической интерпретации.

### **Научная новизна исследования:**

1. выявлена, *определяющая роль институционального фактора* в развитии фондовых рынков развивающихся стран, в том числе и Республики Молдова;
2. выделены *необходимые условия для позитивного влияния* европейской финансовой интеграции на экономический рост европейских развивающихся стран, включая Республику Молдова;
3. разработана, ориентируясь на достижение предложенных автором *операционных и стратегических целей, методика по совершенствованию законодательства* РЦБ Республики Молдова, в соответствии с правовой системой ЕС;
4. предложена, адаптированная к условиям фондового рынка Республики Молдова, *методика оценки интеграции* национального РЦБ в европейский финансовый рынок, основанная на расчете *показателей  $\beta$ - и  $\sigma$ - конвергенции*;
5. выявлена, в рамках предложенных правового и количественного подходов, *степень финансовой интеграции* фондовых рынков ряда стран ЕС и Республики Молдова в европейский финансовый рынок и выделены *особенности* динамики европейской финансовой интеграции этих стран;
6. разработан *индикативно-функциональный подход*, позволяющий определять уровень развития национального фондового рынка посредством оценки реализации рынком присущих ему функций;
7. идентифицированы, с использованием разработанного автором *индикативно-функционального подхода*, основные *проблемы*, препятствующие реализации национальным рынком капитала *присущих ему функций* и *разработаны рекомендации* по его развитию, в контексте европейской финансовой интеграции.

**Решенная научная проблема:** в условиях, когда РЦБ Республики Молдова не выполняет возложенные на него функции и не стимулирует в достаточной степени экономический рост, идентифицированы причины, препятствующие его совершенствованию и разработаны основные направления дальнейшего развития, с целью обеспечения решения рынком стоящих перед ним задач, в контексте европейской финансовой интеграции.

**Теоретическая значимость:** выделены основные факторы влияния интеграции фондовых рынков на экономический рост развитых и развивающихся стран ЕС; выявлено, что распространение финансовых инноваций способно стать причиной кризисов только в условиях нерегулируемости их рынков; систематизированы основные индикаторы развития РЦБ на микро- и макроуровне; исследованы и систематизированы основные нормативные акты, внедренные в рамках создания единого финансового рынка ЕС и идентифицированы операционные и стратегические цели совершенствования правовых основ национального РЦБ.

**Прикладная значимость работы:** оценена роль РЦБ стран ЕС и Республики Молдова в национальном экономическом росте; проведена

сравнительная оценка уровня финансовой интеграции национального РЦБ и рынков ряда стран ЕС; предложены целевые показатели развития для РЦБ Республики Молдова; предложены рекомендации по совершенствованию правовой базы РЦБ Республики Молдова; выявлены основные особенности динамики РЦБ Республики Молдова и проведен их сравнительный анализ с выделенными основными тенденциями развития фондовых рынков стран ЕС.

Полученные автором результаты расчетов могут использоваться соответствующими органами регулирования и надзора, а также могут применяться в дидактических целях.

**Основные научные результаты исследования:** выделены необходимые условия для позитивного влияния европейской финансовой интеграции на экономический рост европейских развивающихся стран и Республики Молдова; выявлена, *определяющая роль институционального фактора* в развитии фондовых рынков; разработана, ориентируясь на достижение операционных и стратегических целей, выделенных автором, методика по совершенствованию законодательства РЦБ Республики Молдова, в соответствии с правовой системой ЕС; предложена адаптированная *методика* оценки интеграции национального РЦБ в европейский финансовый рынок, основанная на расчете показателей  $\beta$ - и  $\sigma$ - конвергенции и проведен сравнительный анализ эволюции финансовой интеграции ряда стран ЕС и Республики Молдова; разработан индикативно-функциональный подход, позволяющий выявить уровень развития фондового рынка посредством оценки реализации рынком присущих ему функций; выделены, с использованием разработанного автором индикативно-функционального подхода проблемы, препятствующие реализации национальным РЦБ свойственных ему функций и *разработаны рекомендации* по его развитию, в контексте европейской финансовой интеграции.

**Внедрение научных результатов:** необходимость внедрения результатов проведенного исследования была подтверждена: Министерством экономики (МІЕРО), Национальной комиссией по финансовому рынку (НКФР), рейтинговым агентством Estimator-VM, Школой мастерат и Факультетом Финансы Молдавской Экономической Академии.

**Апробация научных результатов:** основные положения работы, выводы и рекомендации, изложенные в диссертации, опубликованы в 4 профильных национальных научных журналах и представлены на 11 национальных и международных научных конференциях, общим объемом 5,3 печатных листа.

**Структура диссертации:** введение, три главы, выводы и рекомендации, библиография, включающая 343 источника, 29 приложений, 149 страниц основного текста, 32 фигуры, 10 формул и 21 таблица.

**Ключевые слова:** рынок ценных бумаг, финансовая интеграция, концепция  $\beta$ - и  $\sigma$ - конвергенции, функции рынка ценных бумаг, индикаторы оценки, экономический рост, институциональное развитие, Директивы Евросоюза, мероприятия по развитию РЦБ.

## II. ОСНОВНОЕ СОДЕРЖАНИЕ ДИССЕРТАЦИИ И ЗАЩИЩАЕМЫЕ ПОЛОЖЕНИЯ

В I Главе „Теоретические и законодательные основы фондового рынка, его роль и место в современной экономике” исследованы теоретико-методологические основы и правовые определения РЦБ, проанализированы основные аспекты влияния развития рынков капитала на экономический рост, предложена методика анализа развития РЦБ и методика оценки финансовой интеграции развивающихся европейских стран.

Проведенный автором анализ научных исследований, посвященных взаимосвязи *финансового развития и экономического роста*, продемонстрировал, что наличие их взаимного влияния впервые было обнаружено Й. Шумпетером, выявившим, что чем более развит финансовый сектор, тем выше темпы роста валового внутреннего продукта (ВВП).

Значительный вклад в дальнейшие исследования внесли специалисты таких организаций, как: Организация по экономическому сотрудничеству и развитию, Международный валютный фонд и т.д., доказавшие наличие связи между индикаторами развития финансовых рынков, и основными характеристиками развития национальных экономик. Так, по оценкам Всемирного банка, страны с высоким уровнем финансового развития растут в среднем на 1% в год быстрее, причем 0,4% роста инициирует увеличение показателя капитализация/ВВП.

Анализ работ по данной тематике позволил автору выявить следующие механизмы передачи импульса от развития финансового рынка к экономическому росту: повышение уровня развития финансовой системы содействует появлению и росту новых фирм, ускоряет рост инновационных и наукоемких отраслей, причем, в первую очередь, этому содействует рынок акций; оказывает влияние на норму сбережения и выбор технологий; задает масштабы затрат ресурсов на реализацию посреднических операций. Развитый РЦБ обеспечивает: оптимизацию размещения капитала; диверсификацию портфеля активов; сокращение риска ликвидности; ускорение процесса трансформации сбережений в средне- и долгосрочные активы; рост совокупной факторной и предельной производительности капитала; упрощение контроля за риском; эффективный и не дорогой сбор информации.

В ходе исследования автором были выявлены *проблемы, препятствующие развитию РЦБ* стран с развивающимися рынками капитала, включая Республику Молдова: не простая макроэкономическая и фискальная история усложняет привлечение капитала в их экономику из-за рубежа и на внутреннем рынке в национальной валюте; национальные компании предпочитают заимствовать средства на более глубоких зарубежных рынках, с высокими правовыми стандартами и меньшей стоимостью капитала; временно свободный капитал из этих стран часто стремится на зарубежные, устойчивые и прозрачные рынки.

Анализ эмпирических и теоретических работ, посвященных влиянию финансового рынка на экономический рост стран ЕС, позволил автору выявить, что *чем выше уровень институционального развития страны, тем более развит ее рынок капитала и значительнее его роль в экономике*, более совершенные надзор и регулирование в этих странах способствуют конкуренции и прозрачности на РЦБ, повышают качество финансовых услуг, снижают их стоимость, препятствуют коррупции.

Исследование также показало, что *уровень развития финансовых рынков зависит не только от качества законодательной среды, но и от обеспечения соблюдения законодательства*, а также от эффективности и качества регулирующих органов. Важными показателями *финансового развития являются обязательность соблюдения контрактов и высокая степень защиты прав инвесторов*. На повышение роли РЦБ в экономическом росте позитивное влияние оказывает также *развитие финансовых институтов* и рост конкуренции между ними, результатом чего является: снижение процентных ставок по займам; оптимизация размещения мобилизованных сбережений; контроль за их использованием фирмами; сокращение неоправданных расходов и мошенничества; внедрение лучших стандартов бухгалтерского и финансового учета; диверсификация рисков.

Проведенный анализ эмпирических и теоретических исследований, позволил автору выявить позитивную роль деривативов, как необходимого инструмента перераспределения рисков, о чем свидетельствует рост их доли в ВВП до 2007 г. Анализ также показал, что основной причиной кризиса 2007-2008 г.г., триггером которого, по мнению ряда аналитиков, послужили финансовые инновации, явилось дерегулирование рынков капитала и не прозрачность внебиржевых рынков деривативов, на которых, в основном, они и обращаются. В связи с этим, по мнению автора, позитивным фактором является разработанная Международной организацией комиссий по ценным бумагам (IOSCO), Банком международных расчетов (BIS) и т.д., программа по совершенствованию рынка деривативов (биржевого и внебиржевого), в рамках которой, с 2009 г., инициирован ряд мероприятий, по повышению его прозрачности и подконтрольности органам регулирования, что существенно снизит вероятность наступления потенциальных рисков.

Проведенный анализ существующих методов оценки *финансовой интеграции*, а также проведенная их адаптация к условиям РЦБ Республики Молдова, позволили автору предложить, для оценки европейской финансовой интеграции национального РЦБ: *правовой подход и количественный подход*.

*Правовой подход* предполагает выявление наличия *финансовой интеграции*, через соответствие правовым критериям, предложенным Европейским центральным банком (ЕЦБ), согласно которым, *финансовая интеграция* - это

состояние рынка установленных финансовых инструментов и услуг, когда все участники рынка: в своей деятельности по их покупке или продаже регулируются единым сводом правил; имеют равный доступ к этим финансовым инструментам или услугам; имеют равные условия работы на этом рынке.

В рамках *количественного подхода*, автором было предложено использовать следующие наборы аналитических инструментов: *фундаментальные индикаторы цен, фундаментальные индикаторы информации, количественные индикаторы.*

*Первый набор инструментов* исследует рыночные цены (процентные ставки и т.д.) аналогичных активов определенных стран, которые, при наличии интеграции, должны иметь идентичные значения и/или динамику, что рекомендуем оценивать посредством:

1. *Концепции  $\beta$ - конвергенции*, которая позволяет оценивать *скорость конвергенции*. Расчет проводится на основе регрессионного анализа:

$$\Delta R_{i,t} = \alpha_i + \beta R_{i,t-1} + \sum_{l=1}^L \gamma_l \Delta R_{i,t-l} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

где  $\Delta R_{i,t}$  - разность между динамикой доходности (ценами, процентными ставками) активов в анализируемой стране  $i$  и в стране-этalone в момент  $t$ ,  $\alpha_i$  - константа для страны  $i$ ,  $\beta$  - коэффициент конвергенции,  $L$  - лаг,  $\gamma_l$  - коэффициент регрессии,  $R_{i,t-1}$  - лаговая переменная 1-го порядка и  $\varepsilon_{i,t}$  - случайное отклонение.

2. *Концепции  $\sigma$ - конвергенции*, позволяющей идентифицировать *степень интеграции* анализируемого рынка, для чего рассчитывается стандартное отклонение:

$$\sigma_i = \sqrt{\left(\frac{1}{N-1}\right) \sum_{t=1}^N [\log(y_{i,t}) - \log(\bar{y}_t)]^2}, \quad (2)$$

где  $y_{i,t}$  - доходность (цены) активов анализируемой страны  $i$  и  $\bar{y}_t$  - аналогичные показатели активов страны-этalone в момент  $t$ ,  $N$  - количество сравниваемых стран.

Принимая во внимание, что использование наиболее распространенной практики *конвергенционного анализа* финансовой интеграции *рынков акций*, на основе изучения эволюции биржевых индексов, для РЦБ Республики Молдова не возможно, вследствие низкой ликвидности ценных бумаг, включенных в корзину ценового биржевого индекса НКФР, автором предложена собственная *адаптированная методика оценки финансовой интеграции для развивающихся РЦБ*, в соответствии с которой: для оценки рекомендуется применять капитализацию фондовых бирж; вследствие значительной разницы между значениями капитализации бирж разных стран, предлагаем использовать не абсолютные значения капитализации, а ее динамику, показатели которой не следует логарифмировать, что сохранит пики изменений значений и информационную важность расчетов.

Анализ интеграции рынка *облигаций*, в соответствии с практикой ЕС, автор предлагает осуществлять на основании оценки рынков *государственных ценных бумаг* (ГЦБ) и рассчитывать *конвергенцию* по 2-летним ГЦБ, приняв в качестве эталона 2-летние ГЦБ Германии. В условиях отсутствия или низких объемов эмиссий 2-летних ГЦБ в странах ЕС, при сравнительном анализе, полезно оценивать и рынки 3-летних ГЦБ.

*Второй набор инструментов*, предлагаемый автором, позволяет оценить влияние на РЦБ общих (систематических) рисков (новостей) и локальных (идиосинкратических) рисков. При наличии финансовой интеграции, ставки доходности по идентичным активам должны реагировать на глобальные риски (новости) в большей степени, чем на риски локальные.

*Третий набор предлагаемых инструментов* – это количественные индикаторы, определяющие уровень интеграции РЦБ через оценку масштабов финансовых операций между странами, степень переплетения отношений собственности, финансовых обязательств и т.д.

Исследование европейского РЦБ в диссертации было осуществлено в разрезе обращающихся на рынке финансовых инструментов, составляющих *инструментальную структуру*, а также участников рынка, входящих в его *институциональную структуру*.

Для получения интегральной картины РЦБ, автором разработан *индикативно-функциональный подход*, синтезирующий *инструментальный* и *институциональный* аспекты исследования и позволяющий анализировать уровень развития РЦБ и степень его влияния на экономический рост через оценку реализации рынком основных его функций. Такой анализ может осуществляться как с позиций качественной и количественной оценки фактической реализации рынком той или иной *функции*, так и с позиции оценки наличия на РЦБ предпосылок, содействующих ее реализации, для чего автор предлагает использовать следующие *показатели* уровня развития фондового рынка:

- оценку выполнения рынком *аккумулирующей функции*, рекомендуем выполнять с применением таких *абсолютных показателей* как: количество эмитентов, доходность при размещении, объемы средств, привлеченных на рынках долговых и долевого финансовых инструментов, которые могут рассматриваться в разрезе отраслей, способа размещения, типа инвесторов и *относительных показателей*: доля объемов средств, привлеченных на рынках акций и/или облигаций в ВВП, объемы зарубежных инвестиций к ВВП, объемы средств, привлеченных на рынках публичных эмиссий к ВВП и т.д. Перспективы увеличения объемов привлеченных на РЦБ средств, могут оцениваться через анализ спектра доступных для инвестирования финансовых инструментов, уровня развития инфраструктуры, эффективности финансовых посредников, наличия нормативной базы, обеспечивающей защиту прав инвесторов, прозрачность и стабильность РЦБ и т.д.;

- реализацию *перераспределительной функции*, предлагаем оценивать такими *абсолютными показателями* как: количество и объемы биржевых сделок в разрезе финансовых инструментов, ликвидность РЦБ, количество компаний в листинге, плотность рынка, скорость его реакции, динамика индексов и биржевой капитализации; *относительными показателями* оценки являются: объемы торгов/ ВВП в разрезе видов ценных бумаг, емкость рынка (коэффициент среднечасовой оборачиваемости), доля на рынке десяти компаний с наибольшей капитализацией и объемом торгов и т.д.;

- осуществление *приватизационной функции* характеризуют: объемы выставленных на приватизацию акций государства, их доля в приватизируемых акционерных обществах (АО), формы и методы приватизации (аукционы, IPO), объемы размещения, соотношение цен - номинал акции/цена предложения /цена фактической продажи и т.д.;

- реализацию *страховой функции* позволяют оценить: объемы и количество заключенных контрактов по деривативам, секьюритизированным требованиям и другим инструментам, преобразующим неопределенность в риск, объемы торгов по ним и т.д.;

- выполнение *антиинфляционной или сберегательной функции*, характеризует: разница между средним доходом от операций с ценными бумагами и уровнем инфляции, темпами прироста фондового индекса и потребительских цен, соотношение доходности долевого и долгового инструментов к средней ставке по депозитам;

- реализацию РЦБ *функции ускорения оборота капитала*, определяет уровень развития инфраструктуры депонирования, расчетов и клиринга ценных бумаг;

- выполнение *социальной функции*, по мнению автора, характеризует: структура собственности на акционерный капитал, эффективность институциональных инвесторов и т.д.;

- исполнение *функции совершенствования корпоративного управления и защиты интересов инвесторов* определяется, по мнению автора, уровнем институционального развития рынка капитала, его способностью обеспечить неизбежность соблюдения контрактов, высокую степень защиты прав миноритарных инвесторов и т.д.; реализация этой функции может считаться эффективной, если управленческий персонал обеспечивает рост доходов компании и их справедливое распределение, что характеризует: рентабельность капитала, коэффициент дивидендных выплат, доходность инвестиций в ценные бумаги, коэффициент цена/доход. Считаем, что косвенным индикатором может служить доля акций, свободно обращающихся на рынке (free float);

- реализацию РЦБ *регулирующей и контрольно-надзорной функции* характеризует уровень развития: институтов государственного регулирования и саморегулирования, формальных правил и неформальных норм и их эффективное исполнение.

**Во II Главе „Исследование тенденций развития фондовых рынков стран Евросоюза с целью выявления перспектив модернизации рынка капитала Республики Молдова”** проанализированы основные аспекты влияния финансовой интеграции на экономический рост развивающихся стран, включая Республику Молдова и исследованы основные тенденции эволюции фондовых рынков стран ЕС.

Проведенный автором анализ теоретических и эмпирических исследований о роли интеграции в экономическом росте, выявил, что *европейская финансовая интеграция влияет на экономический рост опосредованно*, через финансовое развитие. В целом, финансовая интеграция обеспечила 1% прироста ВВП стран ЕС.

Исследование научных работ по данной тематике выявило следующие *факторы позитивного влияния европейской финансовой интеграции на экономический рост развивающихся стран*, включая Республику Молдова: фирмы стран с менее развитыми рынками получают доступ к значительным финансовым потокам посредством листинга на зарубежных ликвидных рынках, что приводит к снижению стоимости капитала, увеличению капитализации и оборота, повышает качество ценных бумаг за счет их размещения среди широкого круга информированных инвесторов в условиях более совершенных систем корпоративного управления. Притоки зарубежного капитала повышают эффективность финансового посредничества, снижают стоимость капитала и улучшают распределение ресурсов; с ростом конкуренции и появлением более сложных технологий спектр финансовых услуг и их качество на внутреннем рынке улучшается.

Вместе с тем, автором было выявлено, что финансовая интеграция, оказывающая позитивный эффект на экономику развивающихся стран ЕС, не всегда благоприятна для развивающиеся интегрируемых стран из других регионов мира, где финансовая либерализация вызвала экономический рост, сменившийся циклами банкротств, передававшихся и через финансовые каналы.

Во многих современных исследованиях наиболее популярным объяснением этому является наличие *порогового эффекта* в финансовом развитии интегрируемых стран и доказывается, что *финансовая интеграция оказывает положительный эффект, только когда уровень развития интегрируемой системы достаточно высок*.

Проведенный автором анализ научных работ, показал, что *развитые финансовые институты, а также высокое качество регулирования и надзора являются решающими условиями* для развивающихся стран, в том числе и для Республики Молдова, желающих воспользоваться преимуществами интеграции, помогают предотвратить кризисы в странах с открытым счетом операций с капиталом, содействуют росту прямых и портфельных зарубежных инвестиций, а растущая *глубина фондового рынка* содействует уменьшению рисков и смягчает удары от различных шоков. Интеграция рынков капитала европейских

развивающихся стран в финансовый рынок ЕС не реализуема без достижения ими определенного уровня развития, соответствующего требованиям, изложенным в нормативных актах ЕС (Директивах и т.д.), что требует от этих стран, в короткие сроки обеспечивать приемлемый уровень развития фондовых рынков и соответствующей нормативной базы.

Отметим также, что преимуществом стран ЕС является и то, что они, в соответствии с категоризацией Б. Балассы, прошли все пять уровней интеграции.

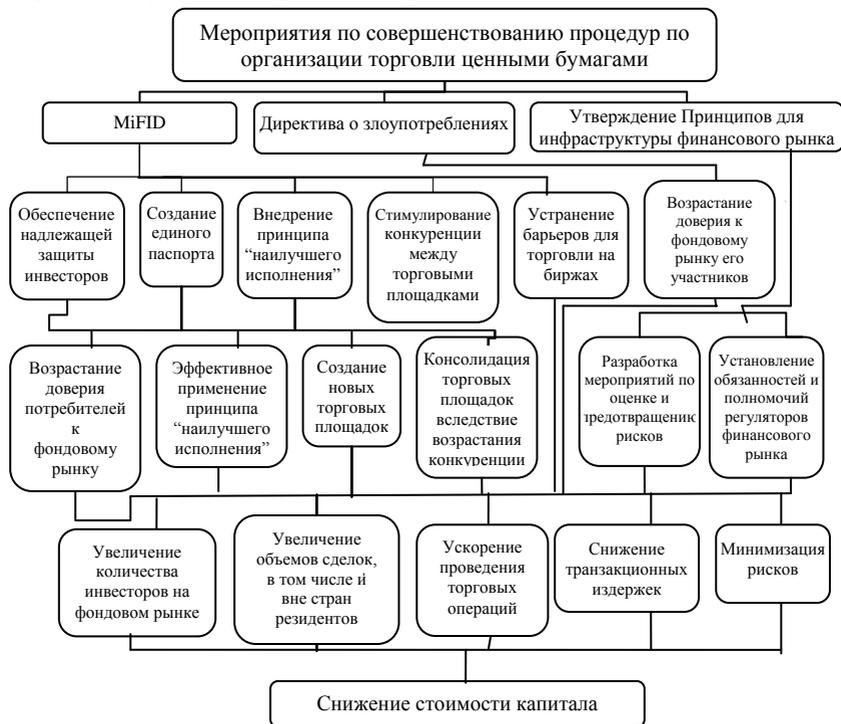
С целью выявления основных тенденций фондовых рынков стран ЕС с точки зрения их *инструментальной структуры*, в диссертации, в разрезе бирж 15 европейских стран, были рассчитаны/систематизированы и проанализированы: *абсолютные показатели*: объемы привлеченных капиталов на рынках акций (публичное размещение и закрытая подписка) и облигаций, объемы биржевых торгов, в том числе в разрезе стран происхождения эмитентов, количество листинговых компаний, капитализация и динамика биржевых индексов, количество контрактов, заключенных на рынках деривативов и их структура, структура сделок секьюритизации; *относительные показатели*: доля привлеченных средств на рынках акций в ВВП, объемы торгов на рынках акций/ВВП, объемы торгов на рынках акций/капитализация, доля биржевой капитализации в ВВП, коэффициент Р/Е, структура собственности на акционерный капитал, доля средств, привлеченных на рынках корпоративных облигаций в ВВП, ликвидность РЦБ и т.д.

Для выявления *институциональных особенностей* РЦБ стран ЕС были исследованы основные тенденции эволюции фондовых бирж и торговых площадок этих стран, выявлены особенности развития их инфраструктуры. Проанализированы: объемы активов европейских инвестиционных фондов в разрезе их типов и на душу населения, структура инвестиционных портфелей страховых компаний, пенсионных фондов стран ЕС и т.д.

Опираясь на предложенный автором подход, выявлено, что РЦБ стран ЕС в целом, успешно реализуют: *аккумуляционную (инвестиционную) функцию; приватизационную функцию; перераспределительную функцию; сберегательную функцию; функцию совершенствования корпоративного управления и социальную функцию; функцию влияния на денежное обращение; страховую функцию; функцию ускорения оборота капитала.*

Осуществленное в диссертации исследование эволюции правовых основ стран ЕС, позволило выделить реализованные мероприятия по модернизации законодательства РЦБ этих стран и выявить достигнутые при этом цели. Отметим, что для получения интегральной картины, анализ проводился комплексно и автором были исследованы и систематизированы не только все основные нормативные акты, разработанные регуляторами финансового рынка ЕС, но и акты, разработанные международными институтами, такими как: IUSCO, BIS и т.д. Это обстоятельство существенно отличает данное диссертационное исследование от других известных автору научных работ.

Для оптимизации данной работы, опираясь на адаптированные автором существующие подходы анализа, все мероприятия, реализованные для создания и развития нормативной базы рынка капитала ЕС, исследуются в разрезе четырех групп мероприятий: по обеспечению совершенствования *процесса раскрытия информации*; по обеспечению совершенствования *процесса организации торговли на РЦБ ЕС (фигура 1)*; по совершенствованию *пост-торговых операций*; по гармонизации *рынка коллективных инвестиций ЕС*.



Фиг. 1. Мероприятия по совершенствованию процедур по организации торговли ценными бумагами

Источник: разработана автором на основании <http://eur-lex.europa.eu/en/index.htm>

Автором было выявлено, что имплементация на фондовых рынках стран Евросоюза мероприятий по развитию национальных правовых основ и их приведение в соответствие с требованиями ЕС, обеспечила: повышение прозрачности фондовых рынков, рост доверия к рынку капитала ЕС его участников, увеличение количества инвесторов и объемов сделок, в том числе и с зарубежными резидентами, повышение ликвидности рынков и их глубины, усиление контроля за рисками и их минимизация, рост конкуренции, следствием

чего стало увеличение объемов привлеченного капитала и снижение его стоимости.

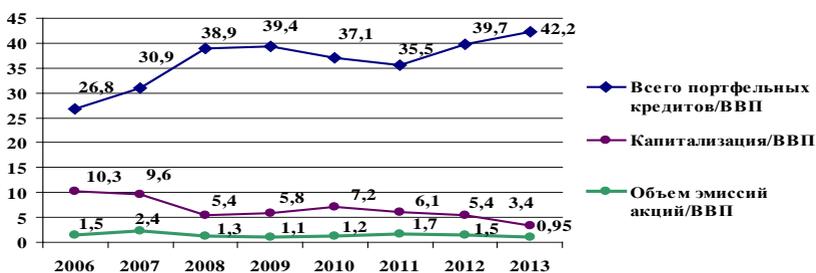
Проведенное автором исследование также выявило, что унификация правового регулирования фондовых рынков стран ЕС, обеспечила создание *интегрированного фондового рынка Евросоюза*, о чем свидетельствуют результаты его оценки на соответствие *правовым критериям* интегрированного рынка, установленным ЕЦБ, а именно: фондовый рынок любой из стран ЕС в своей деятельности по покупке или продаже соответствующих финансовых инструментов или услуг регулируется единым сводом правил; любой из потенциальных участников этого рынка имеет равный доступ к финансовым инструментам или услугам и равные условия работы на нем.

В III Главе „**Основные направления развития рынка ценных бумаг Республики Молдова в перспективе европейской финансовой интеграции**” выявлена роль национального РЦБ в экономике и выделены проблемы, препятствующие реализации рынком задач по стимулированию экономического роста, определены направления его развития и оценен уровень финансовой интеграции ряда стран ЕС и Республики Молдова.

Проведенный на основании предложенного автором *индикативно-функционального подхода* сравнительный анализ эволюции фондовых рынков стран ЕС и РЦБ Республики Молдова, продемонстрировал:

1. РЦБ Республики Молдова, в отличие от рынков европейских стран, в незначительной степени выполняет *аккумулирующую (инвестиционную) функцию*:

1.1. Доля средств, привлеченных на рынках акций стран ЕС в ВВП составляет 47%, тогда как в Республике Молдова этот показатель не достигает и 2%, а определяющую роль по привлечению средств в экономику играет банковское кредитование (см. фигуру 2).



Фиг. 2. Влияние РЦБ и банковского сектора Республики Молдова на национальный ВВП, %.

Источник: разработана автором на основании [www.cnpf.md](http://www.cnpf.md), [www.bnm.org](http://www.bnm.org)

1.2. Доля рынка корпоративных облигаций в ВВП развивающихся и развитых стран ЕС колеблется от 3% до 25%, однако в Республике Молдова этот рынок отсутствует.

2. РЦБ Республики Молдова, в отличие от стран ЕС, в незначительной степени реализует *перераспределительную функцию*:

2.1. Ликвидность национального РЦБ сопоставима с показателями РЦБ Болгарии, Румынии, в то же время почти на порядок ниже, чем в Чехии, Польше, Венгрии, и в 20 раз ниже, чем на РЦБ Германии, Испании, Великобритании (см. таблицу 1).

Таблица 1. Удельный вес объемов биржевых торгов в капитализации бирж европейских стран, %

Страна	Объем биржевых торгов по акциям/капитализация, %						
	2007 г.	2008 г.	2009 г.	2010 г.	2011 г.	2012 г.	2013 г.
<i>Германия</i>	218,1	404,49	184,3	163,6	167,2	99,9	77,5
<i>Испания</i>	175,5	243,0	114,8	143,1	138,4	107,3	107,7
<i>Великобритания</i>	286,3	318	148,9	98,9	109,9	106,1	na
<i>Чехия</i>	76,2	115,2	56	48,6	51,8	35,4	30,6
<i>Венгрия</i>	109,8	157,6	91,4	96,9	94,5	53,3	54,9
<i>Болгария</i>	31,3	20,7	11,6	7,2	10,1	5,4	16,8
<i>Польша</i>	44,2	73,8	39,4	42,2	65,3	33,5	41,5
<i>Румыния</i>	9,32	15,4	7,4	7,3	21,7	8,3	10,1
<i>Словакия</i>	0,5	0,1	3,3	6,8	8,3	1,4	1,9
<i>Республика Молдова</i> (листинг)	10,5	3,5	0,13	0,4	0,9	4,9	19,7

Источник: разработана автором на основании <http://www.world-exchanges.org>, <http://www.cnpf.md>

2.2. Доля капитализации в национальном ВВП на порядок ниже, чем в Испании, Великобритании, в 3-4 раза ниже, чем в Венгрии, Польше, Чехии и сопоставима со значениями аналогичных показателей Румынии, Болгарии, Словакии (см. таблицу 2).

Таблица 2. Удельный вес капитализации в ВВП европейских стран, %

Страна	Доля биржевой капитализации в ВВП, %						
	2007 г.	2008 г.	2009 г.	2010 г.	2011 г.	2012 г.	2013 г.
<i>Германия</i>	59,4	32,1	35,3	41,9	33,3	43,7	59,0
<i>Испания</i>	117,2	62,2	89,1	62,3	69,1	73,8	74,9
<i>Великобритания</i>	130,2	73,9	82,7	119,9	135,1	137,8	na
<i>Болгария</i>	51,2	18,8	16,6	14,9	15,7	12,7	6,1
<i>Чехия</i>	37,5	19,9	16,5	16,6	17,6	18,7	10,3
<i>Венгрия</i>	24,6	12,6	21,1	21,2	13,5	16,5	9,1
<i>Польша</i>	47,0	18	24,1	39,4	27,2	36,2	24,4
<i>Румыния</i>	17,4	6,8	7,2	7,9	7,4	9,3	8,3
<i>Словакия</i>	8,3	6,0	5,3	4,9	5,7	5,1	3,9
<i>Республика Молдова</i>	12,8	10,8	7,2	7,1	6,8	6,4	3,4

Источник: разработана автором на основании: <http://www.world-exchanges.org>, <http://www.cnpf.md>

2.3. Доля акций компаний, участвующих в сделках на национальном биржевом рынке, не велика. Даже для листинговых АО, она зачастую не превышает 1% от размещенных акций.

2.4. Удельный вес объема биржевых торгов в ВВП Республики Молдова почти в 9 раз ниже, чем в Польше и Венгрии и более чем в 80 раз ниже, чем в Германии, Великобритании.

3. Национальный РЦБ, в целом успешно реализует *приватизационную функцию*, однако, в отличие от практики ЕС, публичных размещений на рынке не проводилось.

4. Национальный РЦБ практически не осуществляет *сберегательную функцию* и не предоставляет инвесторам возможность осуществлять вложение средств в акции компаний, рост стоимости которых опережает инфляцию и/или рост рыночных цен:

4.1. Инвестирование в ГЦБ, обеспечивающие доход, затруднено, вследствие их обращения на межбанковском рынке, рынок муниципальных облигаций отсутствует.

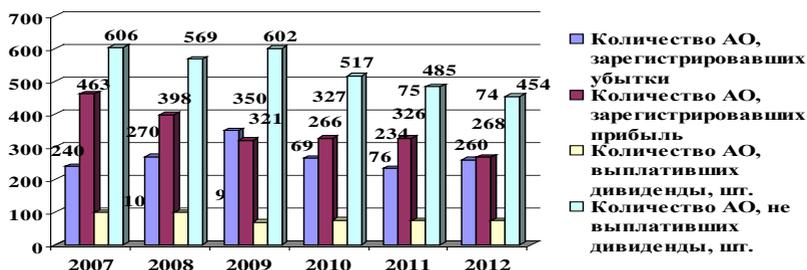
4.2. Рыночные цены на акции не восстановились после кризиса 2008 г. (см. таблицу 3), что не позволяет инвесторам получать доход на разнице цен.

Таблица 3. Показатели, характеризующие акции ряда национальных АО

АО	Рыночная цена акции, лей				P/E ratio Рыночная цена акции/ Чистый доход на акцию			
	2009 г.	2010 г.	2011 г.	2012 г.	2009 г.	2010 г.	2011 г.	2012 г.
КБ "Banca Sociala" АО	272,8	302,9	304,1	295,4	5,6	5,4	7,0	4,9
КБ "Banca de Economii"	174,9	77,5	32,7	35,5	42,7	258,3	26,8	-2,6
АО "IPTEH"	39	39	39	39	0,9	6,5	10,2	8,7
КБ АО "Moldindconbank"	228,5	320,9	345,1	115	6,7	6,8	-	3,3
КБ "Moldova-Agroindbank" АО	1425	1165	1174	1140	13,3	4,4	4,1	3,7
"MOBIASBANCA-GSG" КБ АО	150,9	138	136,6	125	107,8	47,6	35,8	23,6
КБ "Victoriabank" АО	199	178,9	72	44	9,7	9,3	14,5	5,0
АО "Floarea Soarelui"	223	50,9	175	50	7,0	1,4	14,6	-
КБ "Unibank" АО	1660	1660	1660	330	-	53,2	7,0	13,5

Источник: разработана автором на основании [www.moldse.md](http://www.moldse.md),  
<http://www.capitalmarket.md>

4.3. В 2012 г. только 14% национальных АО выплачивали дивиденды (см. фигуру 3).



Фиг. 3. Показатели выплат дивидендов АО Республики Молдова, шт.

Источник: разработана автором на основании [www.cnrpf.md](http://www.cnrpf.md)

4.4. Дивидендные выплаты, в отличие от банковских депозитов, облагаются налогами, из-за чего инвесторы предпочитают помещать свободные средства на депозиты в банки. Вследствие вновь введенного налога на прибыль, на национальном РЦБ возникла проблема двойного налогообложения.

5. В отличие от рынка ЕС, национальный РЦБ недостаточно реализует функцию совершенствования корпоративного управления и защиты интересов инвесторов, а также социальную функцию, поскольку:

5.1. Из существующих в Республике Молдова 3028 АО, Кодекс корпоративного управления, утвержден только 30 компаниями, из которых 14 – коммерческие банки.

5.2. На рынке велика доля компаний с мажоритарными акционерами, миноритарные акционеры часто ущемлены в своих правах: перечень эмитентов, обязанных раскрывать информацию, порядок ее раскрытия, доступ к информации о сделках, не соответствуют практике ЕС; аналитическая информация о динамике национального РЦБ, недоступна.

5.3. Система защиты инвесторов от вводящих в заблуждение, мошеннических и инсайдерских торговых практик, несовершенна; неоднократно имели место попытки рейдерских захватов, осуществляемые посредством совершения сделок на РЦБ, положения законодательства ЕС о недружественных поглощениях не имплементированы.

5.4. В разрез с общеевропейской практикой, в Республике Молдова отсутствует институт досудебного урегулирования споров по вопросам инвестиций в инструменты финансового рынка.

5.5. Публичные эмиссии (ИПО), в том числе “народное ИПО”, посредством которого в период массовой приватизации в странах Восточной Европы и, особенно, в Польше, акционерами успешных компаний стали миллионы частных инвесторов, не проводились.

5.6. В отличие от финансовых рынков ЕС, где доля акционерного капитала, приходящегося на институты коллективного инвестирования составляет 22%, а

сумма активов инвестиционных фондов (UCITs) на душу населения достигает 16000 евро, в Республике Молдова практически отсутствует система коллективного инвестирования. Развитию системы негосударственного пенсионного обеспечения, среди прочего, препятствует налогообложение выплат из пенсионных фондов.

5.7. *Фонд возмещения инвесторам*, в соответствии с *Законом о рынке капитала* не создан, существующие нормативы обеспечения - 6000 лей, не соответствуют минимальным нормам ЕС, установленным в Директиве 97/9/ЕС в размере 20000 евро.

6. Рынок ГЦБ, в целом, успешно реализует *функцию влияния на денежное обращение*.

7. В отличие от ЕС, РЦБ Республики Молдова не реализует *страховую функцию*, что является следствием отсутствия в стране рынка деривативов.

8. Национальный РЦБ, в отличие от рынка ЕС, практически не исполняет *функцию ускорения оборота капитала*: электронная система осуществления сделок на Фондовой Бирже Молдовы (ФБМ) не совершенна; национальный депозитарий не исполняет в полной мере функций Центрального Депозитария; инфраструктура рынка не развита.

9. На национальном РЦБ отсутствуют, вопреки рекомендациям BIS и IOSCO, механизмы обеспечения устойчивости, основанные на принципах риск-менеджмента.

Проведенная в диссертации оценка уровня интеграции РЦБ Республики Молдова в европейский рынок капитала, с точки зрения *правового подхода*, показала, что национальный рынок *в основном не готов к интеграции в фондовый рынок ЕС*, поскольку: действующие правила по покупке и продаже финансовых инструментов в Республике Молдова отличаются от практики ЕС (нет возможности осуществлять короткие продажи, сделки с маржой и т.д.); участник национального РЦБ не может совершать сделки с многими из существующих, согласно Директивы MiFID, финансовыми инструментами; участник РЦБ не может оказывать/воспользоваться рядом услуг, обязательных к исполнению на фондовых рынках стран ЕС.

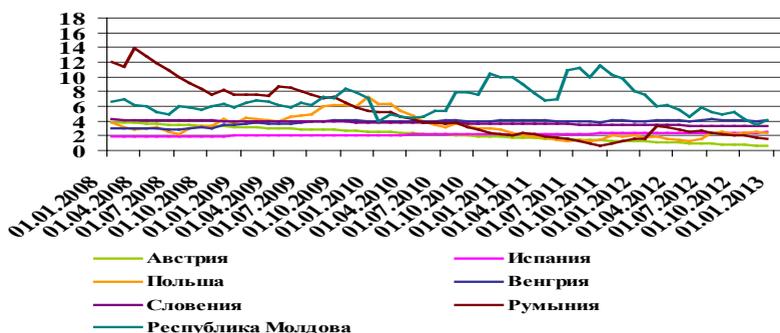
В результате проведенного исследования, автором была разработана *методика по модернизации законодательства РЦБ Республики Молдова*, в соответствии с регулятивной системой ЕС, ориентируясь на достижение *операционных и стратегических* целей. В качестве стратегических целей, в соответствии с принципами IOSCO и BIS, автором предложены: *транспарентность национального фондового рынка, защита прав инвесторов на нем; безопасность фондового рынка; эффективность фондового рынка*. Для повышения эффективности данных мероприятий, автор предлагает, при разработке нормативных актов, осуществлять моделирование, в соответствии со следующей схемой:

*Нормативный документ*→*Мероприятия*→*Операционные цели*→*Стратегическая цель*

Проведенный автором анализ интеграции РЦБ Республики Молдова в европейский финансовый рынок посредством оценки участия на нем зарубежных инвесторов, показал, что в 2013 г.: количество эмиссий с участием

зарубежных инвесторов снизилось; объемы инвестиций, привлеченных на *первичном рынке* увеличились и составляют 489,6 млн.лей; объемы сделок демонстрируют рост и составляют: по покупке – 317,7 млн.лей, по продаже – 441,3 млн.лей; однако тот факт, что на рынке еще преобладают сделки по продажам, является негативным индикатором для перспектив интеграции.

Проведенный, с применением предложенной автором методики, на основе оценки  $\beta$ - и  $\sigma$ - конвергенции, сравнительный анализ уровня европейской финансовой интеграции *рынков ГЦБ* и *рынков акций* (см. фигуру 4, таблицу 4) ряда развитых и развивающихся стран ЕС и Республики Молдова, показал, что: уровень финансовой интеграции развитых стран, выше, чем у развивающихся стран и Республики Молдова; волатильность ниже; в периоды кризиса уровень их финансовой интеграции снижается меньше, а в периоды экономического подъема, он показывает более медленный рост.



Фиг. 4. Динамика  $\sigma$ - коэффициента, рассчитанного по рынкам акций ряда европейских стран

Источник: разработана автором на основании <http://www.world-exchanges.org>, <http://www.cnpf.md>

РЦБ Республики Молдова менее интегрирован в рынок ЕС, чем все другие исследованные страны, однако, в соответствии с рассчитанными автором значениями  $\beta$ - и  $\sigma$ - коэффициентов, степень его интеграции растет.

Таблица 4. Значения  $\beta$ - коэффициента по рынкам акций ряда европейских стран

Страна	2008-2009 г.г.	2010-2012 г.г.	2008-2012 г.г.
Австрия	-0.693226	-1.402556	-0.837735
Испания	-1.213056	-1.188026	-1.063979
Польша	-0.527630	-1.153289	-0.988395
Венгрия	-0.495590	-1.289722	-0.838695
Словения	-1.788992	-1.431847	-1.556486
Румыния	-0.755695	-1.012060	-0.837325
Республика Молдова	-0.552572	-1.314450	-0.898388

Источник: разработана автором на основании <http://www.world-exchanges.org>, <http://www.cnpf.md>

Проведенная автором на основе *индикаторов информации* оценка интеграции, демонстрирует, что национальный РЦБ не значительно интегрирован в европейский рынок капитала, поскольку на динамику его процентных ставок большее влияние оказывают локальные новости, чем новости европейские, влияние которых запаздывает.

Проведенный автором анализ предпосылок для модернизации национального РЦБ, выявил, что благоприятным фактором является наличие на финансовом рынке свободных денежных средств, источником которых являются денежные переводы из-за границы, исходя из чего, мероприятия по развитию РЦБ, должны быть сориентированы на внедрение механизмов, стимулирующих участие в инвестиционных процессах не только зарубежных инвесторов и крупного бизнеса, но и розничных локальных инвесторов.

## **ОБЩИЕ ВЫВОДЫ И РЕКОМЕНДАЦИИ:**

Проведенные в рамках настоящей диссертационной работы исследования, посвященные развитию рынка ценных бумаг Республики Молдова в контексте европейской финансовой интеграции, позволили автору сформулировать выводы, основными из которых являются:

1. На основании анализа ряда теоретических и эмпирических исследований, выявлено, что *совершенствование РЦБ* развивающихся европейских стран, включая Республику Молдова, и повышение их влияния на экономический рост, не возможно без достижения ими определенного *уровня институционального развития*, при этом определяющим фактором является не только качество законодательной среды, но и обеспечение соблюдения законодательства в этих странах.

2. Основываясь на результатах исследования научных работ, анализирующих особенности *динамики фондовых рынков* развивающихся европейских стран *в процессе интеграции*, автор выявил, что интеграция рынков капитала этих стран в финансовый рынок ЕС определяет необходимость соблюдения ими положений, установленных в нормативных актах ЕС (Директивах и т.д.), что требует от этих стран в короткие сроки обеспечивать соответствующий уровень развития национальных фондовых рынков и нормативной базы.

3. В результате исследования научных работ и международной практики в области интеграции, автором выявлено, что развивающиеся страны Евросоюза получили больше выгод от финансовой интеграции, чем прочие страны, поскольку страны ЕС, в соответствии с категоризацией Б. Балассы, прошли все пять уровней интеграции.

4. Проведенный анализ уровня европейской финансовой интеграции РЦБ Республики Молдова, осуществленный на основании *правового подхода*, позволил автору констатировать, что национальный рынок

капитала пока не готов в полной мере к интеграции в европейский финансовый рынок.

5. Правовая система национального РЦБ (*Закон об акционерных обществах* и т.д.), в отличие от законодательства стран ЕС, не в полной мере содействует созданию в Республике Молдова транспарентного, безопасного и эффективного рынка капитала.

6. Результаты проведенного автором исследования, с применением адаптированного им метода (*конвергенционного анализа*), демонстрируют, что: уровень финансовой интеграции развитых стран, выше, чем у развивающихся стран ЕС и Республики Молдова; волатильность ниже; в периоды кризиса уровень их финансовой интеграции снижается меньше, а в периоды экономического подъема, он показывает более медленный рост. РЦБ Республики Молдова менее интегрирован в европейский финансовый рынок, чем все исследованные страны, однако степень его интеграции растет.

7. Проведенная автором оценка интеграции национального РЦБ, основанная на анализе *индикаторов информации*, продемонстрировала, что в отличие от рынков стран ЕС, на динамику его процентных ставок, определяющее влияние оказывают локальные новости, а влияние европейских новостей, запаздывает, что свидетельствует о не высоком уровне финансовой интеграции РЦБ Республики Молдова в европейский рынок капитала.

8. Осуществленный на основании разработанного автором *индикативно-функционального подхода*, анализ уровня развития РЦБ Республики Молдова, выявил, что национальный фондовый рынок, помимо *функции влияния на денежное обращение*, пока не выполняет в той же мере, что и рынки ценных бумаг стран Евросоюза, ни одну их присущих рынкам капитала функций. Позитивные сдвиги в последние годы наметились в реализации *организационно-правовой функции*, что стало следствием деятельности НКФР по совершенствованию законодательной базы фондового рынка Республики Молдова, с целью приведения ее в соответствие с современным законодательством ЕС.

9. Опираясь на результаты сравнительного анализа основных тенденций развития РЦБ стран ЕС и Республики Молдова, автором выделены следующие *основные проблемы, препятствующие реализации национальным рынком его функций*: не соответствие национальной системы регулирования и надзора практике ЕС; низкий уровень институционального развития и защиты прав инвесторов (в том числе, розничных); малочисленность профессиональных участников и узкий спектр их услуг; низкий уровень ликвидности рынка и не значительная его глубина; отсутствие системы коллективного инвестирования; требующая модернизации инфраструктура; отсутствие ряда финансовых инструментов; усложненный доступ к инвестированию в ГЦБ; отсутствие контроля на РЦБ на базе риск-менеджмента; налоговая политика, не стимулирующая к размещению капитала на РЦБ; отсутствие на

национальном РЦБ публичных эмиссий (IPO); недоверие населения к инвестициям на РЦБ в условиях их низкой доходности и т.д.

10. Полученные результаты сравнительного анализа количественных и качественных показателей развития фондовых рынков стран ЕС и Республики Молдова, позволили автору констатировать, что на данном этапе совершенствования национального РЦБ, наиболее приемлемым для внедрения, на ближайшую перспективу, является опыт стран Восточной Европы (Болгария, Польша и т.д.), в короткое время сумевших модернизировать национальные рынки капитала и обеспечить их соответствие требованиям ЕС.

**Решенная научная проблема:** в условиях, когда РЦБ Республики Молдова не выполняет возложенные на него функции и не стимулирует, в достаточной степени, экономический рост, были выявлены причины, препятствующие его совершенствованию и разработаны основные направления дальнейшего развития, с целью обеспечения решения стоящих перед ним задач, в контексте европейской финансовой интеграции. Проведенные в рамках диссертации исследования, позволили автору предложить, в рамках решения поставленной научной проблемы, следующие **рекомендации** по развитию национального РЦБ, и по обеспечению реализации рынком присущих ему функций, основными из которых являются:

1. Совершенствовать систему регулирования РЦБ Республики Молдова в соответствии с законодательной базой ЕС, принципами и рекомендациями международных профильных организаций *системно*, ориентируясь на достижение предложенных автором *операционных и стратегических целей*.

2. Повысить прозрачность национального РЦБ, для чего автор рекомендует:

- привести в соответствие с нормативами ЕС (Директивы 2006/43/ЕС, 2013/34/СЕ) определение *субъекта публичного интереса*;

- привести в соответствие с положениями Директивы 2007/36/ЕС, положения *Закона об АО*, касающиеся порядка ознакомления и сроков получения акционерами информации, относительно организации общего собрания акционеров;

- обязать эмитентов помещать информацию, раскрываемую в соответствии с *Законом об АО*, на своем сайте, максимально упростив возможность ее поиска;

- обязать ФБМ предоставить инвесторам право в режиме реального времени наблюдать объемы и цены по проводимым операциям и обеспечить доступ к архивной информации по всем эмиссиям и сделкам, в разрезе АО, допущенных к торгам и т.д.

3. Обеспечить защиту инвестиций розничных инвесторов на национальном фондовом рынке, для чего автор предлагает:

- *создать институт уполномоченного (омбудсмана) по правам потребителей услуг финансовых организаций и обеспечить бесплатное и*

эффективное независимое досудебное решение споров между потребителями финансовых услуг и их поставщиками;

- увеличить, за счет формирования участниками РЦБ гарантийных, залоговых или страховых схем, компенсацию из *Фонда возмещения инвесторов* до 50000 лей и т.д.

4. Предоставить инвесторам возможность вкладывать в привлекательные с точки зрения дохода и надежности финансовые инструменты, для чего автор рекомендует:

- внедрить на национальном РЦБ институт публичного размещения ценных бумаг и, в соответствии с опытом стран Восточной Европы, Казахстана и др., организовать проведение “народного IPO” по акциям перспективных государственных компаний;

- расширить спектр финансовых инструментов, доступных для инвестирования: осуществить листинг ГЦБ на ФБМ; предложить, в соответствии с общеевропейской практикой, к размещению ГЦБ со сроком обращения 5 и более лет; предложить инвесторам к приобретению муниципальные облигации; разработать инструменты займа капитала для решения определенных задач, например, по развитию инфраструктуры и т.д.

5. Повысить финансовую привлекательность инвестирования на РЦБ: установить в *Налоговом кодексе* Республики Молдова, что выплаты из негосударственных пенсионных фондов в виде пенсий не следует включать в валовой доход получателя и облагать налогами и/или вычитать из налогооблагаемой базы средства, перечисляемые в эти фонды; уменьшить налог с дивидендов, получаемых физическими лицами до 3% и юридическими лицами - до 6% и т.д.

6. Совершенствовать инфраструктуру национального РЦБ: в случае допуска ГЦБ к листингу на ФБМ, организовать дистанционное взаимодействие национального депозитария с электронной системой учета сделок с ГЦБ, администрируемой НБМ и, в перспективе, создать Единый Центральный Депозитарий; модернизировать электронную систему торгов ФБМ и т.д.

7. Обеспечить, с целью защиты интересов акционеров, *развитие системы корпоративного контроля*. Основываясь на практике ЕС, обязать компании, допущенные к торгам на ФБМ, принять *Кодекс корпоративного управления*, либо объяснять, в соответствии с принципом «соответствуй или объясняй», невозможность его апробации.

8. Повысить устойчивость РЦБ Республики Молдова *на основе риск-менеджмента* (в соответствии с IOSCO и BIS), для чего разработать политику по предотвращению и минимизации последствий возможных рисков и обеспечить их мониторинг и оценку. Периодически, на основе моделирования и/или тестирования, с вовлечением участников РЦБ оценивать эффективность этих мероприятий.

9. Разработать стратегию развития РЦБ Республики Молдова на долгосрочный период и обеспечить оперативное планирование

модернизации национального фондового рынка, с установкой целевых показателей и сроков их достижения. В *Годовом отчете* НКФР, помимо статистической информации, публиковать и аналитические материалы.

10. Методологически опираясь на принципы *программно-целевого индикативного планирования*, автор в качестве *целевых показателей* на близкую перспективу рекомендует использовать показатели РЦБ *Болгарии и Румынии*, а при разработке долгосрочных перспектив – выбрать показатели *Республики Чехия, Венгрии и Польши*.

11. Периодически, с применением разработанного автором *индикативно-функционального подхода*, выполнять сравнительный анализ динамики развития РЦБ Республики Молдова и фондовых рынков развитых и развивающихся стран ЕС, а также, анализировать *динамику уровня европейской финансовой интеграции* РЦБ Республики Молдова, используя предложенные автором *подходы* (на основании анализа  $\beta$ - и  $\sigma$ -конвергенции).

## ОСНОВНЫЕ ПУБЛИКАЦИИ АВТОРА ПО ТЕМЕ ДИССЕРТАЦИИ

### Статьи в научных журналах с лицензиями

1. Biloocaia S. Rolul integrării europene în dezvoltarea financiară și economică a țărilor în perioadă de tranziție. În: *Economica*. Chișinău: 2011, nr.3 (77), p.129-136, c.a. 0,4

2. Билоокая С. Анализ интеграционных процессов на фондовых рынках европейских стран. În: *Studii Economice*. Chișinău: ULIM, 2011, an. 5, nr 1-2 (iunie), p.369-374, c.a. 0,4

3. Hîncu R., Biloocaia S. Tendințele de bază ale dezvoltării organismelor de plasament colectiv în Europa. În: *Economica*. Chișinău: 2011, nr.1 (75), ISSN 1810-9136, p.120-127, c.a. 0,4

4. Hîncu R., Biloocaia S. Dezvoltarea sistemului de decontare a valorilor mobiliare în conformitate cu principiile, standardele și recomandările internaționale. În: *Economica*. Chișinău: 2009, nr.6 (70), p.43-54, c.a. 0,57

### Материалы научных конференций

5. Билоокая С. Тенденции рынка ценных бумаг Республики Молдова и перспективы его дальнейшего развития. În: *Simpozionul internațional al tinerilor cercetători din 10-11 aprilie 2009*. Chișinău: ASEM, 2009, ed. VII, vol. I, p. 266-269, c.a. 0,2

6. Biloocaia S. Tendințe actuale ale dezvoltării pieței valorilor mobiliare europene și perspective pentru piața valorilor mobiliare autohtonă. În: *Simpozionul internațional al tinerilor cercetători din 28-29 aprilie 2010*. Chișinău: ASEM, 2010, ed. VIII, p. 302-304, c.a. 0,15

7. Хынку Р., Билоокая С. Основные направления развития рынка ценных бумаг Республики Молдова в перспективе Европейской интеграции. În: Материалы II Международной научно-практической конференции. Минск, 18 мая 2010, 143-150, с.а. 0,4

8. Билоокая С. Рынок ценных бумаг как источник привлечения инвестиций и финансирования экономического роста. În: Conferința științifică internațională din 29-30 octombrie 2010. Chișinău: ASEM, 2010, p. 137-142, с.а. 0,3

9. Билоокая С. Анализ интеграционных процессов на фондовых рынках стран Евросоюза. În: Simpozionul științific al tinerilor cercetători din 14-15 aprilie 2011. Chișinău: ASEM, 2011, ed. IX, p.271-274, с.а. 0,2

10. Билоокая С. Секьюритизация, как одна из важнейших современных инноваций финансового сектора. În: Conferința științifică internațională din 24-25 septembrie 2010. Chișinău: ASEM, 2011, vol. II, p.66-69, с.а. 0,3

11. Biloocaia S. Analysis of the Issuers' Main Risks during the IPO În: International Conference din 28-29 october 2011. Galați: "Dunărea de Jos" University of Galați, 2011, ed. XII, p. 378-383, с.а. 0,5

12. Билоокая С. Институциональное развитие фондовых рынков как фактор национального экономического роста. În: Науково-практична інтернет-конференція 24-25 листопада 2011. Черновцы: Буковинська державна фінансова академія, 2011, [http://www.bsfa.edu.ua/index/sekcija\\_iii/0-247](http://www.bsfa.edu.ua/index/sekcija_iii/0-247), p. 164-168, с.а. 0,25

13. Hîncu R., Biloocaia S. Piața de capital și inovațiile instituționale ale pieței financiare globale. În: Conferința științifică internațională din 23-24 septembrie 2011. Chișinău: ASEM, 2011, Vol. II, p.17-21, с.а. 0,4

14. Билоокая С. Инновационные методы оценки уровня финансовой интеграции фондового рынка Республики Молдова. În: Conferința științifică internațională din 28-29 septembrie 2012. Chișinău: ASEM, 2012, Vol. II, p.245-249, с.а. 0,3

15. Hîncu R., Biloocaia S. Особенности влияния финансовой интеграции на экономический рост европейских развивающихся стран в период финансового кризиса. În: Conference "Crisis and Economic Growth" on 26 October 2012. University of National and World Economy Sofia. София: Издателски комплекс – УНСС, 2013. p.434-443, с.а. 0,5

## АННОТАЦИЯ

Билокая Светлана

### “Развитие рынка ценных бумаг Республики Молдова в контексте европейской финансовой интеграции”

Диссертация на получение степени кандидата экономических наук. Кишинев, 2014

**Структура диссертации:** введение, три главы, выводы и рекомендации, библиография, включающая 343 источника, 29 приложений, 149 страниц основного текста, 32 фигуры, 10 формул и 21 таблица. Полученные результаты представлены в 15 научных публикациях.

**Ключевые слова:** рынок ценных бумаг, финансовая интеграция, концепция  $\beta$ - и  $\sigma$ -конвергенции, функции рынка ценных бумаг, индикаторы оценки, экономический рост, институциональное развитие, Директивы Евросоюза, мероприятия по развитию РЦБ Республики Молдова.

**Объектом исследования:** является рынок ценных бумаг Республики Молдова в контексте европейской финансовой интеграции.

**Цель исследования:** разработать основные направления развития РЦБ Республики Молдова, в перспективе европейской финансовой интеграции.

**Решенная научная проблема:** в условиях, когда РЦБ Республики Молдова не выполняет возложенные на него функции и не стимулирует, в достаточной степени, экономический рост, были идентифицированы причины, препятствующие его совершенствованию и разработаны основные направления дальнейшего развития, с целью обеспечения решения стоящих перед ним задач, в контексте европейской финансовой интеграции.

**Научная новизна и оригинальность:** выделены условия для позитивного влияния финансовой интеграции на экономический рост европейских развивающихся стран, включая Республику Молдова; выявлена, определяющая роль институционального фактора в развитии фондовых рынков и их позитивном влиянии на экономический рост; разработана методика по приведению законодательства РЦБ Республики Молдова в соответствие с правовой системой ЕС, опираясь на достижение операционных и стратегических целей, выделенных в диссертации; предложена, адаптированная к условиям фондового рынка Республики Молдова, *методика оценки интеграции* национального РЦБ в европейский финансовый рынок, основанная на *расчете показателей  $\beta$ - и  $\sigma$ -конвергенции*; выявлена, в рамках предложенных автором подходов, степень финансовой интеграции и выделены ее особенности для РЦБ ЕС и Республики Молдова; разработан индикативно-функциональный подход, позволяющий оценивать уровень развития РЦБ посредством оценки реализации рынком присущих ему функций; идентифицированы, с использованием разработанного автором индикативно-функционального подхода, основные проблемы, препятствующие реализации национальным рынком капитала присущих ему функций и разработаны рекомендации по его развитию, в контексте европейской финансовой интеграции.

**Теоретическая и прикладная значимость, заключается в:** систематизированы индикаторы развития РЦБ на микро- и макроуровне, исследованы и систематизированы нормативные акты, внедренные в рамках создания единого финансового рынка ЕС; выделены операционные и стратегические цели совершенствования правовых основ национального РЦБ; выделены целевые показатели развития для РЦБ Республики Молдова; предложены рекомендации по приведению правовой базы Республики Молдова в соответствие с нормами ЕС; выявлено, что распространение финансовых инноваций, инициирует кризисы только в условиях не регулируемости рынков их обращения; проведена сравнительная оценка уровня интеграции фондовых рынков европейских стран, находящихся на различных уровнях экономического развития, включая Республику Молдова; выявлены основные особенности динамики РЦБ Республики Молдова и проведен их сравнительный анализ с выделенными основными тенденциями развития фондовых рынков стран ЕС.

Полученные результаты могут быть использованы соответствующими органами регулирования и надзора, а также могут применяться в дидактических целях.

**Реализация научных результатов:** необходимость внедрения результатов проведенного исследования была подтверждена: Министерством экономики (МІЕРО), Национальной комиссией по финансовому рынку, рейтинговым агентством Estimator-VM, Школой мастерат и Факультетом Финансы Молдавской Экономической Академии.

## ADNOTARE

Biloocaia Svetlana

### “Dezvoltarea pieței valorilor mobiliare a Republicii Moldova în contextul integrării financiare europene”

Teză de doctor în economie. Chișinău, 2014

**Structura tezei:** introducere, trei capitole, concluzii și recomandări, bibliografia, din 343 de surse, 29 de anexe, 149 de pagini de text de bază, 32 de figuri, 10 formule și 21 tabele. Rezultatele obținute sunt publicate în 15 lucrări științifice.

**Cuvinte-cheie:** piața valorilor mobiliare, conceptul de  $\beta$ - și  $\sigma$ -convergență, funcțiile pieței valorilor mobiliare, integrare financiară, indicatori de estimare, creștere economică, dezvoltare instituțională, Directivele UE, direcții de dezvoltare a pieței de capital a Republicii Moldova.

**Obiectul de studiu:** piața valorilor mobiliare a Republicii Moldova în contextul integrării financiare europene.

**Scopul cercetării** constă în determinarea direcțiilor principale de dezvoltare a PVM a Republicii Moldova în perspectivă integrării financiare europene.

**Problema științifică importantă soluționată.** În condițiile, în care piața valorilor mobiliare a Republicii Moldova nu îndeplinește funcțiile atribuite și nu stimulează, la un nivel satisfăcător, creșterea economică, au fost identificate cauzele, ce împiedică perfecționarea acesteia și elaborează direcțiile principale de dezvoltare a PVM autohtone, în scopul asigurării soluționării sarcinilor existente, în contextul integrării financiare europene.

**Noutatea și originalitatea științifică** constă în: evidențierea rolului determinant al factorului instituțional în dezvoltarea piețelor de capital și a impactului pozitiv al acestora asupra creșterii economice; identificarea condițiilor necesare pentru generarea unui impact pozitiv al integrării financiare asupra creșterii economice a statelor europene în curs de dezvoltare, inclusiv a Republicii Moldova; elaborarea metodologiei de ajustare a cadrului legal autohton de reglementare a PVM la baza normativă a UE, în scopul realizării obiectivelor operaționale și strategice, propuse de autor; propunerea cadrului metodologic de evaluare a nivelului de integrare a PVM autohtone în piața financiară europeană, adaptat la condițiile pieței de capital a Republicii Moldova, pe baza calculării indicatorilor  $\beta$ - și  $\sigma$ -convergență; determinarea, în contextul abordărilor cantitativă și legală propuse de autor, a gradului de integrare a piețelor de capital a unor state din UE și a pieței de capital autohtone în piața financiară europeană și evidențierea particularităților dinamicii integrării financiare a acestora; elaborarea abordării indicativ-funcționale ce permite estimarea nivelului de dezvoltare a pieței de capital autohtone prin intermediul evaluării realizării de către piața respectivă a funcțiilor atribuite; identificarea, prin utilizarea abordării indicativ-funcționale elaborate de autor, a impedimentelor de bază privind realizarea de către piața de capital autohtonă a funcțiilor sale și elaborarea recomandărilor de dezvoltare a acesteia în contextul integrării financiare europene.

**Semnificația teoretică și valoarea aplicativă a lucrării** constă în faptul că au/a fost sistematizați indicatorii principali de dezvoltare a PVM la niveluri micro și macroeconomic; cercetate și sistematizate actele normative implementate în cadrul creării pieței financiare unice a UE; stabilite obiectivele operaționale și strategice de perfecționare a bazei normative a PVM autohtone; determinați indicatorii-țintă de dezvoltare a pieței de capital autohtone; propuse recomandări de ajustare a cadrului legal autohton de reglementare a PVM cu normele UE; determinat că extinderea inovațiilor financiare inițiază crize doar în lipsa reglementării piețelor pe care respectivele circulă; efectuată analiza comparativă a nivelului de integrare a piețelor de capital ale statelor europene, cu nivele diferite de dezvoltare economică, inclusiv a Republicii Moldova, în piața financiară europeană; determinate principalele particularități ale dinamicii PVM a Republicii Moldova și efectuată analiza comparativă a acestora cu tendințele de bază în dezvoltarea piețelor de capital ale statelor UE.

Rezultatele obținute pot fi utilizate de instituțiile de resort de reglementare și supraveghere, precum și aplicate în scopuri didactice.

**Implementarea rezultatelor științifice:** necesitatea implementării rezultatelor cercetării efectuate a fost confirmată de: Ministerul Economiei al Republicii Moldova (Organizația de promovare a exportului din Moldova), Comisia Națională a Pieței Financiare, Agenția de rating Estimator-VM, Școala Masterală de Excelență în Economie și Business a ASEM, Facultatea Finanțe al ASEM.

**ANNOTATION**  
**Biloaica Svetlana**  
**“Securities Market Development in the Republic of Moldova**  
**in the Context of European Financial Integrations”**  
**Ph.D thesis in economics. Chishinau, 2014**

**Thesis structure:** introduction, three chapters, conclusions and recommendations, bibliography comprising 343 sources, 29 annexes, 149 pages of basic text, 32 figures, 10 formulae and 21 tables. The obtained results have been published in 15 scientific publications.

**Key words:** stock market, financial integration,  $\beta$ - and  $\sigma$ - convergence, stock market functions, evaluation indices, economic growth, institutional development, EU Directives, measures of development of the securities market of the Republic of Moldova.

**The subject of the research:** securities market of the Republic of Moldova in the context of European financial integration.

**The object of the research:** to elaborate the main directions of development of the securities market of the Republic of Moldova under the European financial integration prospect.

**The solved scientific problem:** under the conditions when the Moldovan securities market does not comply fully with its intended function and does not sufficiently stimulate national economic growth, have been identified the main problems that prevent its modernisation and elaborated the main directions of its further development in the context of European financial integration.

**The scientific novelty and originality:** have been emphasised the circumstances of positive influence of the financial integration on the economic growth of developing European countries and those in transition, including the Republic of Moldova; has been identified the decisive role of the institutional factor for the stock markets development and their positive role on economic growth; has been elaborated the method aiming to bring the securities market legislation in line with the European legal system, according to the operational and strategic goals presented in the research; has been proposed a method of national securities market integration evaluation, adapted to the conditions of the Moldovan stock market, based on the  $\beta$ - indicators and  $\sigma$ - convergence; has been elaborated an indicative and functional approach, allowing the evaluation of the degree of securities market development following the fulfillment of its functions; has been assessed the degree of financial integration and emphasised the peculiarities of the EU and Moldovan securities markets; have been identified the main tendencies in the EU and Moldovan securities markets; their comparative analysis revealed the basic problems that impede the fulfilment of national securities market functions to stimulate economic growth.

**Theoretical and practical significance consists in the following:** have been systematized the indicators of securities market development at the micro- and macro level; have been researched and systematized the normative acts, implemented under the framework of creating a single EU financial market; have been emphasized the operational and strategic goals aiming the improvement of the legal basis of the national securities market; has been evaluated the role of EU and Moldovan securities markets for the national economic growth; have been proposed recommendations for bringing the securities market legal basis in accordance with the EU norms; has been revealed the fact that spread of the financial innovations initiates crises only in the case of market non-regulation; has been performed a comparative analysis of the integration level of European countries stock markets, with different levels of economic growth, including the Republic of Moldova; have been proposed recommendations on the development of Moldovan securities market under the context of financial European integration.

The obtained results can be used by corresponding bodies of regulation and control, but also in educational uses.

**Implementation of the scientific results:** the necessity to implement the results of the study has been confirmed by: Ministry of Economy, National Commission for Financial Markets, Rating agency Estimator-VM, Department of Finance and Master School of Excellence in Business and Economics of ASEM.

**БИЛООКАЯ СВЕТЛАНА**

**РАЗВИТИЕ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ  
РЕСПУБЛИКИ МОЛДОВА В  
КОНТЕКСТЕ ЕВРОПЕЙСКОЙ  
ФИНАНСОВОЙ ИНТЕГРАЦИИ**

**522.01 – ФИНАНСЫ**

Автореферат  
на соискание ученой степени доктора  
экономических наук

---

Aprobat spre tipar: 04.12.2014

Hârtie ofset. Tipar ofset.

Coli de tipar: 1,0

Formatul hârtiei: 60x84 1/16

Tiraj 50 ex.

Comanda nr.95

---

Departamentul Editorial-Poligrafic al  
Academiei de Studii Economice a Moldovei  
Str. Mitropolit Gavriil Bănulescu-Bodoni 59,  
MD-2005, Chișinău

**ACADEMIA DE STUDII ECONOMICE A MOLDOVEI**

Cu titlu de manuscris  
CZU: 336.76(478):339.923:061.1EU(043)

**BILOOCAIA SVETLANA**

**DEZVOLTAREA PIETEI VALORILOR  
MOBILIARE A  
REPUBLICII MOLDOVA ÎN CONTEXTUL  
INTEGRĂRII FINANCIARE EUROPENE**

**522.01 – FINANȚE**

Autoreferatul tezei de doctor în științe economice

**CHIȘINĂU, 2014**