

УДК 336.025

**ИНТЕГРАЦИЯ ФОНДОВЫХ РЫНКОВ РОССИИ, КАЗАХСТАНА И БЕЛАРУСИ В РАМКАХ
ЕДИНОГО ЭКОНОМИЧЕСКОГО ПРОСТРАНСТВА: ПРОБЛЕМЫ И ПЕРСПЕКТИВЫ**

канд. экон. наук, доц. М.А. АВИЛКИНА
(Полоцкий государственный университет)

Рассмотрены основные проблемы интеграции фондовых рынков стран-участниц Единого экономического пространства (России, Казахстана, Беларуси). Систематизированы экономические показатели уровня развития рынка ценных бумаг трех стран в разрезе рынков акций, корпоративных и государственных облигаций. Выявлены асимметрии в качественном развитии рынков ценных бумаг стран-участниц ЕЭП и обусловленные этим сложности интеграции. Особенное внимание уделено текущему состоянию, возможным рискам и перспективам развития фондового рынка Республики Беларусь в контексте интеграционного процесса. Сформулированы задачи, решение которых видится первостепенным для создания интегрированного фондового рынка трех стран с учетом особенностей финансовых систем России, Казахстана и Беларуси.

Введение. Глобализация в финансовой сфере является одной из важнейших предпосылок ускорения процессов консолидации в биржевом пространстве. На международном рынке финансовых услуг наблюдается концентрация участников и операций, слияние пулов ликвидности, интенсивное укрупнение и интеграция мировых финансовых центров. На этом фоне многие страны, в том числе постсоветского пространства, проявляют активный интерес к созданию на своих территориях мировых или региональных финансовых центров, которые могли бы достойно участвовать в международной конкуренции фондовых бирж за эмитентов и инвесторов.

В процессе экономической интеграции формированию единого высокотехнологичного биржевого пространства неслучайно придается особое значение. Во-первых, биржи функционируют на основе электронных торговых систем, которые в скором времени видятся неотъемлемыми частями глобальной финансовой системы. Во-вторых, интеграция фондовых рынков подразумевает расширение бизнеса участников биржи, рост оборотов финансового рынка и доходной базы бирж. В-третьих, значения индексов биржевой активности являются индикатором состояния национальной экономики. В-четвертых, ситуация на биржевом рынке характеризует экономическую конъюнктуру и дает инвесторам ориентиры для размещения своих капиталов.

Создание Евразийского экономического союза (далее – ЕАЭС), который вступает в силу с 1 января 2015 года и в рамках евразийской интеграции формируется на базе Таможенного союза России, Казахстана и Белоруссии (далее – страны-партнеры), имеет главной целью экономическую интеграцию приоритетных сегментов экономики, в числе которых выделен и финансовый рынок [1]. Речь идет в первую очередь об интеграции фондовых рынков России, Беларуси, Казахстана и создании на этой основе финансовой основы союза, что во многом обусловлено территориальной близостью и схожестью экономик этих стран, а также общим информационным пространством, отсутствием языковых и культурных барьеров. Применительно к фондовому рынку, основные задачи финансовой политики стран ЕАЭС сводятся к следующему: создание единого фондового рынка; гармонизация лицензионных требований к профессиональным участникам фондового рынка; гармонизация надзорных требований и порядка осуществления надзора за участниками фондового рынка; выработка единых требований по защите прав и интересов потребителей финансовых услуг, обеспечение эффективного обмена информацией и административное сотрудничество [1].

Несмотря на территориальную близость и социально-экономическую схожесть стран-партнёров, диспропорции в уровнях развития их финансовых систем и законодательные ограничения вызывают ряд сложностей для формирования интегрированного фондового рынка. Об этом свидетельствует накопленный до настоящего времени опыт интеграции фондовых рынков России, Беларуси и Казахстана, при котором инвестиционное взаимодействие между фондовыми рынками стран наблюдается до сих пор в незначительных объемах. Причиной тому является ряд сдерживающих факторов, препятствующих эффективному взаимодействию финансовых рынков данных государств. Речь идет, во-первых, об асимметрии уровней развития фондовых рынков стран-партнеров; во-вторых, – о существующих противоречиях в законодательном и методологическом обеспечении, рыночной инфраструктуре и организации деятельности профессиональных участников этих стран; в-третьих, – в отсутствии эффективного взаимодействия и информационного обмена между профессиональными участниками фондовых рынков стран-партнеров.

Необходимость критического переосмысления перечисленных проблем обусловило необходимость проведения сравнительного анализа фондовых рынков Беларуси, Казахстана и России для определения направлений их конвергенции, а также формирования условий для активизации обращения отечественных ценных бумаг на биржах стран-партнеров, что делает эту проблематику весьма актуальной.

Основная часть. Главным индикатором состояния фондового рынка является организованный рынок, представленный фондовой биржей. В России такой рынок представлен Московской биржей, в Беларуси – Белорусской валютно-фондовой биржей (далее – БВФБ), в Казахстане – Казахстанской фондовой биржей.

Для аналитического понимания проблематики интеграции фондовых рынков России, Казахстана и Беларуси следует рассмотреть состояние их рынков ценных бумаг. Анализ интеграционного взаимодействия стран-партнеров в контексте формирования единого фондового рынка позволил выявить, что национальные финансовые системы России, Казахстана, Беларуси интегрированы достаточно слабо, чему есть обоснованные причины. Рассмотрим существующие сдерживающие факторы формирования интегрированного фондового рынка ЕЭП и перспективы развития последнего.

Первая и ключевая проблема обусловлена диспропорцией в уровнях развития фондовых рынков России, Казахстана и Белоруссии. Сравнение уровня капитализации внутреннего фондового рынка каждой из трех стран (по отношению к ВВП) позволяет выявить некоторые асимметрии в уровнях развития: Россия – 37,9% к ВВП, Казахстан – 28,7%, Беларусь – 21,2%. Это свидетельствует о наличии разновеликого потенциала дальнейшего развития национальных рынков и их конкурентоспособности по отношению к иностранным рынкам в рамках ЕЭП. Другие важные показатели развития фондовых рынков стран-партнеров в разрезе наиболее крупных компонентов фондового рынка – рынка акций, корпоративных облигаций, государственных облигаций, систематизированы в таблице.

**Показатели развития фондовых рынков стран-участниц ЕЭП
(Россия, Казахстан, Беларусь) по состоянию на 01.01.2014 года**

Показатели	Россия	Казахстан	Беларусь
1 Фондовый рынок в целом			
1.1 Объем фондового рынка, млрд. дол. США	755,0	89,3	5,6
1.2 Общая капитализация внутреннего фондового рынка (к ВВП), %	37,9	28,7	21,2
1.3 Доля в фондовом рынке трех стран, %	89	10	1
1.4 Количество профессиональных участников	1209	58	77
2 Рынок акций			
2.1 Капитализация рынка акций, млрд. дол. США	698,7	28,2	0,44
2.2 Капитализации рынка акций к ВВП, %	36,1	31,4	5,5
2.3 Доля акций на фондовом рынке, %	31,7	19,6	63,1
2.4 Среднедневной объем биржевых торгов, млн. дол. США	1095	3,1	0,1
2.5 Количество акционерных обществ, из них:	31405	1618	4681
2.5.1 Кол-во эмитентов акций	273	85	2360
2.6 Кол-во компаний в котирувальном листе	245	130	67
3 Рынок корпоративных облигаций (КО)			
3.1 Среднедневной объем биржевых торгов, млн. дол. США	838	10,5	5
3.2 Кол-во эмитентов	415	75	254
3.3 Объем рынка КО к ВВП, %	7,8	37,5	9,9
3.4 Доля на фондовом рынке, %	60,7	39,4	21,9
4 Рынок государственных облигаций (ГО)			
4.1 Кол-во эмитентов	46	3	1
4.2 Доля на фондовом рынке	7,5%	6,5%	12,1%

Источник: собственная разработка на основе [2 – 11]

Очевидно, что наиболее развитым является рынок ценных бумаг России, который по своему объему превосходит казахстанский рынок в 8,4 раза, белорусский рынок – в 135 раз. Заметен разрыв в уровне капитализации рынка акций (по отношению к ВВП) России и Казахстана в сравнении с белорусским рынком (5,5%). Так, по уровню капитализации рынка акций фондовые рынки России и Казахстана сравнительно близки (36,1% и 31,4%), в то время как белорусский рынок акций достиг отметки лишь 5,5%. При том, что в Беларуси рынок акций является преобладающим (63,1%) в фондовом рынке страны, сложившийся низкий уровень капитализации рынка акций, как и низкий уровень его развития, обусловлен рядом факторов.

Так, эффективному развитию фондового рынка Беларуси препятствует отсутствие оптимальной структуры собственности в экономике. На начало 2014 года в белорусском государстве функционировало 2360 эмитентов акций (ОАО), из них – 78,5% (1853) общего числа имели в уставном капитале долю государства более 50%. По этой причине около 80% эмитированных акций находятся в государственной собственности и практически изъяты из свободного обращения. Наблюдаемая ситуация во многом обусловлена политикой государства, сдерживающей приватизацию и раздел государственной собственности (главного инструмента контроля бизнеса) с внешними инвесторами; неразвитой корпоративной культурой и отсутствием эффективных инвестиционной и дивидендных политик в организациях.

Неважная ситуация на белорусском рынке акций также осложняется низким уровнем ликвидности и доходности самих акций. Акционерные общества, которые выплачивают сравнительно высокие (по меркам белорусского фондового рынка) дивиденды, тем не менее, не обеспечивают доходность вложений в акции на уровне процентных ставок по депозитам. Так, например, на начало 2014 года только треть эмитентов акций начисляли дивиденды акционерам, причем заработанные дивиденды в расчете на акцию представляли весьма скромные суммы (до 50 000 бел. руб. на акцию) [12]. Отмечена низкая заинтересованность самих акционерных обществ в поддержании ликвидности собственных акций. Как результат, у стратегических инвесторов имеются обоснованные аргументы для изыскания альтернативных вариантов инвестиционных вложений, не в пользу акций белорусских организаций.

Оценить уровень активности рынка корпоративных ценных бумаг (акций и облигаций) позволяет показатель среднедневного объема биржевых торгов, значения которого в разрезе акций и облигаций в Беларуси и Казахстане пренебрежительно малы по сравнению с Россией (см. табл.).

Особенное внимание обращает на себя неважная динамика объема выпуска ценных бумаг в Беларуси за ряд лет. Так, объем их выпуска (в отношении к ВВП) в 2010 г. достиг показателя 36,2% к ВВП, в 2011 г. – сократился до 29,9%, в 2012 г. – до 26,2%, в 2013 г. – до 21,2%, при этом целевой показатель на 2015 год установлен на уровне не менее 50% к ВВП. Такая отрицательная тенденция свидетельствует о неготовности национальных акционерных обществ использовать возможности фондового рынка.

Учитывая, что формирование к 2017 году единого финансового рынка стран ЕЭП приведет к устранению барьеров движения капиталов, то стоит ожидать, что белорусские инвесторы могут предпочесть российский фондовый рынок белорусскому, поскольку на российском фондовом рынке, безусловно, более высокая ликвидность и доходность ценных бумаг, шире ассортимент финансовых инструментов и развитый вторичный рынок. В этой связи становится очевидным, что белорусский рынок ценных бумаг в настоящее время не только количественно, но и качественно несопоставим с российским, при этом рынок ценных бумаг Казахстана сравнительно ближе российскому по качеству развития. Вместе с тем, по официальным данным Евразийской экономической комиссии за 2013 год объемы фондовых рынков стран-партнеров в едином фондовом рынке ЕЭП распределились в следующих пропорциях: Россия – 89%, Казахстан – 10%, Беларусь – 1%. На основе вышеизложенного, при создании единого фондового рынка путем интеграции фондовых пространств Беларуси, России и Казахстана в действительности речь будет идти скорее о поглощении российским фондовым рынком белорусского, нежели об их интеграции.

Вторым сдерживающим фактором в формировании единого фондового рынка ЕЭП является отсутствие условий для создания конкурентного рынка. Стратегически важным вопросом в интеграции являются условия конкуренции, поскольку у стран-партнеров заметно различаются размеры экономик, способы фондирования и других компонентов.

Так, в настоящее время на рынке ценных бумаг Беларуси отсутствует конкурентная среда как таковая. При этом, неразвитость рынка акций является своего рода «защитным фактором», который препятствует оттоку капиталов из экономики через биржевые механизмы. Многомиллиардные дивидендные суммы выплачивают в основном крупнейшие государственные предприятия, причем дивиденды направляются, соответственно, в государственный бюджет [12]. Остается в обращении незначительное количество акций государственных предприятий, часть которых включена в перечень организаций, преимущественное право на приобретение акций которых закреплено за городскими и областными исполнительными комитетами (пп. 1.4 Указа Президента Республики Беларусь от 16.11.2006 г. № 677) [13].

В Казахстане основной проблемой фондового рынка отмечены нерыночные ценообразование финансовых инструментов и их низкая ликвидность. Не решена проблема дефицита акций, находящихся в свободном обращении. Отсюда у портфельных инвесторов сложилась политика консервативных вложений, предпочитающей покупать и накапливать, нежели продавать ценные бумаги. С другой стороны, многие казахстанские инвесторы скептически относятся к местному фондовому рынку как достойной альтернативе банковскому кредитованию, а также раскрытию коммерческой информации, разделу собственности и инструментов контроля над бизнесом.

В Беларуси же институт портфельных инвесторов как таковой пока отсутствует, поскольку отсутствуют соответствующие предметы торговли и необходимая институциональная среда (паевые и акционерные инвестиционные фонды, негосударственные пенсионные фонды). В противоположность Беларуси, за последние пять лет в России и Казахстане в структуре инвесторской базы на фондовом рынке крупные игроки представлены не только коммерческими банками, но и пенсионными фондами, страховыми и инвестиционными компаниями.

В противовес белорусскому и казахстанскому, современный фондовый рынок России является конкурентным и динамичным, с диверсифицированной регулятивной, институциональной и информационной структурой, быстро нарастающими объемами сделок с ценными бумагами, расширяющимся ассортиментом высоколиквидных финансовых инструментов. Безусловно, белорусскому и казахстанскому фондовым рынкам будет крайне сложно выдержать конкуренцию с российским, отсюда возникают высокие риски перелива

инвесторской базы и притока эмитентов на российский фондовый рынок, который объективно будет представляться наиболее привлекательным в коммерческом аспекте.

Третьим сдерживающим фактором развития единого фондового рынка является законодательные ограничения, касающиеся деятельности финансовых институтов за пределами страны регистрации и открытия счетов в иностранных депозитариях. Это препятствует взаимному недискриминационному допуску национальных ценных бумаг и профессиональных участников на фондовые рынки стран-партнеров.

Так, инвестиционное сотрудничество стран-партнеров характеризуются в целом сравнительно скромными достижениями. По сведениям Народного банка Республики Казахстан, на начало 2014 года доля белорусских инвестиций в казахстанскую экономику в общем объеме накопленных иностранных инвестиций в Казахстане не превышает 0,06%, а казахстанских инвестиций в белорусскую экономику – 0,025%. Доля российских прямых и портфельных инвестиций в экономику Казахстана в 2014 году составила 4,4% от общего объема поступивших иностранных вложений, а доля инвестиционных вложений Казахстана в Россию – около 0,3 %. Одной из причин такой ситуации являются существующие законодательные барьеры стран-участниц.

В настоящее время Центральный депозитарий ценных бумаг Республики Беларуси (далее – ЦДЦБРБ) устанавливает корреспондентские отношения с юридическими лицами – нерезидентами, выполняющими депозитарную деятельность, и оформляет их путем заключения договора об оказании услуг по учету прав на ценные бумаги, выпуски которых находятся на хранении в ЦДЦБРБ. Однако не все депозитарии, имеющие лицензию и установившие корреспондентские отношения с ЦДЦБРБ, имеют право осуществлять учет прав на все виды ценных бумаг. Так, есть ряд ограничений по учету прав на государственные ценные бумаги, выпущенные Министерством финансов от имени Совета Министров Республики Беларусь, и ценные бумаги Национального банка. В соответствии с законодательством учет указанных ценных бумаг имеют право осуществлять только депозитарии-банки, получившие в установленном законодательством порядке статус уполномоченных.

В свою очередь, ЦДЦБРБ инициировал открытие междепозитарного счета «депо» в депозитариях Российской Федерации для обеспечения переводов ценных бумаг российских эмитентов в белорусские депозитарии. Однако, в настоящее время законодательство Российской Федерации запрещает российским депозитариям открывать междепозитарные счета «депо» на имя иностранных депозитариев. Кроме того, с мая 2009 г. переводы белорусских ценных бумаг в депозитарии России затруднены ввиду появления в Федеральном законе Российской Федерации от 22.04.1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» [14] нормы, в соответствии с которой ценные бумаги белорусских эмитентов, не допущенные к публичному размещению или обращению, могут зачислять лишь на счета «депо» квалифицированных инвесторов. Отсюда наблюдаются препятствия в интеграции инфраструктуры фондовых рынков в силу отсутствия гармонизованного законодательства и возможности свободного доступа иностранных профессиональных участников рынка ценных бумаг на национальные рынки.

Гармонизация законодательства трех стран в вышеуказанном аспекте необходима, прежде всего, для установления взаимного признания и доверия к организациям, осуществляющим номинальное держание или учет ценных бумаг; эффективного и равноценного доступа инвесторов одной страны к финансовым инструментам, выпущенным в соответствии с законодательством другой страны; установления между учетными организациями государств корреспондентских междепозитарных отношений; организации свободного обращения и регистрации сделок с ценными бумагами, выпущенных в соответствии с законодательством одного государства, на территории другого государства. Несмотря на то, что отдельные компоненты инфраструктуры будущего единого финансового рынка могут иметь различные уровни развития и объемы оборота, тем не менее, они могут быть интегрированы в единую систему биржевой торговли. Учитывая экономические и технологические преимущества биржевой торговли Российской Федерации, большая часть инфраструктуры единого фондового рынка может быть расположена на территории данной страны. Для этих целей возникает практическая необходимость в разработке и внедрении общих технологий электронного документооборота, что позволит стандартизировать и ускорить информационный обмен, как между биржами, так и между участниками торгов на них.

Закключение. Создание единого фондового рынка на территории России, Беларуси и Казахстана требует в первоочередном порядке обеспечения условий для формирования конкурентной среды и беспрепятственного обращения ценных бумаг трех стран на взаимных территориях, в том числе организованных рынках; устранения законодательных ограничений, препятствующих недискриминационному допуску национальных ценных бумаг и профессиональных участников на фондовые рынки стран-партнеров; гармонизации национальных законодательств в области лицензирования деятельности профессиональных участников и области финансовых услуг; синхронизации регулятивных и инфраструктурных систем фондовых рынков трех стран; обеспечении надежной связи между владельцами финансовых инструментов и их эмитентами, центрами учета прав на них посредством стандартизированного электронного документооборота.

ЛИТЕРАТУРА

1. Годовой отчет 2013: Евразийская экономическая комиссия [Электронный ресурс] / Официальный сайт Евразийской экономической комиссии. – Режим доступа: http://www.eurasiancommission.org/ru/Documents/report_2013.pdf – Дата доступа: 01.09.2014.
2. ОАО «Белорусская валютно-фондовая биржа» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.bcse.by/> – Дата доступа: 01.09.2014.
3. Национальный банк Республики Беларусь [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.nbrb.by/> – Дата доступа: 01.09.2014.
4. Московская фондовая биржа [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.moex.com/> – Дата доступа: 01.09.2014.
5. Казахстанская фондовая биржа [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.kaze.kz/> – Дата доступа: 01.09.2014.
6. Развитие фондового рынка СНГ в 2013–2014 годах и перспективы обращения в его рамках ценных бумаг организаций-эмитентов из государств Содружества : информ.-аналит. материал – М. : Исполнительный комитет СНГ, 2014. – 19 с.
7. Об утверждении отчета Национального банка за 2013 год : Указ Президента Респ. Беларусь, 16 мая 2014 г., № 221 // Нац. реестр правовых актов Респ. Беларусь. – 2014. – № 1/15009.
8. Российский фондовый рынок: 2013. События и факты [Электронный ресурс] // Национальная ассоциация участников фондового рынка. – Режим доступа: <http://www.naufor.ru/download/pdf/factbook/ru/rfr2013.pdf> – Дата доступа: 01.09.2014.
9. Народный банк Республики Казахстан [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.halykbank.kz> – Дата доступа: 01.09.2014.
10. Отчет о работе Департамента по ценным бумагам М-ва финансов Респ. Беларусь в 2013 году [Электронный ресурс] // Официальный сайт М-ва финансов Респ. Беларусь. – Режим доступа: http://www.minfin.gov.by/securities_department/reports. – Дата доступа: 01.09.
11. Финансовая стабильность в Республике Беларусь – 2013 : анализ. обзор. Минск : НБРБ. – 2013. – 100 с.
12. 15 белорусских ОАО, которые начислили самые большие дивиденды [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://news.tut.by/economics/381243.html> – Дата доступа: 01.09.2014.
13. О некоторых вопросах распоряжения имуществом, находящимся в коммунальной собственности, и приобретения имущества в собственность : Указ Президента Респ. Беларусь, 16 нояб. 2006 г., № 677 (с изм. и доп.) // Нац. реестр правовых актов Респ. Беларусь. – 2006. – № 1/8083.
14. О рынке ценных бумаг [Электронный ресурс] : Федер. закон, 22 апр. 1996 г., № 39-ФЗ (с изм. и доп.) // КонсультантПлюс. Россия / ЗАО «КонсультантПлюс». – М., 2014.

Поступила 08.09.2014

**STOCK MARKET INTEGRATION BETWEEN RUSSIA, KAZAKHSTAN, AND BELARUS
WITHIN THE SINGLE ECONOMIC SPACE: PROBLEMS AND PROSPECTS**

M. AVILKINA

This article considers the main problems of the stock market integration between countries – members of the Single Economic Space (Russia, Kazakhstan, Belarus). The economic indicators of the level of securities market development for SES members in the context of stock market, corporate market, and government bondswere systematized. The asymmetry in the qualitative development of the securities markets of SES countries and complexity of that integrationwere revealed. Mindfulness attention was focused on the current condition, risks, and prospects of the Belarussian stock market integrated. The author revealedtasks which solution seems paramount to creating ofthe three-countries-integrated stock market with taking into account the features of financial systems of Russia, Kazakhstan, and Belarus.