

СОВРЕМЕННОЕ СОСТОЯНИЕ И ПЕРСПЕКТИВНЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ ИНТЕГРАЦИИ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ ОТДЕЛЬНЫХ СТРАН СНГ И РОССИИ*

Павел Юрьевич МАЛЫШЕВ

кандидат экономических наук, доцент кафедры финансовых рынков и финансового инжиниринга,
Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, Москва, Российская Федерация
PYUMalyshev@fa.ru
ORCID: отсутствует
SPIN-код: 5631-4893

История статьи:

Рег. № 309/2016
Получена 10.03.2016
Одобрена 28.03.2016
Доступна онлайн
13.12.2019

УДК 339.727

JEL: F36, G15, G21, G23

Аннотация

Предмет. Финансово-экономический кризис в России, протекающий на фоне массового оттока иностранного капитала и обострения внешнеполитической обстановки, требует поиска новых стратегических партнеров на зарубежных финансовых рынках, в том числе в государствах СНГ. Это делает особенно актуальным анализ современного состояния и особенностей развития национальных финансовых рынков стран-партнеров.

Цели. Выявление потенциальных направлений интеграции российского финансового рынка с финансовыми рынками Азербайджана, Армении и Беларуси на основе анализа их текущего состояния, проблем и направлений развития в среднесрочной перспективе.

Методология. В ходе исследования при работе с актуальными статистическими данными использованы методы анализа и синтеза, статистической группировки и определения тесноты связи с помощью линейной корреляции.

Результаты. Выявлено, что основными препятствиями для развития финансовых рынков Азербайджана, Армении и Беларуси являются абсолютное доминирование банковского сектора, крайне низкая ликвидность вторичного рынка акций, а также недостаточный инвестиционный потенциал населения. В то же время существует ряд перспективных направлений для интеграции.

Выводы. Сделан вывод, что интеграция финансовых рынков рассмотренных стран с российским рынком может быть эффективной в части привлечения национальных эмитентов на Московскую биржу, разработки комплексной программы по формированию инвестиционной базы национального финансового рынка за счет средств диаспоры, а также расширения круга банков – участников единого интегрированного валютного рынка в рамках ЕАЭС.

Ключевые слова: ценные бумаги, фондовая биржа, Азербайджан, Армения, Белоруссия

© Издательский дом ФИНАНСЫ и КРЕДИТ, 2019

Для цитирования: Малышев П.Ю. Современное состояние и перспективные направления интеграции финансовых рынков отдельных стран СНГ и России // Региональная экономика: теория и практика. – 2019. – Т. 17, № 12. – С. 2297 – 2313.
<https://doi.org/10.24891/re.17.12.2297>

Снижение цен на нефть и другие сырьевые товары, спад деловой активности, закрытие доступа к западным финансовым рынкам для российских компаний и банков, а также растущая внешнеполитическая напряженность привели к тому, что в 2014–2015 гг.

российский фондовый рынок пережил значительный отток капитала и столкнулся с необходимостью поиска новых источников роста. В текущих условиях одним из потенциальных направлений развития может стать интеграция с фондовыми рынками стран СНГ, сохранивших устойчивые экономические и политические связи с Россией. В качестве таких партнеров рассмотрим Азербайджан, Армению и Белоруссию.

*Статья публикуется по материалам журнала «Финансы и кредит». 2016. Т. 22. Вып. 18. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/sovremennoe-sostoyanie-i-perspektivnye-napravleniya-integratsii-finansovyh-rynkov-otdelnyh-stran-sng-i-rossii/viewer>

В условиях фактического отсутствия репрезентативных и сопоставимых индикаторов состояния национальных финансовых рынков одним из наиболее простых и универсальных показателей для развивающихся стран может служить относительная динамика курса национальной валюты к доллару США (рис. 1).

Анализ данных рис. 1 отчетливо показывает, что из рассматриваемых валют в 2014–2015 гг. российский рубль имел наиболее высокую волатильность. Белорусский рубль менее волатилен, но обладает наибольшей корреляцией с курсом российской валюты (96,4%) в силу тесных финансово-экономических связей между государствами. Азербайджанский манат – единственная из рассматриваемых валют, курс которой является фиксированным, однако проведенная в I квартале 2015 г. девальвация, по нашему мнению, связана не с влиянием России, а с конъюнктурой мировых энергетических рынков. Армянский драм также обесценился. На наш взгляд, это обусловлено сокращением частных трансфертов, основным источником которых является Россия. Однако драм оказался наименее чувствительным к внешнеэкономической ситуации. Это позволяет сказать, что реакция рассматриваемых рынков на финансовый кризис в РФ существенно различается в зависимости от тесноты их финансово-экономических связей с нашим рынком.

Приведенные обзоры национальных финансовых рынков не следует рассматривать как детальную энциклопедическую характеристику. Они сфокусированы прежде всего на выявлении ключевых проблем развития и потенциальных направлений интеграции с российским финансовым рынком.

Республика Азербайджан. Несмотря на то что это государство является мусульманским, его фондовый рынок развивается по западной модели. Явления и инструменты, относящиеся к системе «исламских финансов», в Азербайджане распространения не получили. На современном фондовом рынке представлены:

- акции и облигации корпораций;
- государственные краткосрочные и долгосрочные облигации;
- ноты Национального банка Азербайджана (НБА);
- ипотечные ценные бумаги и жилищные сертификаты;
- векселя;
- производные ценные бумаги.

В Азербайджане выпускаются обыкновенные и привилегированные акции. Круг потенциальных инвесторов в акции не ограничен, однако для получения права владения более 10% акций компании нерезидентам необходимо разрешение центрального банка [1].

Акции являются одним из важнейших инструментов привлечения капитала азербайджанскими компаниями. По масштабам рынка IPO Азербайджан занимает лидирующие позиции среди стран СНГ (наиболее высокая активность в этой сфере зафиксирована в 2014 г.), однако в большинстве случаев публичные размещения проводят лишь крупные корпорации, лидирующие в своих сегментах рынка, а также государственные компании. По мнению экспертов, среди основных причин, по которым компании средней и малой капитализации не проводят IPO, является недостаточный уровень корпоративного управления и нежелание раскрывать информацию в соответствии с международными стандартами [2].

Основными факторами, способствующими развитию рынка IPO в Азербайджане в среднесрочной перспективе, являются:

- избыточная денежная ликвидность участников финансового рынка, обеспечивающая потенциально высокий спрос на новые инструменты;
- недооцененность акций большинства азербайджанских компаний, что создает

потенциал для роста курсовой стоимости акций после публичного размещения;

- потребность компаний в диверсификации структуры собственности на акционерный капитал в целях защиты от враждебного поглощения.

По нашему мнению, в среднесрочной перспективе потенциал для развития рынка IPO в Азербайджане может быть ограничен низким уровнем ликвидности на вторичном рынке акций. Это связано с тем, что объем рынка первичных размещений существенно превышает вторичный рынок (рис. 2). Исключение составляет 2015 г., когда в условиях финансовой нестабильности, связанной с падением экспортных цен на нефть и девальвацией национальной валюты, многие компании были вынуждены отказаться от проведения IPO.

Таким образом, одним из потенциальных направлений интеграции финансовых рынков Азербайджана и России может стать привлечение азербайджанских эмитентов на Московскую биржу, где значительно выше уровень ликвидности вторичного рынка акций (прежде всего, за счет более широкого круга потенциальных инвесторов и эффективных механизмов продвижения эмитентов) [3].

Рынок государственных ценных бумаг, в 2012 г. являвшийся крупнейшим сегментом фондового рынка Азербайджана, в последнее время теряет свою значимость на фоне быстрорастущего объема рынка корпоративных облигаций (рис. 3). Среди государственных ценных бумаг наиболее ликвидными инструментами являются государственные краткосрочные обязательства (ГКО) и ноты Национального банка Азербайджана (НБА).

В настоящее время Министерство финансов Азербайджана выпускает ГКО (казначейские векселя) – бескупонные облигации сроками обращения 1 мес., 3 мес., 6 мес. и 1 год. Также возможен выпуск казначейских нот – купонных облигаций со сроками обращения 2 и 3 года. По состоянию на 2015 г. совокупная стоимость находящихся в обращении ГКО

составляет лишь 166,3 млн долл. США¹ – один из самых низких показателей по СНГ. Это связано с тем, что в условиях стабильного бюджетного профицита у страны отсутствует потребность в стратегических заимствованиях на финансовых рынках, в связи с чем финансовые власти проводят консервативную долговую политику. Несмотря на неблагоприятную конъюнктуру на мировом энергетическом рынке, сложившуюся в 2014–2015 гг., по нашему мнению, в ближайшие годы Азербайджан имеет возможность выполнять бюджетные обязательства за счет использования средств суверенного фонда (37,3 млрд долл. США)², не прибегая к существенному наращиванию государственного долга.

Ноты НБА представляют собой бескупонные облигации, выпускаемые на срок 28 дней, и размещаются среди азербайджанских коммерческих банков. По своему статусу они приравниваются к государственным ценным бумагам. Основной целью выпуска нот НБА в последние годы является стерилизация избыточной денежной массы, поступающей на внутренний рынок в результате интервенций Центрального банка (данный процесс характерен для большинства стран с регулируемым валютным курсом и стабильно положительным внешнеторговым сальдо за счет экспорта нефти и нефтепродуктов). Ноты НБА являются популярным инструментом денежного рынка: в 2014 г. объем операций РЕПО с указанными ценными бумагами достиг 4,3 млрд долл. США³.

В Азербайджане действуют две специализированные биржи – Бакинская фондовая биржа (BFB) и Бакинская межбанковская валютная биржа (BBVB).

Бакинская фондовая биржа (BFB), основанная в 2000 г., – крупнейшая в стране по объему совершаемых сделок (по итогам 2015 г. совокупный оборот торгов составил 8,2 млрд долл. США). На бирже имеется три котировальных списка: 1-го уровня, 2-го

¹ Министерство финансов Азербайджана. URL: <http://www.maliyye.gov.az/>

² Welcome to SWFI. URL: <http://www.swfinstitute.org/>

³ В 2015 г. ноты НБА не выпускались.

уровня и альтернативный рынок инвестиций. Здесь же организованы первичный и вторичный рынки государственных ценных бумаг, в том числе рынок РЕПО⁴.

Бакинская межбанковская валютная биржа (BBVB) была учреждена в 1993 г. Ее деятельность сконцентрирована в кредитной и валютной секциях, членами которых являются 42 из 43 действующих в Азербайджане банков. Наиболее популярным инструментом считается иностранная валюта: доллар США с расчетами T+0, T+1, T+2 и евро с расчетами T+0, T+1. По итогам 2012 г. совокупный объем торгов по ним составил 970 млн долл. США. На бирже действует организованный межбанковский кредитный рынок, объем операций на котором в 2012 г. достиг 49 млн долл. США⁵.

Несмотря на закрепившуюся на мировом финансовом рынке тенденцию к интеграции бирж, возможность объединения BFB и BBVB в настоящее время не рассматривается. По нашему мнению, это связано с тем, что биржи действуют в различных сегментах финансового рынка и не конкурируют между собой, в связи с чем потенциальный синергетический эффект от их слияния представляется несущественным.

Совершать операции на биржах в Азербайджане могут только профессиональные участники, являющиеся членами биржи (секции), – брокеры, дилеры и управляющие. Указанные виды деятельности могут совмещаться. Коммерческие банки получили право выступать в качестве профессиональных участников рынка ценных бумаг с 2010 г. [4]. Все ценные бумаги, обращающиеся на организованном рынке, выпускаются исключительно в бездокументарной форме. Депозитарное обслуживание, в том числе расчеты по ценным бумагам, проводят НДЦ Азербайджана и депозитарий BFB. В настоящее время в НДЦ открыто более 100 000 счетов депо физических и юридических лиц. Кроме того, НДЦ выполняет функции реестродержателя

более 1 300 акционерных обществ, что составляет 87% эмитентов акций⁶.

По итогам приведенного обзора следует отметить, что несмотря на рост ключевых показателей фондового рынка, достигнутый в Азербайджане в последние годы, сам рынок остается достаточно замкнутым (инсайдерским). Главными участниками фондового рынка считаются банки: среди них размещается основная часть акций компаний, проводящих IPO. Вместе с тем объем активов населения, инвестируемый в инструменты фондового рынка, остается незначительным. Продолжающееся развитие рынка и адаптация регулятивных норм в соответствии со стандартами ЕС не привели к формированию в Азербайджане влиятельного класса индивидуальных инвесторов – важного атрибута любого развитого рынка. Поэтому многие азербайджанские компании остаются непрозрачными для широкой публики. Как и 20 лет назад, банковские депозиты – фактически безальтернативный способ размещения сбережений населения.

Несмотря на стремление к интеграции с ЕС и стабильно растущий объем прямых иностранных инвестиций в экономику республики, привлекательность национального фондового рынка для зарубежных игроков считается низкой. К такому выводу можно прийти, изучив интернет-сайты крупнейших азербайджанских компаний, бирж и государственных органов: в большинстве случаев их англоязычные разделы содержат лишь минимальный объем информации и обновляются нерегулярно. Таким образом, основным фактором роста объема и оборотов фондового рынка остаются внутренние институциональные инвесторы, что в ближайшие годы может стать существенным препятствием для его развития. Однако низкая доля иностранного капитала делает Азербайджан устойчивым к внешним шокам, связанным с массовым оттоком иностранных инвестиций.

Республика Армения. Формирование рынка корпоративных ценных бумаг Армении

⁴ Бакинская фондовая биржа. URL: <http://www.bfb.az/>

⁵ Бакинская межбанковская валютная биржа. URL: <http://www.bbvb.az/>

⁶ Association of Eurasian Central Securities Depositories. URL: <http://www.aecsd.com/>

связано с приватизацией, но выпущенные акции остались в распоряжении крупных инвесторов и не поступили на свободный рынок. В итоге в стране сформировалась закрытая и непрозрачная структура собственности. Таким образом, в Армении, в отличие от других стран СНГ, приватизация не стала стимулом развития фондового рынка.

Несмотря на результаты, достигнутые в ходе рыночных преобразований за последние 25 лет, современный этап развития финансовой системы республики связан с целым рядом негативных факторов.

Во-первых, около 95% активов национальной финансовой системы приходится на банки, при этом концентрация банковского сектора высока: по состоянию на 2011 г. доля пяти крупнейших банков в общем объеме банковских активов составляла 50%, в общем объеме банковского капитала – 45% (в последние годы наблюдается некоторое снижение данных показателей).

Во-вторых, в экономике Армении по-прежнему высок уровень долларизации. Хотя сохраняется относительно стабильный курс национальной валюты по отношению к доллару США, по состоянию на конец 2014 г. доля валютных депозитов составила 65%⁷.

В-третьих, уровень процентных ставок остается высоким: в 2014 г. средняя ставка по кратко- и среднесрочным займам домохозяйств в национальной валюте достигла 16,4% годовых, а спред между процентными ставками по кредитам и депозитам – 6%⁸. Таким образом, кредитные ресурсы практически недоступны для малых и средних компаний, а высокий кредитный спред свидетельствует о рискованности банковских активов.

В настоящее время фондовый рынок Армении в целом остается слаборазвитым, низколиквидным и изолированным от реального сектора. Рыночная капитализация

составляет лишь 132,1 млн долл. США, а отношение рыночной капитализации к ВВП – всего 1,3%. Это минимальные значения среди стран, по которым Всемирный банк рассчитывает данный показатель (рис. 4).

Объем средств, привлекаемых компаниями на фондовом рынке, ничтожно мал по сравнению с банковскими кредитами. В Армении существует ограниченный набор видов акций и облигаций, в целом типичный для формирующихся рынков. Их подробное рассмотрение не представляет особого интереса ввиду крайне низкой значимости и недостаточного уровня развития рынка корпоративных ценных бумаг.

Коммерческие банки занимают доминирующее положение на фондовом рынке страны, выступая в качестве крупнейших институциональных инвесторов и основных эмитентов корпоративных облигаций. Национальное законодательство не содержит ограничений на совершение банками инвестиционных и посреднических операций на фондовом рынке, однако банки проводят недостаточно активную инвестиционную политику. Так, в 2011 г. объем вложений банков в государственные облигации был равен 427,2 млн долл. США, что составляло менее 10% общей задолженности по государственным ценным бумагам. При этом более 80% этого объема приходилось на банки с иностранным капиталом, в том числе российским [5]. Логично предположить, что государственные ценные бумаги не представляют особого интереса для коммерческих банков из-за низкой доходности, поэтому их используют исключительно для размещения краткосрочных активов, в том числе для выполнения требований регулятора по нормативам ликвидности и адекватности капитала. Однако вложения банков в корпоративные ценные бумаги были еще ниже – лишь 15,5 млн долл. США, или 0,4% совокупных активов банковской системы.

Одна из наиболее актуальных проблем в финансовой системе Армении – дефицит «длинных денег». Ипотечные кредиты предоставляются на срок до 15 лет под

⁷ The Bank of Armenia Statistical Bulletin, 2014. URL: <http://www.cba.am/>

⁸ The World Bank. URL: <http://www.worldbank.org/>

высокие процентные ставки и не пользуются высоким спросом со стороны населения. Это в свою очередь не позволяет банкам эффективно осуществлять секьюритизацию задолженности по ипотеке и фактически блокирует развитие рынка ипотечных ценных бумаг [6]. Кроме того, в Армении отсутствуют институт страхования жизни, инвестиционные фонды и негосударственные пенсионные фонды, а страховой рынок слишком мал, чтобы аккумулировать долгосрочные пассивы в достаточном объеме. Это обусловлено, с одной стороны, дефицитом финансовых ресурсов у населения, а с другой – крайне низкой степенью доверия к фондовому рынку и финансовой грамотности населения. Таким образом, в среднесрочной перспективе отсутствуют реальные предпосылки для создания какой-либо альтернативы банкам как институциональным инвесторам.

После того как в 2008 г. Армянская биржа и Центральный депозитарий Армении стали частью шведской биржевой группы OMX, а затем – американской NASDAQ, в стране действует одна биржа – NASDAQ OMX Armenia [7]. В настоящее время к торгам допущено 12 выпусков акций 11 эмитентов, из них активно обращается 8 выпусков. При этом доля наиболее ликвидного эмитента (ОАО «Аракс», крупнейший в стране производитель абразивных материалов) в объеме торгов акциями составляет около 80%. В секторе корпоративных долговых ценных бумаг к торгам на NASDAQ OMX Armenia допущено 5 выпусков облигаций 4 эмитентов, из них активно обращается 2 выпуска. Наибольший объем выпусков корпоративных облигаций в обращении и пик торговой активности приходились на 2009 г. (12 выпусков, около 3 млн сделок) [5]. Тем не менее доминирующее положение на бирже занимает валютный рынок: в 2015 г. объем сделок с иностранной валютой составил 302,9 млн долл. США, что более чем в 70 раз превышает объем торгов акциями и более чем в 30 раз – корпоративными облигациями⁹.

Сделки на бирже заключаются через посредников – специализированных лиц (профессиональных участников рынка ценных бумаг). По состоянию на 2013 г. в Армении действовало 32 специализированных лица, осуществляющих брокерскую и дилерскую деятельность, из них 22 – коммерческие банки. В 2006 г. в целях дополнительной стабилизации финансового рынка был введен институт уполномоченного дилера (маркет-мейкера) [8]. В настоящее время такой статус имеют 9 специализированных лиц¹⁰.

Регулирование фондового рынка Армении исторически формировалось по либеральному образцу, основанному на американской модели, однако затем перешло в более жесткую форму с акцентом на континентальную модель. Функции мегарегулятора финансового рынка с 2006 г. выполняет Центральный банк Армении.

В целом же для вторичного рынка характерно доминирование внебиржевых операций по сравнению с биржевыми: в 2015 г. доля биржевых операций с акциями составила 27%, с корпоративными облигациями – 0,1%¹¹. По нашему мнению, профессиональные участники рынка ценных бумаг предпочитают совершать операции на внебиржевом рынке прежде всего из-за своей малочисленности (иными словами, поскольку количество активных участников невелико, они хорошо знают друг друга и могут заключать сделки напрямую между собой, не привлекая биржу в качестве посредника).

Проведенный анализ показывает, что в настоящее время уровень развития институтов финансового рынка Армении (как и других секторов финансовой системы) остается крайне низким. Рынок ценных бумаг страны не выполняет функций мобилизации капитала, перераспределения финансовых ресурсов и рыночной оценки активов. Сейчас это незначительный по объему рынок с высоким уровнем систематического риска, олигополистической структурой и высокой

⁹ Central Depository of Armenia. URL: <http://www.nasdaqomx.am/> (данные за январь–ноябрь 2015 г.).

¹⁰ The Bank of Armenia Statistical Bulletin, 2014. URL: <http://www.cba.am/>

¹¹ Central Depository of Armenia. URL: <http://www.nasdaqomx.am/> (данные за январь–ноябрь 2015 г.).

концентрацией объемов торговли ценными бумагами. Таким образом, несмотря на кажущуюся интернационализацию, связанную с присутствием на рынке биржи, входящей в глобальную группу NASDAQ OMX (единственный подобный случай в СНГ), фондовый рынок Армении в его нынешнем виде существует скорее по форме, чем по содержанию, и не занимает значимого положения в структуре национальной экономики.

Хотя очевидны объективные проблемы, препятствующие формированию в Армении ликвидного рынка корпоративных ценных бумаг, по нашему мнению, данный рынок может иметь существенный потенциал для развития при условии роста активности институциональных инвесторов, прежде всего с участием армянской диаспоры.

Важнейшей особенностью республики является то, что основная часть этнических армян постоянно проживает за пределами своего национального государства: по различным оценкам, в настоящее время количество армян в мире составляет 12–14 млн чел., а население Армении – около 3 млн чел. В таких условиях велико влияние армянской диаспоры на национальную финансовую систему, а платежный баланс страны во многом зависит от объема трансфертов, поступающих из-за рубежа. В условиях несбалансированной структуры национальной экономики, низкой экономической активности на внутреннем рынке и неблагоприятного инвестиционного климата основным двигателем экономического роста Армении могут стать частные трансферты из диаспоры. Так, в 2014 г. чистый приток частных трансфертов составил 713 млн долл. США, или 11,4% ВВП. Полученные средства в основном направляются на текущие потребительские расходы и частное строительство. Однако перспективным направлением развития фондового рынка может стать создание комплексной государственной программы по привлечению средств диаспоры на национальный финансовый рынок. Главные стимулы для потенциальных инвесторов –

налоговые льготы и государственные гарантии. Учитывая, что более 80% частных трансфертов поступает из России, такая программа может стать одним из перспективных направлений интеграции финансовых рынков России и Армении.

Республика Беларусь. Это одна из немногих стран СНГ, где до недавнего времени доля государственного сектора в ВВП превышала 85%. Современный этап развития финансового рынка республики связан с приватизацией, стартовавшей в 2008 г., когда национальная экономика еще не была подвержена влиянию мирового финансового кризиса.

На первом этапе (2008 г.) была отменена «золотая акция» – специальное право государства на участие в управлении и преимущественное приобретение акций (долей) 23 компаний, созданных в ходе «первой волны» приватизации в середине 1990-х гг. Также было отменено ограничение на отчуждение акций обществ, в уставных фондах которых доля государства отсутствовала либо составляла более 75%, а на втором этапе (2009 г.) – более 50%. В общей сложности данный режим распространялся более чем на 1 100 предприятий. При этом на первом и втором этапах отмена ограничений не распространялась на акции 162 компаний стратегически значимых отраслей. На третьем этапе (2011 г.) все ограничения были отменены. Одновременно была снижена ставка налога на операции с ценными бумагами с 40 до 24% [9, 10].

Кроме того, неконтрольные (до 25%) пакеты акций 144 предприятий были реализованы в форме аукциона. Эти активы привлекли инвесторов из ЕС, США и стран Ближнего Востока, однако наибольший удельный вес иностранных инвестиций в экономику Беларуси в ходе приватизации по-прежнему приходился на Россию (33,2%). По нашему мнению, эта доля была еще выше за счет того, что часть компаний с российским капиталом, активно приобретавших акции белорусских предприятий, зарегистрирована в офшорных

юрисдикциях – на Британских Виргинских островах и Кипре.

В результате принятых мер уже в 2009 г. активность инвесторов существенно повысилась, а количество регистрируемых сделок выросло более чем в 4 раза. Приватизация не только позволила сократить долю государства в экономике, но и стала мощным стимулом для развития национального фондового рынка – прежде всего за счет привлечения иностранного капитала. Однако следует отметить, что фондовый рынок Республики Беларусь по-прежнему значительно уступает российскому по объему торгов и количеству инструментов.

Из долевыми ценными бумагами в республике выпускаются преимущественно обыкновенные акции, а случаи выпуска привилегированных акций встречаются редко. На наш взгляд, это связано с тем, что акциями владеют преимущественно стратегические и портфельные инвесторы, заинтересованные в контроле за деятельностью предприятий и росте курсовой стоимости акций, а не в получении дивидендных выплат.

Важным событием на рынке акций стало проведение первого IPO в 2012 г.: первой компанией, разместившей акции на бирже по открытой подписке, стало ОАО «Минский завод игристых вин». За период первичного размещения на бирже было реализовано акций на общую сумму 3,4 млн долл., что составило 68,6% объема эмиссии¹². Несмотря на неполное размещение, первый опыт IPO был оценен рынком положительно. В планах эмитента – размещение дополнительного выпуска акций на бирже, но говорить о реальном развитии данного сегмента еще преждевременно.

Наибольшую роль на современном рынке ценных бумаг Республики Беларусь играют долговые инструменты:

- государственные ценные бумаги;

- облигации Национального банка Республики Беларусь (НБРБ);

- корпоративные облигации;

- облигации местных займов.

Государственные ценные бумаги являются наиболее востребованным инструментом белорусского фондового рынка. Министерство финансов Республики Беларусь выпускает следующие виды ценных бумаг, номинированные в национальной валюте:

- государственные краткосрочные облигации (срок обращения – до 1 года);

- государственные долгосрочные облигации (срок обращения – более 1 года).

Облигации могут быть как купонными, так и дисконтными. Эмитент имеет право досрочно погасить весь объем выпуска облигаций или его часть, а также обменять облигации одного выпуска на облигации другого выпуска по согласованию с владельцем. Доходы юридического лица, полученные при погашении государственных ценных бумаг или их реализации по цене не выше рыночной стоимости, не включаются в налоговую базу по налогу на прибыль. Доходы физических лиц по операциям с государственными ценными бумагами также не облагаются налогом. По состоянию на 01.01.2016 общая номинальная стоимость государственных ценных бумаг внутренних займов в обращении составляет 4,9 млрд долл. США. Часть внешнего долга – 12,4 млрд долл. США – существует в форме еврооблигаций¹³.

Среди корпоративных облигаций наибольшей популярностью пользуются биржевые облигации – краткосрочные необеспеченные облигации, номинированные в белорусских рублях, размещение и обращение которых осуществляются на Белорусской валютно-фондовой бирже. Упрощенный порядок эмиссии позволяет эмитентам оперативно и без существенных затрат привлекать финансовые ресурсы на рыночных условиях.

¹² Государственный комитет по имуществу Республики Беларусь. URL: <http://www.gki.gov.by/>

¹³ Министерство финансов Республики Беларусь. URL: <http://www.minfin.gov.by>

В Белоруссии также действуют специальные условия для эмиссии банковских облигаций. Коммерческие банки, имеющие право на привлечение депозитов населения, могут размещать среди физических лиц облигации без обеспечения при условии, что предельный объем выпуска не превышает 80% нормативного капитала банка.

Белорусская валютно-фондовая биржа (БВФБ) – крупнейшая национальная торговая площадка, созданная в 1993 г. Совокупный объем торгов на БВФБ по итогам 2014 г. составил 36,5 млрд долл. США. Структура торговой активности по секциям и инструментам представлена на *рис. 5*.

Анализ данных *рис. 5* показывает, что почти весь объем биржевого рынка ценных бумаг (более 99%) приходится на долговые инструменты – государственные и корпоративные облигации, а объемы торгов акциями и производными финансовыми инструментами крайне малы. Несмотря на то что к торгам на БВФБ допущены акции более 1 800 компаний, реально в листинге находится около 80 акций, а объем торгов остается незначительным. С этим связано отсутствие индексов акций на БВФБ, хотя нормативная база для их расчета существует.

Наиболее ликвидной секцией БВФБ является валютный спот-рынок, где основными инструментами являются доллар (Т+0), евро (Т+1) и российский рубль (Т+1). По нашему мнению, данный рынок обладает наибольшим потенциалом для интеграции с российским, и в данном направлении сделан целый ряд важных шагов. В 2006–2009 гг. была сформирована нормативно-правовая база интегрированного валютного рынка стран ЕАЭС¹⁴, а в 2013 г. несколько белорусских банков получили доступ на валютный рынок Московской биржи на основании лицензии национального регулятора [11]. На наш взгляд, данное направление является достаточно перспективным в условиях экономической интеграции в рамках ЕАЭС, предусматривающей поэтапный отказ от использования доллара США при взаимных расчетах.

¹⁴ В программе также участвуют Казахстан, Киргизия и Таджикистан.

Важно, что БВФБ не только располагает информацией обо всех биржевых операциях, но также фактически выполняет функции торгового репозитория в отношении внебиржевых сделок, поскольку их регистрация осуществляется через информационные системы биржи. Таким образом, регулирующие органы получают достоверную и полную информацию обо всех сделках на финансовом рынке Республики Беларусь [12]. Это позволяет достоверно оценивать уровень системного риска, что приобретает важное значение в свете решений, принятых G20 и Советом по финансовой стабильности (FSB) в последние годы [13].

В Белоруссии функционирует двухуровневая депозитарная система, состоящая из Центрального депозитария ценных бумаг и депозитариев, установивших с ним корреспондентские отношения. Центральный депозитарий, созданный на базе РУП «Республиканский центральный депозитарий ценных бумаг», действует с 2008 г. [14].

Регулятором фондового рынка является Министерство финансов Республики Беларусь в лице департамента по ценным бумагам. Регулирование рынков государственных ценных бумаг и облигаций Центрального банка осуществляют эмитенты указанных ценных бумаг – Министерство финансов и НБРБ соответственно. Помимо государственных органов, часть регулятивных функций на фондовом рынке возложена на БВФБ и саморегулируемую организацию «Ассоциация участников рынка ценных бумаг». Они устанавливают правила для своих членов и контролируют их соблюдение, а также принимают участие в разработке нормативных актов в области фондового рынка.

Итак, можно отметить, что на протяжении последних лет на белорусском фондовом рынке наблюдаются положительные тенденции, обусловленные приватизацией и снятием ограничений для инвесторов. Это позволило обеспечить стабильные темпы роста даже в период неблагоприятной конъюнктуры, связанной с последствиями

мирового кризиса 2008–2009 гг. Тем не менее по своим объемам фондовый рынок Республики Беларусь все еще мал и не играет существенной роли в привлечении капитала в национальную экономику. Кроме того, крайне низкий уровень развития биржевого рынка акций и рынка производных финансовых инструментов (даже в сравнении с другими странами СНГ) не позволяет говорить о сбалансированном развитии финансового рынка в республике.

Подведем краткие итоги исследования. Установлено, что главными проблемами развития современных финансовых рынков Азербайджана, Армении и Белоруссии являются абсолютное доминирование банковского сектора, низкая ликвидность вторичного рынка акций, а также недостаточный инвестиционный потенциал населения. В то же время выявлено несколько наиболее перспективных направлений интеграции российского финансового рынка с финансовыми рынками рассмотренных стран:

- предоставление национальным эмитентам услуг по расширению круга потенциальных инвесторов за счет листинга и продвижения их ценных бумаг на Московской бирже (Азербайджан);
- разработка комплексной программы по привлечению средств диаспоры на национальный финансовый рынок, основанной на налоговых преференциях и государственных гарантиях (Армения);
- дальнейшее развитие единого интегрированного валютного рынка в рамках ЕАЭС за счет расширения круга национальных банков, допущенных к торгам на Московской бирже (Белоруссия).

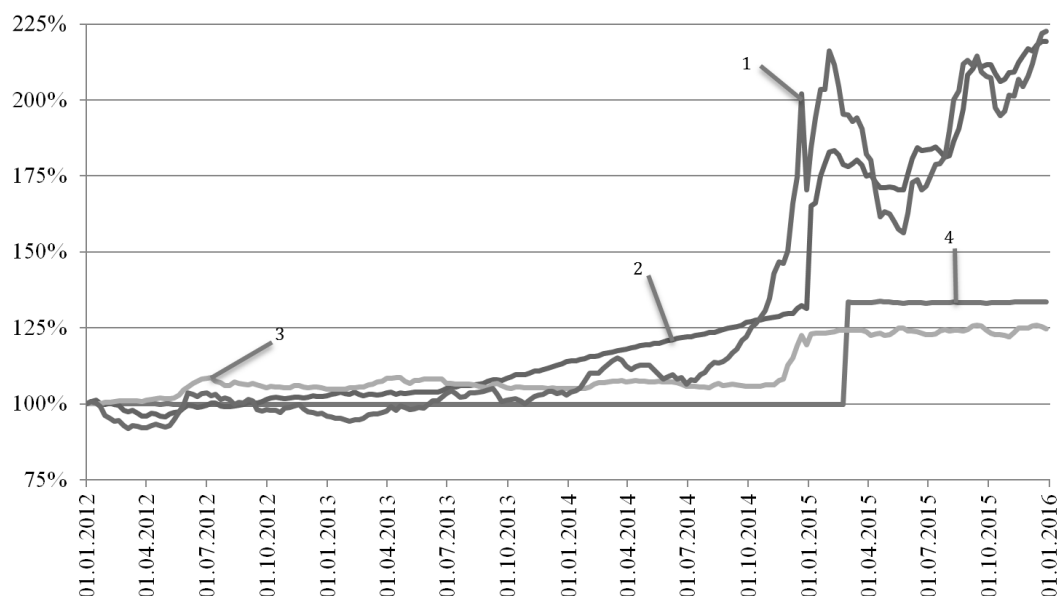
Рассмотренные направления предполагают активное участие Московской биржи в интеграционных проектах (в том числе в рамках создания Международного финансового центра в Москве), однако в настоящее время потенциал национальной торговой площадки в этих целях используется слабо. В условиях усиления глобальной конкуренции в финансовой сфере существует опасность переориентации потенциальных партнеров России из стран СНГ на другие рынки – прежде всего, на новый финансовый центр в Варшаве, активно развивающийся в последние годы [15].

Реализация предлагаемых мер имеет и объективные границы. В первую очередь следует согласиться, что для создания общего регулируемого рынка необходима интеграция расчетно-клиринговых и депозитарных систем [16, 17], а также гармонизация национального законодательства в области финансовых рынков [18, 19]. Однако следует признать, что в среднесрочной перспективе на постсоветском пространстве отсутствуют предпосылки для формирования полноценного экономического и валютного союза [20]. Следовательно, несмотря на несопоставимую финансовую глубину, рассмотренные страны могут быть готовы к интеграции с Россией лишь на уровне, не приводящем к утрате национального суверенитета в области финансовых рынков (в том числе с учетом международных санкций в отношении России – как действующих, так и потенциальных).

Таким образом, одним из условий успешной реализации проектов в области интеграции финансовых рынков в рамках СНГ является нормализация политических отношений нашей страны с международным сообществом.

Рисунок 1

Относительная динамика курса доллара США к азербайджанскому манату, белорусскому рублю, армянскому драму и российскому рублю в 2012–2015 гг.



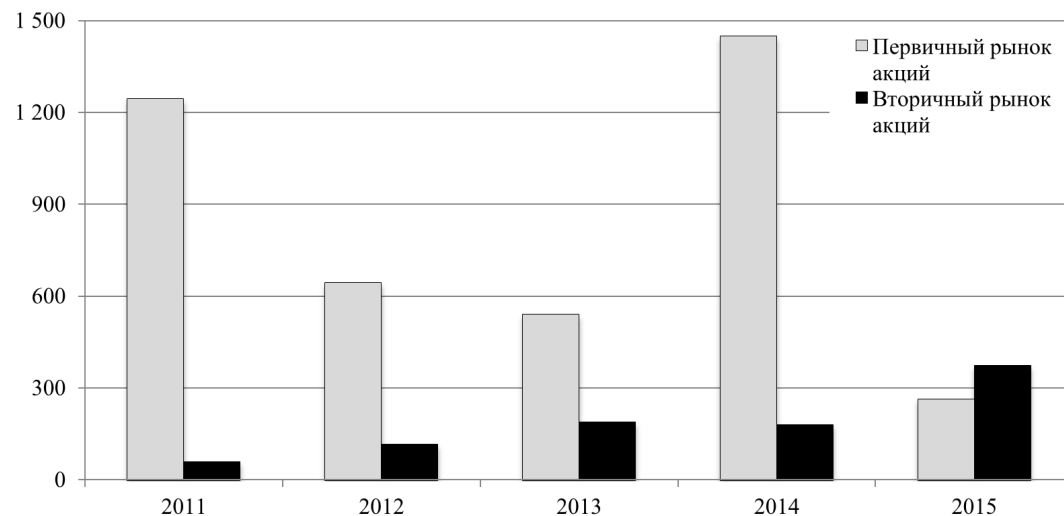
Примечание. 1 – доллар США к российскому рублю; 2 – доллар США к белорусскому рублю; 3 – доллар США к драму; 4 – доллар США к манату.

Источник: рассчитано на основе данных информационно-аналитической системы Bloomberg

Source: text here

Рисунок 2

Объемы первичного и вторичного рынков акций в Азербайджане в 2011–2015 гг., млн долл. США

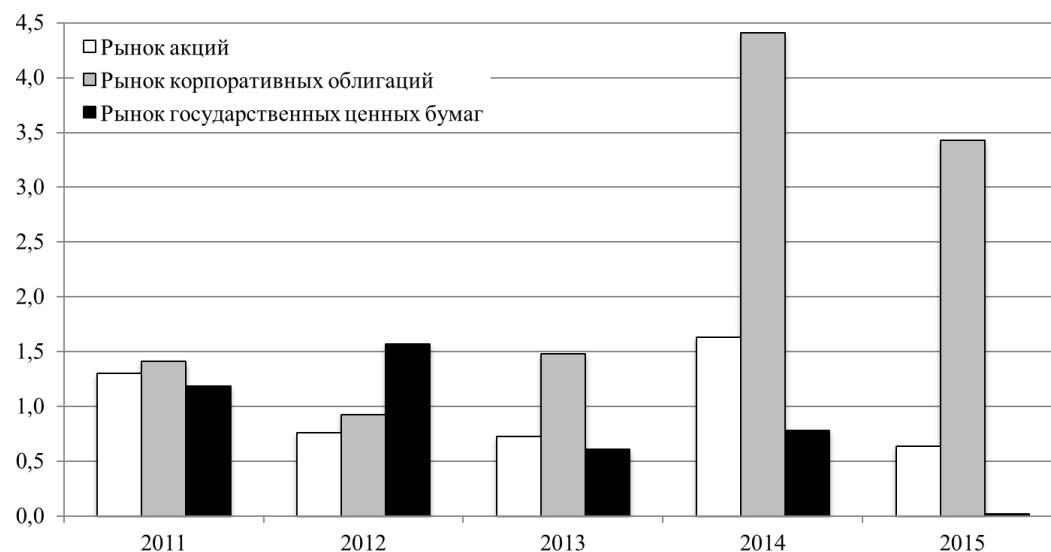


Источник: Государственный комитет по ценным бумагам Азербайджана (пересчет в доллары США произведен автором по среднегодовому официальному курсу НБА)

Source: text here

Рисунок 3

Объемы рынков акций, корпоративных облигаций и государственных ценных бумаг Азербайджана в 2011–2015 гг., млрд долл. США

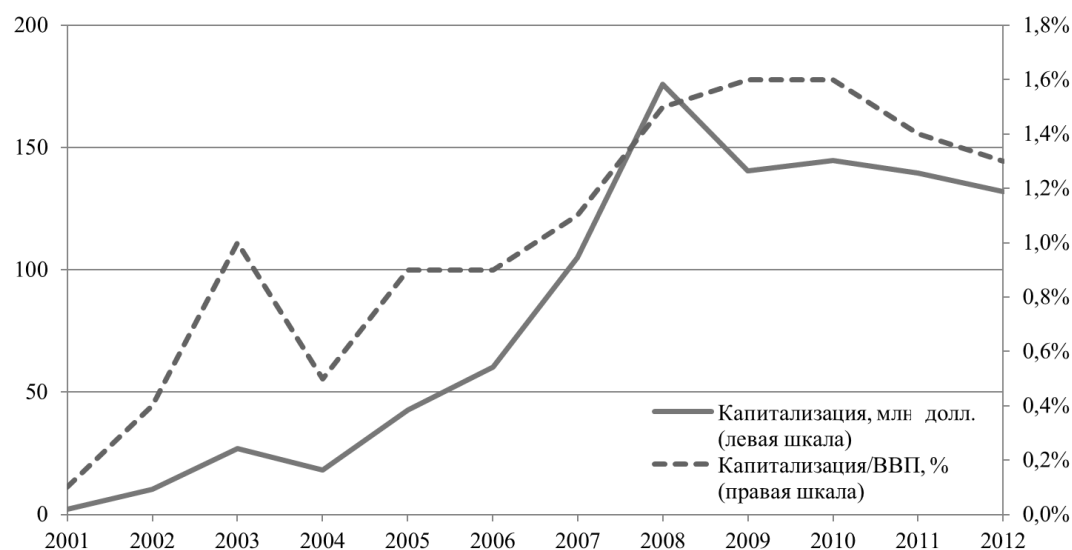


Источник: Государственный комитет по ценным бумагам Азербайджана (пересчет в доллары США произведен автором по среднегодовому официальному курсу НБА)

Source: text here

Рисунок 4

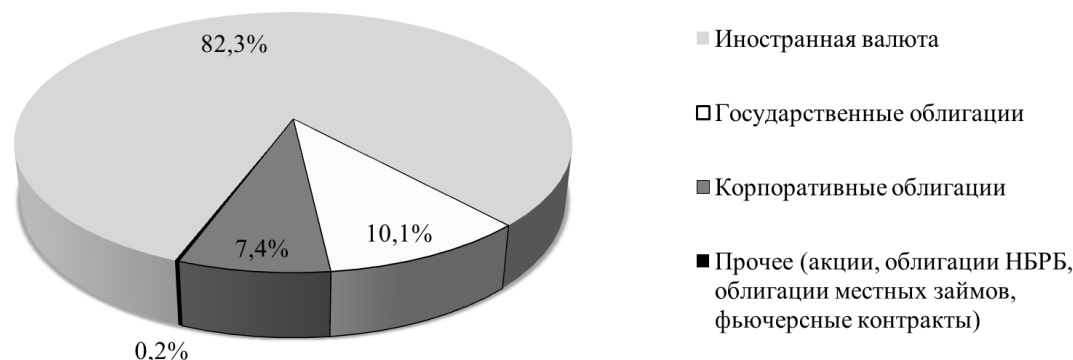
Рыночная капитализация и отношение капитализации к ВВП Армении в 2001–2012 гг.



Источник: авторская разработка по данным: URL: <http://www.worldbank.org/> (более поздние данные отсутствуют)

Source: text here

Рисунок 5
Структура объема торгов на БВФБ в 2014 г.



Источник: Информационный обзор бирж – членов МАБ СНГ. М.: Международная ассоциация бирж стран СНГ, 2015. С. 11.

Source: text here

Список литературы

1. Мусаев Э.М. Современное состояние рынка ценных бумаг в Азербайджанской Республике и направления его развития // Российское предпринимательство. 2012. № 10. С. 158–162.
2. Садыгов Р.О. Основные тенденции развития рынка ценных бумаг Азербайджана // Проблемы современной экономики. 2011. № 4. С. 331–335.
3. Азизов Б. Фондовый рынок Азербайджана и деятельность НДЦ в 2008 году // Депозитариум. 2008. № 10. С. 16–17.
4. Меньшикова А.С. Эффективность привлечения иностранных участников на национальный рынок ценных бумаг // Международная экономика. 2012. № 7. С. 41–48.
5. Багдасарян А.М. Анализ основных показателей регулируемого рынка ценных бумаг в Республике Армения // Вопросы управления. 2013. № 4. С. 89–94.
6. Хачеян А.А. Развитие рынка ипотечных ценных бумаг в Армении // Актуальные проблемы гуманитарных и естественных наук. 2010. № 10. С. 139–145.
7. Степанян В. Центральный депозитарий Армении: новости о деятельности и перспективы развития // Депозитариум. 2008. № 10. С. 18.
8. Хачеян А.А. Фондовый рынок Республики Армения: формирование института уполномоченных дилеров // Известия Российского государственного педагогического университета им. А.И. Герцена. 2010. № 123. С. 62–67.
9. Тимошенко В.А. Развитие рынка ценных бумаг и депозитарной деятельности в Беларуси // Депозитариум. 2012. № 11. С. 23–25.
10. Ильин О.И. Фондовый рынок Республики Беларусь в ожидании инвесторов // Рынок ценных бумаг. 2009. № 9/10. С. 32–36.
11. Марич И.Л. Биржевые проекты интеграции валютных рынков евразийского пространства и развития операций в национальных валютах // Деньги и кредит. 2014. № 11. С. 29–34.
12. Тинников С.Ю. Информационные услуги и информационное взаимодействие с участниками рынка ценных бумаг // Депозитариум. 2010. № 10. С. 12–13.

13. *Малышев П.Ю.* Создание репозитария как способ обеспечения финансовой стабильности // Деньги и кредит. 2013. № 1. С. 38–44.
14. *Тимошенко В.А.* Корреспондентские отношения центральных депозитариев и открытие корреспондентских счетов депо // Депозитариум. 2011. № 10. С. 16–18.
15. *Худякова Л.С.* Международные финансовые центры в многополярном мире // Мировая экономика и международные отношения. 2012. № 1. С. 30–39.
16. *Чигринская А.П.* Сближение инфраструктуры фондовых рынков стран СНГ // Финансы. 2011. № 10. С. 75–76.
17. *Чигринская А.П.* Интеграция учетно-расчетных инфраструктур рынков ценных бумаг стран СНГ // Банковские услуги. 2009. № 5. С. 15–20.
18. *Багдасарян А.М.* Перспективы интеграции рынка ценных бумаг в странах СНГ // Вопросы управления. 2014. № 2. С. 132–138.
19. *Фондовые рынки стран СНГ: состояние и перспективы интеграции* / под ред. Б.Б. Рубцова. М.: Русайнс, 2015. 190 с.
20. *Кондратов Д.И.* Финансовая интеграция: мировой опыт и перспективы развития СНГ // Экономический журнал Высшей школы экономики. 2012. № 1. С. 105–142.

Информация о конфликте интересов

Я, автор данной статьи, со всей ответственностью заявляю о частичном и полном отсутствии фактического или потенциального конфликта интересов с какой бы то ни было третьей стороной, который может возникнуть вследствие публикации данной статьи. Настоящее заявление относится к проведению научной работы, сбору и обработке данных, написанию и подготовке статьи, принятию решения о публикации рукописи.

STATE-OF-THE-ART AND PROSPECTS FOR FINANCIAL MARKETS' INTEGRATION OF CERTAIN COUNTRIES OF THE CIS AND RUSSIA

Pavel Yu. MALYSHEV

Financial University under Government of Russian Federation, Moscow, Russian Federation
PYUMalyshev@fa.ru
ORCID: not available

Article history:

Article No. 309/2016
Received 10 March 2019
Accepted 28 March 2019
Available online
13 December 2019

JEL classification: F36, G15,
G21, G23

Keywords: securities, stock
exchange, integration,
financial market

Abstract

Importance The financial and economic crisis in Russia, which is accompanied by massive foreign capital outflow and escalation of international political situation, requires searching for new strategic partners in foreign financial markets, including the CIS States. This necessitates the analysis of the state-of-the-art and specifics of partner countries' national financial market development.

Objectives The research aims at identifying potential areas for the integration of Russian financial markets with those of Azerbaijan, Armenia and Belarus based on the analysis of their current state, problems and development prospects in the medium term.

Methods In the course of the study, I applied methods of analysis and synthesis, statistical grouping, and linear correlation when reviewing the up-to-date statistical data.

Results The main impediments to development of financial markets of Azerbaijan, Armenia and Belarus are absolute domination of the banking sector, extremely low liquidity of the secondary market and insufficient investment potential of the private sector. Meanwhile, there are some prospective areas for integration.

Conclusions and Relevance The integration of financial markets of the countries under consideration with the Russian market can be effective in terms of attracting national issuers to the Moscow Exchange, developing a comprehensive program to attract the funds of the expatriate community to the domestic financial market, and expanding the range of domestic banks participating in the single integrated currency market within the EEU.

© Publishing house FINANCE and CREDIT, 2019

Please cite this article as: Malyshev P.Yu. State-of-the-Art and Prospects for Financial Markets' Integration of Certain Countries of the CIS and Russia. *Regional Economics: Theory and Practice*, 2019, vol. 17, iss. 12, pp. 2297–2313. <https://doi.org/10.24891/re.17.12.2297>

Acknowledgments

The article was adapted from the *Finance and Credit* journal, 2016, vol. 22, iss. 18.
URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/sovremennoe-sostoyanie-i-perspektivnye-napravleniya-integratsii-finansovyh-rynkov-otdelnyh-stran-sng-i-rossii/viewer>

References

1. Musaev E.M. [Modern state of the securities market in Azerbaijan and areas of its development]. *Rossiiskoe predprinimatel'stvo = Russian Journal of Entrepreneurship*, 2012, no. 10, pp. 158–162. (In Russ.)
2. Sadykhov R.O. [Main trends in the Azerbaijan securities market development]. *Problemy sovremennoi ekonomiki = Problems of Modern Economics*, 2011, no. 4, pp. 331–335. (In Russ.)
3. Azizov B. [Azerbaijani stock market and the National Settlement Depository performance in 2008]. *Depozitarium*, 2008, no. 10, pp. 16–17. (In Russ.)

4. Men'shikova A.S. [Efficiency of attracting foreign participants to the domestic securities market]. *Mezhdunarodnaya ekonomika = International Economics*, 2012, no. 7, pp. 41–48. (In Russ.)
5. Bagdasaryan A.M. [Analyzing the key indices of the regulated securities market in Armenia]. *Voprosy upravleniya = Management Issues*, 2013, no. 4, pp. 89–94. (In Russ.)
6. Khacheyan A.A. [Development of the mortgage-backed securities market in Armenia]. *Aktual'nye problemy gumanitarnykh i estestvennykh nauk = Topical Issues of Humanities and Sciences*, 2010, no. 10, pp. 139–145. (In Russ.)
7. Stepanyan V. [The central depository of Armenia: news about its performance and development prospects]. *Depozitarium*, 2008, no. 10, p. 18. (In Russ.)
8. Khacheyan A.A. [The stock market of the Republic of Armenia: formation of the institution of authorized dealers]. *Izvestiya rossiiskogo gosudarstvennogo pedagogicheskogo universiteta im. A.I. Gertsena = Izvestia: Herzen University Journal of Humanities & Science*, 2010, no. 123, pp. 62–67. (In Russ.)
9. Timoshenko V.A. [Developing the securities market and depository activity in Belarus]. *Depozitarium*, 2012, no. 11, pp. 23–25. (In Russ.)
10. Il'in O.I. [The stock market of the Republic of Belarus is waiting for investors]. *Rynok tsennykh bumag = Securities Market*, 2009, no. 9/10, pp. 32–36. (In Russ.)
11. Marich I.L. [Projects initiated by the exchange house for integrating FX markets of the Eurasian space and developing operations in national currencies]. *Den'gi i kredit = Money and Credit*, 2014, no. 11, pp. 29–34. (In Russ.)
12. Tinnikov S.Yu. [Information services and communication with the securities market participants]. *Depozitarium*, 2010, no. 10, pp. 12–13. (In Russ.)
13. Malyshev P.Yu. [Creation of a trading repository as a means of securing the financial stability]. *Den'gi i kredit = Money and Credit*, 2013, no. 1, pp. 38–44. (In Russ.)
14. Timoshenko V.A. [Correspondent relations of central depositories and opening of correspondent custody accounts]. *Depozitarium*, 2011, no. 10, pp. 16–18. (In Russ.)
15. Khudyakova L.S. [International financial centers in the multipolar world]. *Mirovaya ekonomika i mezhdunarodnye otnosheniya = World Economy and International Relations*, 2012, no. 1, pp. 30–39. (In Russ.)
16. Chigrinskaya A.P. [Convergence of the stock market infrastructure in the CIS countries]. *Finansy = Finance*, 2011, no. 10, pp. 75–76. (In Russ.)
17. Chigrinskaya A.P. [Integration of clearing and settlement infrastructure of securities markets in the CIS countries]. *Bankovskie uslugi = Banking Services*, 2009, no. 5, pp. 15–20. (In Russ.)
18. Bagdasaryan A.M. [Prospects for integration of securities market in the CIS countries]. *Voprosy upravleniya = Management Issues*, 2014, no. 2, pp. 132–138. (In Russ.)
19. *Fondovye rynki stran SNG: sostoyanie i perspektivy integratsii* [Stock markets of the CIS countries: condition and prospects for integration]. Moscow, Rusains Publ., 2015, 190 p.
20. Kondratov D.I. [Financial integration: global experience and prospects for CIS development]. *Ekonomicheskii zhurnal Vysshei shkoly ekonomiki = HSE Economic Journal*, 2012, no. 1, pp. 105–142. (In Russ.)

Conflict-of-interest notification

I, the author of this article, bindingly and explicitly declare of the partial and total lack of actual or potential conflict of interest with any other third party whatsoever, which may arise as a result of the publication of this article. This statement relates to the study, data collection and interpretation, writing and preparation of the article, and the decision to submit the manuscript for publication.