

**В. В. Карпов, А. А. Миллер**  
**ИССЛЕДОВАНИЕ ПОТЕНЦИАЛА РАЗВИТИЯ ФИНАНСОВОГО РЫНКА СТРАН ЕВРАЗИЙСКОГО ЭКОНОМИЧЕСКОГО СОЮЗА**

*В статье проанализировано текущее состояние финансового рынка стран ЕАЭС, выявлена неоднородность развития и концентрация финансовых ресурсов. Исследовано влияние различий законодательства в сфере финансового рынка на процесс интеграции финансовых рынков стран-участниц, определены перспективные направления дальнейшего развития межгосударственных отношений: поддержка эмитентов в размещении ценных бумаг на организованном рынке, развитие рынка коллективных инвестиций, расширение объемов выпуска российских депозитарных расписок. Подход авторов основан на доказанной практикой эффективности рынка ценных бумаг как механизма перераспределения финансовых ресурсов внутри экономики одной страны или группы стран. При этом особую роль играют инвестиционные средства, предоставляемые институциональными инвесторами для целей долгосрочного инвестирования. Также рекомендуется расширить степень применения уже известного в мировой практике механизма выпуска депозитарных расписок. Применительно к Евразийскому экономическому союзу наибольшую ценность представляют российские депозитарные расписки (РДР), выпускаемые в соответствии с российским законодательством о ценных бумагах и позволяющие вывести на организованный рынок ценных бумаг (Московскую биржу) ценные бумаги эмитентов из других стран. Определены прогнозные показатели при реализации каждого из предложенных направлений. Уделено внимание методическим и организационным аспектам реализации мероприятий по развитию финансового рынка – как отдельными странами, входящими в ЕАЭС, так и экономическим союзом в целом. Авторами определен инвестиционный потенциал каждого из предлагаемых направлений, обоснована практическая ценность предложенных рекомендаций для целей развития финансового рынка. Рассчитан ожидаемый эффект для экономики (прирост ВВП) в результате достижения соответствующего инвестиционного эффекта.*

**Ключевые слова:** Евразийский экономический союз, финансовый рынок, экономика, инвестиции, рынок ценных бумаг.

Исследование выполнено по государственному заданию Финансового университета при Правительстве Российской Федерации от 28.03.2019 № 2768п-П17.

**В** настоящее время Евразийский экономический союз (ЕАЭС) является динамично развивающимся экономическим содружеством. Процессы внутри ЕАЭС направлены на взаимную интеграцию экономик стран-участниц, снижение транзакционных издержек и рост инвестиционной привлекательности всего экономического союза. Экономическая интеграция требует также гармонизацию финансовых потоков, причем не только по торговым, но и по финансовым операциям. Соответственно, одной из задач в рамках взаимной интеграции экономик стран-участниц ЕАЭС является развитие общего финансового рынка и повышение эффективности его функционирования.

Проведенный авторами анализ состояния финансовых рынков стран ЕАЭС выявил неоднородность их количественных и качественных

характеристик. Определено влияние национальных и общих факторов на характер развития национальных рынков ценных бумаг, установлена взаимосвязь между уровнями развития экономики и финансового рынка.

Анализ количественных и качественных характеристик финансовых рынков стран-участниц ЕАЭС свидетельствует о высокой степени неоднородности развития финансового рынка у разных стран-участниц содружества и концентрации финансовых ресурсов в одном финансовом центре. Наиболее емкий (и, как следствие, развитый) финансовый рынок функционирует в Российской Федерации, наименее развитые – в Армении и Киргизии.

Статистика численности субъектов финансового рынка в 2018 году приведена в Таблице 1.

Таблица 1

Число субъектов финансового рынка (по сегментам) стран-участниц ЕАЭС в 2018 году

Участник ЕАЭС	Кредитные организации	Страховые организации	Организации, имеющие лицензию брокера на рынке ценных бумаг	Институциональные инвесторы (АИФ, ПИФ, НПФ)
Армения	17	7	28	8
Беларусь	24	20	58	2
Казахстан	28	29	41	52
Кыргызстан	25	17	35	4
Россия	484	199	331	1494
Итого по ЕАЭС	578	272	493	1560

Источник: [3].

Наибольший разрыв в развитии финансового рынка наблюдается в сегменте коллективных инвестиций (акционерные и паевые инвестиционные фонды, негосударственные пенсионные фонды). На долю РФ в 2018 году приходилось 95,8% от общего числа институциональных (коллективных) инвесторов. При этом наблюдается значительная концентрация субъектов финансового рынка в Российской Федерации в каждом из сегментов финансового рынка.

Изучение действующих подходов к оценке финансовых рынков показало, что в современной экономической науке интерес к данному вопросу представлен, но ориентирован на статистическую оценку состояния финансовых рынков, без конкретизации предложений по его целенаправленному развитию в рамках какого-либо сообщества.

Сложившаяся ситуация формирует необходимость методики развития финансового рынка с позиций его потенциала обеспечения инвестиционными ресурсами экономики союза. На основании этого целесообразно выделить три уровня развития финансового рынка: соответствующий уровню развития региональной экономики, опережающий уровень развития региональной экономики и отстающий от уровня развития региональной экономики.

Разработанная методика нуждается в апробации, то есть в проверке значимости результатов оценки, полученных в результате использования методики. Для этого необходимо проверить результаты оценки на наличие общей взаимозависимости уровней развития финансового рынка и экономики в целом.

Итоговый результат - оценка уровня развития макрорегионального финансового рынка – выступает основой для формулирования рекомендаций по стимулированию финансового рынка для его эффективного функционирования в интересах экономического развития. Приведение уровня развития финансового рынка в соответствие с уровнем развития экономики участника ЕАЭС способно обеспечить повышение результативности функционирования обеих систем.

При исследовании вопроса интеграции и формирования единого финансового рынка стран ЕАЭС следует учитывать, что на текущий момент наблюдаются различия в законодательном регулировании сегментов финансового рынка. Исходя из данной ситуации, в ближайшей перспективе оптимальным направлением является именно экономическая интеграция финансового рынка, то есть интеграция на основе экономических принципов в рамках уже существующих «правил игры». В то же время, с целью успешной долгосрочной интеграции национальных финансовых рынков стран-участниц ЕАЭС рекомендуется формирование единой стратегии развития

финансового рынка, а также проведение интеграционной политики в сфере законодательства по вопросам банковской и страховой деятельности, а также деятельности на рынке ценных бумаг и коллективных инвестиций.

В части интеграционных мероприятий на банковском рынке следует отметить, что на межгосударственном уровне в качестве аналога Всемирного банка в 2006 г. был учрежден Евразийский банк развития (ЕАБР). В задачи ЕАБР входят финансирование крупных инвестиционных проектов в евразийском регионе в формах долгосрочного кредитования государственных или частных предприятий, участия в уставном капитале организаций, выпуска гарантий, прямого или косвенного финансирования частных инвестиционных фондов, а также займов коммерческим банкам для последующего кредитования предприятий.

На негосударственном уровне в банковской сфере между странами-участницами ЕАЭС фактически существует только один значимый институциональный барьер – это непосредственные лицензионные требования к коммерческому банку в конкретной стране. Законодательство стран-участниц ЕАЭС не предполагает абсолютно беспрепятственный вход на банковский рынок для иностранных коммерческих банков, и поэтому наиболее частым (и эффективным) способом освоения банковского рынка другого государства является учреждение дочернего банка в другой стране с целью полного соответствия лицензионным требованиям. Данные действия успешно применяются, например, российским ПАО «Сбербанк», что позволяет дочерним компаниям банка успешно и эффективно осуществлять свою деятельность на местных национальных рынках.

Таким образом, в части интеграции банковского и страхового рынков стран-участниц ЕАЭС в ближайшей перспективе (то есть без учета мероприятий по приведению к единообразию законодательства в финансовой сфере) основным направлением интеграции является выход компаний стран-участниц ЕАЭС на банковские и страховые рынки других стран-участниц содружества. При этом на государственном уровне основным инструментом поддержки данных интеграционных процессов выступает консультационная и организационная поддержка. Повышению эффективности указанного инструмента будет способствовать учреждение и функционирование Координационного центра по интеграции участников финансового рынка стран ЕАЭС.

Анализ финансово-экономической статистики и законодательства стран-участниц ЕАЭС показал, что наиболее перспективными (с точки зрения ожидаемого эффекта) являются мероприятия по интеграции рынка ценных бумаг стран-участниц ЕАЭС по следующим направлениям:

- поддержка в размещении ценных бумаг, в том числе на публичных торговых площадках (включая фондовые биржи) стран ЕАЭС;
- реализация совместных негосударственных либо часто-государственных проектов странами ЕАЭС за счет финансирования посредством рынка коллективных инвестиций;
- расширение масштабов применения российских депозитарных расписок (РДР) для целей совместных проектов стран ЕАЭС.

Как отмечает Я.М. Миркин, стратегии стран ЕАЭС наименее детальны в части коллективных инвестиций. Уровни развития отрасли различны в странах ЕАЭС, поэтому предлагаемые решения неоднородны [2, с. 149].

В части развития инвестиционных фондов Армения ориентируется на законодательство стран ЕС и США, предусматривает создание инструментов, соответствующих европейской модели UCITS, взаимных фондов.

Другие страны ориентируются на российскую модель коллективных инвестиций, подчеркивают необходимость финансирования венчура за счет отрасли инвестиционных фондов (Беларусь, Казахстан). В Кыргызстане в связи со слабостью финансового рынка вопросы инвестиционных фондов не затрагиваются.

В части законодательных регулирующих требований подчеркивается необходимость унификации требований ко всем категориям институциональных инвесторов (Россия), что также актуально на стадии формирования законодательных требований для новых видов институциональных инвесторов (в том числе в других странах ЕАЭС).

Рынок коллективных инвестиций выступает эффективным механизмом развития экономики на основе коммерческой заинтересованности инвесторов в достижении положительного эффекта и, как следствие, роста рыночной стоимости своих инвестиций. Также данный механизм успешно применяется и в проектах частно-государственного партнерства, поскольку позволяет упростить привлечение средств от каждой из сторон.

При этом следует учитывать, что указанная в таблице 1 сверхконцентрация коллективных инвесторов под юрисдикцией Российской Федерации целесообразно воспринимать, как относительное преимущество финансового рынка России по сравнению с другими государствами – членами ЕАЭС. Таким образом, наиболее перспективным является привлечение ресурсов для реализации как совместных, так и самостоятельных проектов хозяйствующими субъектами государствами-членами ЕАЭС.

Необходимо отметить, что при интеграции финансового рынка государств-членов ЕАЭС неизбежно будет усиливаться концентрация финансовых ресурсов и посредничества непосредственно в московском финансовом центре.

Данное явление является закономерным процессом интеграции, когда четкие границы обособленных финансовых рынков размываются, образуя единое финансовое пространство. Несмотря на сохранение различий в государственном регулировании финансового рынка (и, в частности, рынка ценных бумаг) в разных странах внутри содружества, вполне возможна экономическая интеграция с учетом уже разработанных и закрепленных в законодательстве стран.

В данной связи перспективным инструментом объединения экономических преимуществ межнациональных финансовых потоков и четкой, понятной и вызывающей доверие у инвесторов формы выражения инвестиций являются депозитарные расписки на ценные бумаги. Производная ценная бумага «депозитарная расписка» получила широкое распространение в мире ввиду возможности в упрощенном порядке обходить законодательные ограничения по движению ценных бумаг и денежных средств между странами, при этом сохраняя привлекательность и эффективность финансового инструмента как для эмитента, так и инвесторов.

Российские депозитарные расписки (РДР, RDR) в соответствии с законодательством РФ – это ценные бумаги, обращающиеся на отечественном фондовом рынке и удостоверяющие право собственности на акции или облигации какой-либо иностранной компании.

Другими словами, российские депозитарные расписки являются средством приобретения в России ценных бумаг зарубежных акционерных обществ (или способом инвестирования денежных средств в фондовый рынок другой страны без вывода денег из РФ). При этом владелец российской депозитарной расписки получает весь диапазон прав, предусмотренный иностранной ценной бумагой, лежащей в основе такой расписки, а именно по акциям ему выплачиваются дивиденды пропорционально его доле, а также он имеет право голоса на собрании; по облигациям ему своевременно перечисляются процентные доходы и т.д. [1].

Допустим, некая белорусская компания, которая функционирует уже довольно давно, принимает решение привлечь инвестиции из России. Для этого ей нужно выпустить российские депозитарные расписки на свои акции. В соответствии с установленной процедурой, акции компании, которые будут основой будущих РДР депонируются (т.е. исключаются из оборота в определенном белорусском депозитарии либо банке).

После этого информация об этих акциях переводится в российский банк, выполняющий функции депозитария для акций компании. Затем российский банк эмитирует РДР согласно количеству депонированных ценных бумаг, и с этого момента

любой российский инвестор имеет возможность приобрести ценные бумаги компании либо в российском депозитарном банке, либо на фондовой бирже в ходе публичного размещения и/или обращения (рис. 1).

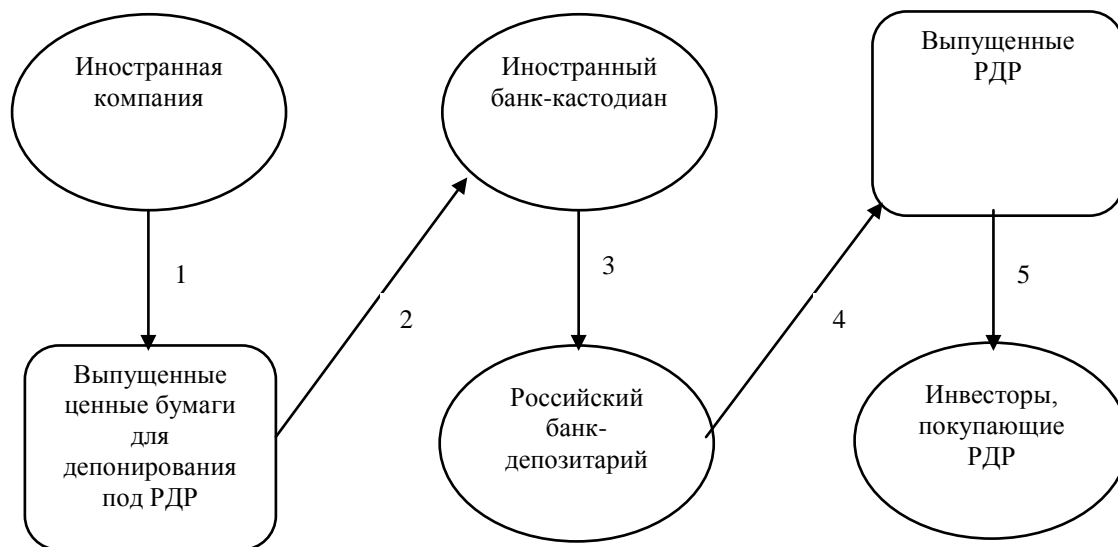


Рис. 1. Схема выпуска российских депозитарных расписок

Упрощенно схема выпуска и размещения РДР состоит из 5 этапов:

1. Иностранная компания выпускает ценные бумаги.
2. Иностранная компания депонирует ценные бумаги в банке-кастодиане (с которым у данной компании предварительно заключен договор).
3. Банк-кастодиан находит российскую компанию (обычно – банк-депозитарий).
4. Российский банк-депозитарий (эмитент РДР) выпускает российские депозитарные расписки под иностранные ценные бумаги.
5. Российские инвесторы имеют возможность приобрести ценную бумагу, которая полностью

регулируется российским законодательством, но фактически предоставляет комплекс имущественных прав на иностранную компанию.

Таким образом, указанный выше алгоритм позволяет сделать доступным для стран ЕАЭС инструмент привлечения инвестиций, облегчающий доступ к наиболее емкому и развитому финансовому рынку в пределах ЕАЭС.

В основе моделирования потенциального эффекта от привлечения инвестиций в ходе предложенных мероприятий заложены параметрический метод и метод экстраполяции. Итоговые прогнозные значения приведены в Таблице 2.

Таблица 2

Прогнозный эффект по привлечению инвестиций в 2020-2025 гг. в страны ЕАЭС, млн. долл. США

Участник ЕАЭС	Фактор «Развитие коллективных инвестиций»	Фактор «Распространение РДР»	Суммарный эффект по привлечению инвестиций
Армения	54,1	67,0	121,1
Беларусь	114,2	122,9	237,1
Казахстан	120,2	172,4	292,6
Кыргызстан	27,1	43,2	70,2
Россия	282,5	287,4	569,9
Итого по ЕАЭС	598,1	692,8	1290,9

Источник: расчеты авторов.

В качестве организационного инструмента, способствующего проведению политики интеграции финансового рынка и достижению прогнозируемых результатов, рекомендуется учреждение координационного центра ЕАЭС по вопросу интеграции финансового рынка.

В рамках реализации поставленной цели на уровне содружества (ЕАЭС) целесообразно развитие следующих направлений развития финансового рынка:

- создание институциональных условий для формирования для коммерческой деятельности предприятий стран ЕАЭС;
- содействие развитию рынка коллективных инвестиций;
- поддержка эмитентов в вопросе привлечения ресурсов на организованном рынке ценных бумаг.

К основным инструментам развития финансового рынка ЕАЭС следует относить венчурные паевые инвестиционные фонды, установление налоговых льгот для эмитентов и региональных инвестиционных фондов и управляющих компаний в части компетенций законодательных органов союза в целом и отдельных стран.

Обеспечение экономической деятельности эмитентов финансовыми ресурсами предполагает комплекс организационных мер национальных правительств с точки зрения создания институциональных условий для накопления необходимого количества финансовых ресурсов, которые в будущем могут быть использованы для финансирования приоритетных секторов экономики. В этом случае региональные фонды высокого риска (венчурные) или региональные фонды прямых инвестиций выступают инструментом развития регионального финансового рынка. Данные субъекты, накапливая финансовые ресурсы инвесторов, впоследствии могут направлять средства на финансирование деятельности как местных эмитентов, так и компаний с межгосударственным участием. Инвестирование через фонд особо рискованных (венчурных) инвестиций или фонд прямых инвестиций предполагает долгосрочный характер инвестирования в объекты инвестирования (в данном случае, это акции акционерных обществ и доли обществ с ограниченной ответственностью, а также векселя). Если паевой инвестиционный фонд соответствующих категорий обеспечивает финансирование деятельности малых и средних предприятий, инвестиционные компании сохраняют льготы в соответствии с законом о развитии малого и среднего предпринимательства. Конкретными действиями предлагаемого координационного центра по созданию институциональных условий для обеспечения эмитентов финансовыми ресурсами являются:

- Определение приоритетных отраслей и направлений финансирования экономики посредством финансового рынка;

- Поиск и переговоры с потенциальными частными инвесторами фонда;
- Выбор управляющей компании для фонда;
- Информационная и организационная поддержка создания фонда;
- Разработка мер налогового и неналогового стимулирования эмитентов – объектов инвестиций, в рамках действующего в стране местонахождения эмитента налогового регулирования.

В рамках программы модернизации экономики целесообразно создание двух фондов: фонда прямых инвестиций (для дополнительного финансирования деятельности крупнейших предприятий региона, если такие предприятия испытывают дефицит собственных финансовых ресурсов) либо фонда венчурных (особо рискованных) инвестиций для предприятий-эмитентов инновационной направленности.

Следующим шагом является поиск ключевых инвесторов созданного фонда (или фондов) и обеспечение заинтересованности потенциальных инвесторов в инвестировании средств в фонд. Национальная принадлежность инвестора не имеет принципиального значения. Ключевым критерием является именно готовность инвестора инвестировать в фонд, финансирующий деятельность локальных эмитентов.

При выборе управляющей компании необходимо учитывать ее опыт управления аналогичными региональными инвестиционными фондами, политику и качество подбора объектов инвестирования управляющей компании. Важнейшим критерием выбора управляющей компании является ее способность эффективно управлять имуществом создаваемого инвестиционного фонда.

Одним из важнейших элементов комплексной реализации цели развития финансового рынка как источника развития экономики является активная информационная и организационная поддержка создания и деятельности фонда со стороны региональных властей и предлагаемого координационного центра. Создание и функционирование соответствующего инвестиционного фонда должно логически сочетаться с приоритетами развития и программами стимулирования отдельных секторов национальных экономик. Информационная прозрачность этих процессов может обеспечить высокий уровень доверия со стороны потенциальных инвесторов. Организационная поддержка эмитентов – потенциальных объектов инвестирования фонда также немаловажна. Региональные органы власти могут оказать консультационную поддержку при подготовке документов для последующего представления возможных объектов инвестирования управляющей компании.

Для обеспечения заинтересованности потенциальных инвестиционных объектов фонда и потенциальных инвесторов в эффективном

функционировании регионального инвестиционного фонда рекомендуется предусмотреть налоговые и неналоговые льготы для надлежащего взаимодействия между субъектами, испытывающими потребность в финансовых ресурсах (эмитенты) и лица, желающие временно инвестировать свободные денежные средства.

С точки зрения налоговых льгот для предприятий-объектов инвестиционных фондов наиболее гибкими налогами для выполнения соответствующих задач являются налог на имущество организаций и налог на прибыль организаций. Поскольку дополнительный объем финансовых ресурсов необходим в первую очередь для модернизации производства, увеличения производственных мощностей и других капитальных вложений, снижение ставки налога на имущество организаций для предприятий-объектов инвестиций фонда является наилучшим способом

стимулирования взаимодействия эмитентов и регионального инвестиционного фонда.

Неналоговые меры стимулирования включают организационную и информационную поддержку эмитентов и инвесторов со стороны региональных органов исполнительной власти, субсидирование процентов по кредитам и т. д.

В совокупности указанные организационные меры поддержки участников финансового рынка способны существенно облегчить последним доступ к преимуществам интеграции финансовых отношений в рамках ЕАЭС.

Согласно кейнсианской теории, приток инвестиций в экономику стимулирует рост валового внутреннего продукта, что впоследствии также способствует дополнительному увеличению инвестиционных ресурсов.

Прогноз прироста ВРП и инвестиций представлен в таблице 3.

Таблица 3

Прогнозные показатели прироста ВВП в результате развития финансового рынка в 2020-2025 гг. в страны ЕАЭС, млн. долл. США

Регион	Суммарный эффект по привлечению инвестиций в процессе развития рынка ценных бумаг (таблица 2)	Ожидаемый прирост ВВП в результате действия эффекта мультипликатора	Дополнительный инвестиционный эффект в результате воздействия эффекта акселератора
Армения	121,1	186,5	100,7
Беларусь	237,1	365,1	197,2
Казахстан	292,6	450,6	243,3
Кыргызстан	70,2	108,1	58,4
Россия	569,9	877,6	473,9
Итого по ЕАЭС	1290,9	1988,0	1073,5

Источник: расчеты авторов.

Использование методики эконометрических расчетов на практике позволило определить, что значение мультипликатора инвестиций в целом по Российской Федерации составляет 1,54, а акселератора инвестиций – 0,54 [4, с. 172].

Таким образом, совокупность реализуемых мероприятий по развитию финансового рынка стран

ЕАЭС способна привести к совокупному приросту в 5-летней перспективе ВВП стран-участниц на 1,99 млрд. долл. США, что, в свою очередь приведет к приросту инвестиций в размере более 1 млрд. долл. США.

### Библиографический список

1. Федеральный закон от 22.04.1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (ред. от 27.12.2019) // Правовая справочно-информационная система «Консультант Плюс».
2. Миркин Я.М. Финансовые рынки Евразии: устройство, динамика, будущее [Текст] / под ред. проф. Я. М. Миркина. – М.: Магистр, 2017. – 384 с.
3. Отчет Евразийской экономической комиссии за 2018 год [Электронный ресурс]. – Режим доступа: [http://www.eurasiancommission.org/ru/act/integr\\_i\\_makroec/dep\\_stat/fin\\_stat/statistical\\_publications/Documents/finstat\\_3/finstat\\_3\\_2018.pdf](http://www.eurasiancommission.org/ru/act/integr_i_makroec/dep_stat/fin_stat/statistical_publications/Documents/finstat_3/finstat_3_2018.pdf), свободный
4. Рашидов О.И., Рашидова И.А., Шатохин М.В. Анализ взаимосвязи инвестиций и ВРП по областям Центрального Черноземья [Текст] // О.И. Рашидов, И.А. Рашидова, М.В. Шатохин // Экономические науки. – 2012. – №62. – С. 169-174.

**Сведения об авторах:**

**Карнов Валерий Васильевич** – профессор кафедры экономики и менеджмента Омского филиала ФГБОУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации», председатель ФГБУН «Омский научный центр СО РАН» (644024, Российская Федерация, г. Омск, пр. Карла Маркса, 15), e-mail: karnov-v51@yandex.ru).

**Миллер Андрей Александрович** – доцент кафедры экономики и финансовой политики ФГБОУ ВО «Омский государственный университет им. Ф.М. Достоевского» (644053, Российская Федерация, г. Омск, площадь Лицкевича, 1), e-mail: andremiller@yandex.ru).

Статья поступила в редакцию 31.01.2020 г.