

На правах рукописи

**НИЯЗБЕКОВА ШАКИЗАДА УТЕУЛИЕВНА**

**РАЗВИТИЕ ФОНДОВОГО РЫНКА В УСЛОВИЯХ  
ФОРМИРОВАНИЯ ЕДИНОГО ЭКОНОМИЧЕСКОГО  
ПРОСТРАНСТВА**

Специальность 08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит

**АВТОРЕФЕРАТ**  
диссертации на соискание ученой степени  
кандидата экономических наук

Москва – 2014

Диссертация выполнена на кафедре "Финансы и кредит" экономического факультета Федерального государственного бюджетного образовательного учреждения высшего профессионального образования «Российский университет дружбы народов» (РУДН)

**Научный руководитель:** доктор экономических наук, профессор  
**Блохина Татьяна Константиновна**

**Официальные оппоненты:** доктор экономических наук, профессор  
**Балалова Елена Ивановна**, заведующая кафедрой «Финансы и статистика» Автономной некоммерческой организации высшего профессионального образования Центросоюза РФ «Российский университет кооперации»

кандидат экономических наук, доцент  
**Столяров Андрей Иванович**, доцент кафедры «Фондовый рынок и рынок инвестиций» НИУ Высшей Школы Экономики, заместитель руководителя Фондового центра

**Ведущая организация:** **Федеральное государственное бюджетное учреждение высшего профессионального образования «Государственный университет - учебно-производственный комплекс»**

Защита состоится «01 » июля 2014 г. в \_\_\_\_ часов на заседании диссертационного совета Д 212.203.30 при РУДН по адресу: Миклухо-Маклая, д. 6, г. Москва, Россия, 117198.

С диссертацией можно ознакомиться в Научной библиотеке РУДН по адресу: ул. Миклухо-Маклая, д.6, г.Москва, Россия, 117198.

Автореферат диссертации размещен на сайте РУДН: [http:// dissovet.rudn.ru](http://dissovet.rudn.ru) и отправлен для размещения на сайте ВАК Министерства образования и науки РФ по адресу: <http://vak2.ed.gov.ru> «30» апреля 2014 г.

Автореферат разослан « \_\_\_\_ » \_\_\_\_\_ 2014 г.

Ученый секретарь диссертационного совета  
доктор экономических наук, профессор

Голодова Ж.Г.

## I. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

**Актуальность диссертационного исследования.** Создание международного партнерства в условиях Единого экономического пространства (ЕЭП) на основе договора о взаимовыгодном сотрудничестве Республики Беларусь, Республики Казахстан и Российской Федерации, направлено на формирование однотипных механизмов регулирования экономики, суть которых состоит в сочетании рыночных принципов и применении гармонизированных правовых норм, создании единой инфраструктуры и согласованной политики, обеспечивающей свободное движение товаров, услуг, капитала и рабочей силы.

Основные принципы функционирования ЕЭП базируются на унификации законодательства стран-участниц, в том числе и в сфере фондовых рынков. Однако при этом недостаточно учитывается уровень развития финансовых систем объединяемых соглашением стран, что порождает определенный ряд противоречий в процессе создания единого фондового рынка. Несмотря на то, что фондовые рынки Беларуси, Казахстана и России достаточно близко подошли к универсализации своих финансовых систем, вместе с тем имеется еще значительное число проблем, требующих своего решения как в методологическом, так и в практическом плане. Нуждаются в серьезном анализе институциональные основы формирования единого фондового рынка, которые должны сформировать базу для выравнивания условий развития законодательного обеспечения, инфраструктуры и деятельности профессиональных участников. Решение указанных проблем связано с необходимостью проведения сравнительного анализа фондовых рынков Беларуси, Казахстана и России, что позволит выделить направления их сближения, а также сформировать условия, необходимые для организации обращения национальных ценных бумаг на биржевых площадках трех стран, что делает эту проблематику весьма актуальной.

**Общетеоретической основой диссертационного исследования** послужили научные работы в области фондового рынка западных авторов: Г.Де фоссе, Колб Р., Родригес Р., Фабоцци Ф. и др.

В Российской Федерации важнейшие вопросы анализа фондового рынка рассматривали: Т.Блохина, В.Уткин, Н. Берзон, М.Лауфер, Е. Буянова, М.Кожевников, Н.Буренин, Л.Чалдаева, А.Чаленко и другие ученые.

Существенный вклад в исследование отдельных теоретических и методологических проблем фондового рынка внесли казахстанские ученые и экономисты: Г.Сейткасимов, А.Адамбекова, А.Кучукова, А.Ильяс и другие.

Вопросам формирования и развития Единого экономического пространства посвящены труды таких ученых как: Сулейменов Т.А., Тищенко Е.В., Додонов В.Ю., Григорян А.С., Мухамеджанов Б.Г., Рекорд С.И.

Вместе с тем комплексного анализа возможностей формирования единого рынка на базе интеграции фондовых рынков Беларуси, Казахстана и

России в научной литературе пока не проводилось. В связи, с чем возрастает актуальность исследования проблем и перспектив развития фондовых рынков Республики Беларусь, Республики Казахстан и Российской Федерации как базы для формирования интегрированного фондового рынка в условиях Единого экономического пространства.

**Специальность, которой соответствует диссертация.** Содержание диссертационного исследования относится к разделу 1. «Финансы» (п.6.2. Определение форм и способов интеграции России, регионов и корпораций в мировой рынок ценных бумаг; п.6.5. Концепции механизма функционирования фондового рынка) Паспорта специальности ВАК Министерства образования и науки Российской Федерации 08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит.

**Объектом диссертационного исследования** является фондовый рынок в структуре Единого экономического пространства.

**Предмет исследования** – совокупность финансовых отношений, связанных с развитием фондового рынка на современном этапе.

**Цель диссертационного исследования** состоит в разработке методологических основ формирования фондового рынка в структуре Единого экономического пространства и разработке направлений повышения его эффективности.

Достижение сформулированной цели потребовало решения следующих **задач**:

- рассмотреть эволюцию подходов к созданию Единого экономического пространства;
- изучить финансовую интеграцию стран в условиях Единого экономического пространства;
- показать роль фондового рынка в обеспечении эффективного функционирования Единого экономического пространства;
- провести анализ состояния фондовых рынков стран, составляющих основу экономического партнерства;
- разработать направления совершенствования рынка ценных бумаг как условие эффективного развития Единого экономического пространства;
- показать пути формирования единого регионального фондового рынка;
- обосновать методологическую платформу создания международного финансового центра как необходимого условия развития единого фондового рынка.

**Теоретической и методологической основой диссертации** послужили труды ведущих зарубежных, российских и отечественных экономистов по рынку ценных бумаг; концептуальные подходы, реализуемые в законодательных и нормативных актах РБ, РК, РФ, в методических документах органов государственного управления; основные научные исследования и разработки ведущих научных институтов в области рынка ценных бумаг, в том числе: Института экономики РАН, Российской

академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ, МГУ им. М.В. Ломоносова, Российского университета дружбы народов.

В качестве **фактологической базы** использовались материалы ОАО "Белорусская валютно-фондовая биржа", АО "Казахстанская фондовая биржа", Группы "Московская Биржа", материалы периодической печати.

В работе применен комплексный подход к исследованию фондовых рынков Беларуси, Казахстана и России. Данный подход основан на общенаучных методах, таких как диалектический метод познания сущности социально – экономических явлений, а также методы сравнений и обобщений, экспертный и экономико-статистический, анализ и синтез экономических явлений в современных условиях и пр.

Среди используемых научных методов анализ отчетности, наблюдения и другие.

**Научная новизна исследования** состоит в разработке механизмов формирования фондового рынка в условиях Единого экономического пространства, выявлении основных направлений координации деятельности по развитию единого рынка и разработке путей повышения его эффективности.

**Основные научные результаты диссертации, выносимые на защиту и содержащие элементы научной новизны**, состоят в следующем:

1. Научно обоснована эволюция подходов к созданию Единого экономического пространства, обусловленная объективным характером интеграции стран-участниц объединения; выделены основные эволюционные преобразования, обеспечивающие создание ЕЭП, в том числе: единая таможенная территория; формирование условий для свободного движения товаров, капитала и рабочей силы; принятие соглашений о единых принципах защиты конкуренции, предоставления промышленных и сельскохозяйственных субсидий, регулирования естественных монополий и макроэкономической политики; утверждение единых, унифицированных тарифов; выделение количественных параметров, определяющих устойчивость экономического развития.

2. Показана роль фондового рынка в обеспечении эффективного функционирования Единого экономического пространства как совокупности однотипных инструментов регулирования экономики, основанных на рыночных принципах и применении гармонизированных правовых норм, которые поддерживаются за счет единой инфраструктуры, оборота стандартизированных фондовых инструментов, механизма согласования реализации валютно-финансовой политики стран-участниц и свободного обращения капитала.

3. На основе анализа состояния фондовых рынков Беларуси, Казахстана и России, составляющих основу экономического партнерства, выявлены основные тенденции, тормозящие процесс интеграции фондовых рынков стран-участниц ЕЭП, которые состоят в следующем: в структуре рынка незначительно число эмитентов, акции которых обращаются на биржах

(менее 0,5%); около 80% от капитализации рынка составляют 10 крупнейших корпораций; в биржевом листинге доминируют компании нефтегазовой и металлургической отраслей; более 50% капитализации рынка облигаций составляют банки; отсутствуют эффективные малорисковые финансовые инструменты, способствующие формированию модели сберегательного поведения населения потребительского типа; несовершенна законодательная база в сфере защиты прав отечественных и иностранных инвесторов, корпоративного управления, финансовых операций, капитализации активов, защиты прав собственности.

4. Выделены институциональные особенности совершенствования модели рынка ценных бумаг Единого экономического пространства, суть которых состоит в формировании инфраструктуры, обеспечивающей универсальный подход к операциям на фондовых рынках стран-участниц, что включает: разработку и применение общих технологий электронного документооборота, которые позволили бы стандартизировать и ускорить информационный обмен как между биржами, так и между участниками торгов; универсализацию расчетов по сделкам с ценными бумагами и производными финансовыми инструментами; создание системы обеспечения раскрытия корпоративной информации всех эмитентов, акции которых обращаются на рынках ценных бумаг; обеспечение взаимного допуска профессиональных участников к торгам и ценных бумаг к обращению в рамках специально созданной интегрированной клиринговой системы.

5. Обоснована методологическая платформа создания международного финансового центра как необходимого условия развития единого фондового рынка ЕЭП на основе следующих организационных принципов: прозрачности и гибкости системы регулирования, централизованности взаимодействия регулирующих органов стран ЕЭП; обеспеченности налоговыми льготами операций с ценными бумагами; высокой развитости финансовой инфраструктуры и разнообразности финансовых инструментов; доступности иностранным участникам национальных финансовых рынков.

**Теоретическая и практическая значимость диссертации** состоит в том, что результаты исследования могут составить основу для дальнейших научных исследований по различным направлениям развития фондового рынка; а также использоваться международными организациями, биржами, правительствами государств для выработки эффективной финансовой политики, создания действенных механизмов регулирования кризисных явлений в экономике, а также регулирования фондового рынка.

Основные выводы и рекомендации диссертационного исследования могут быть реализованы в процессе регулирования деятельности участников фондового рынка - бирж, инвестиционных компаний и фондов.

Материалы диссертации могут найти применение в процессе преподавания экономических дисциплин «Рынок ценных бумаг», «Финансовые рынки», «Финансы», «Институциональная экономика» в

высшей школе, а также в системе подготовки и переподготовки специалистов в области рынка ценных бумаг.

**Апробация результатов исследования.** Результаты исследования докладывались на международных научно – практических конференциях, в том числе: Международной научно-практической конференции «Стратегия «Казахстан – 2050»: Долгосрочное устойчивое развитие и приоритеты дальнейшего развития партнерства с Россией» (Астана, 2011); Международной научно-практической конференции «Роль учетных практик в обеспечении устойчивого развития предприятий» (Москва, РУДН, 2011); Международной научно-практической конференции «Интеграция финансовых рынков в Едином экономическом пространстве ЕврАзЭС: предпосылки, состояние и пути развития» (Астана, 2013) и др.

Результаты исследования внедрены в практическую деятельность предприятий - ТОО "Grand Solution", ТОО "Delta Consulting Group".

**Публикация результатов исследования.** По теме диссертации опубликовано 13 работ, общим объемом 19,985 п.л., из них – четыре в изданиях, рекомендованных ВАК.

**Структура исследования.** Диссертация состоит из введения, трех глав, девяти параграфов, заключения, списка литературы. Логика исследования определила следующую структуру работы:

## **ВВЕДЕНИЕ**

### **Глава 1. Роль фондового рынка в развитии экономик стран в условиях усиления интеграционных процессов**

1.1. Эволюция подходов к созданию Единого экономического пространства

1.2. Финансовая интеграция стран в условиях Единого экономического пространства

1.3. Роль фондового рынка в обеспечении эффективного функционирования Единого экономического пространства

### **Глава 2. Фондовый рынок как связывающий структурный элемент Единого экономического пространства**

2.1 Анализ фондового рынка Республики Беларусь

2.2 Фондовый рынок Республики Казахстан

2.3 Состояние фондового рынка Российской Федерации

### **Глава 3. Направления совершенствования рынка ценных бумаг как условие эффективного развития Единого экономического пространства**

3.1. Институциональные основы развития рынка ценных бумаг Единого экономического пространства

3.2. Пути формирования единого регионального фондового рынка

3.3. Совершенствование модели рынка ценных бумаг Единого экономического пространства

## **Заключение**

## **Список литературы**

## **Приложения**

## II. ОСНОВНОЕ СОДЕРЖАНИЕ РАБОТЫ

1. Обоснована эволюция подходов к созданию Единого экономического пространства и выделены основные преобразования, обеспечивающие создание ЕЭП.

Интеграция национальных рынков капиталов на фоне динамично развивающихся процессов глобализации является объективным требованием времени и очевидной предпосылкой для оптимального размещения капитала и обеспечения экономического прогресса в условиях ЕЭП. Объединение усилий государств-партнеров способно ускорить развитие национальных фондовых рынков и повысить их стабильность. Необходимость валютно-финансовой интеграции продиктована общими проблемами, характерными для рынков стран ЕЭП – ограниченным для предприятий доступом к ресурсам на рынке капиталов; недостаточной развитостью сервиса финансовых услуг; относительно низким уровнем капитализации; незначительной долей расчетов, осуществляемых в национальных валютах по внешнеторговым операциям между странами ЕЭП.

Формирование Единого экономического пространства стало необходимым условием для стабильного и эффективного развития экономики Беларуси, Казахстана и России, повышения уровня жизни населения. Достижение данной цели было достигнуто за счет финансовой интеграции, которая в свою очередь была осуществлена на основе прямых и косвенных методов воздействия (рис. 1).



**Рис. 1.** Каналы воздействия финансовой интеграции на экономический рост

Источник: составлено автором по материалам Integration of financial markets: problems and opportunities Zhanna D. Serikbayeva. Электронный ресурс:

<http://www.iab.kz/download/2641/zhanna%20d.%20serikbayeva%20>

В условиях Единого экономического пространства свободное передвижение товаров, услуг реализуется посредством унификации таможенных тарифов, а также методов нетарифного регулирования. Страны, являющиеся участниками, формируют Единое экономическое пространство постепенно, синхронно осуществляют изменение в экономике и применяют меры по проведению согласованной экономической политики. Эти меры определяются на основе соответствующих международных договоров и решений регулирующих органов ЕЭП, которые и определяют механизм реализации мероприятий и ответственность за невыполнение согласованных решений.

Одной из основных задач формирования ЕЭП является повышение доверия к национальным валютам стран-участников Соглашения на внутреннем и международном валютных рынках. В рамках осуществления поставленных задач государствами создаются важные организационные процессы в валютной сфере, координации и согласовании валютной политики.

Таким образом, создание Единого экономического пространства объективно обусловлено характером интеграции стран-участниц объединения, в ходе которой происходят эволюционные преобразования, обеспечивающие выравнивание уровней развития стран партнерства, что достигается посредством следующих мероприятий: создания единой таможенной территории; формирования условий для свободного движения товаров, капитала и рабочей силы; принятия соглашений о единых принципах защиты конкуренции, предоставления промышленных и сельскохозяйственных субсидий, регулирования естественных монополий и макроэкономической политики; утверждения единых, унифицированных тарифов; определения количественных параметров, обеспечивающих устойчивость экономического развития.

## **2. Показана роль фондового рынка в обеспечении эффективного функционирования Единого экономического пространства.**

Создание объединенного фондового рынка ЕЭП является одним из важных аспектов интеграции в финансовой сфере. Действие глобальных тенденций усиливает конкуренцию фондовых бирж за эмитентов и инвесторов, что отражается в стремлении бирж к консолидации, к укрупнению бизнеса и слиянию пулов ликвидности. Страны СНГ попадают в сферу интересов зарубежных бирж, которые заинтересованы в расширении географии своей деятельности. Так, Стамбульская фондовая биржа (СФБ), выступила инициатором учреждения Федерации евразийских фондовых бирж, которая объединяет в числе прочих большинство фондовых бирж СНГ. СФБ является учредителем Бакинской фондовой биржи, а также крупнейшим акционером Кыргызской фондовой биржи. Приобретение Армянской фондовой биржи группой NASDAQ OMX в феврале 2008 года, подписание казахстанской биржей KASE соглашения о сотрудничестве с Лондонской фондовой биржей подтверждают развитие этой тенденции.

В выходе на рынки стран СНГ и ЕврАзЭС заинтересованы не только зарубежные биржи. Финансовые институты стран региона увеличивают свое присутствие на рынках друг друга. Наиболее активны во внешней экспансии в странах СНГ банки РФ и РК.

Для участия в конкурентной борьбе в условиях глобализации недостаточно только консолидации на национальном уровне. Формирование биржевого пространства стран ЕЭП (в частности, Беларуси, Казахстана и России) происходит под влиянием двух интеграционных векторов: направленности на взаимодействие с биржевыми площадками развитых стран (для Беларуси - Международная ассоциация бирж стран СНГ, Федерация Евро-Азиатских бирж (FEAS), для России — европейские биржи, для Казахстана – азиатские биржевые холдинги), которую можно охарактеризовать как внешнюю, «центробежную» интеграцию, и ориентации на интеграцию со странами региона в контексте формирования единого финансового и товарного рынков государств — участников ЕЭП («центростремительная» интеграция).

Развитие тенденции к центростремительной интеграции на начальном этапе будет во многом определяться политической волей и оперативностью внедрения привлекательных для бизнеса региональных финансовых решений и инструментов. Одним из таких решений является создание интегрированного фондового рынка стран ЕЭП. Процесс интеграции фондовых рынков состоит из двух задач: выравнивание спроса и сближение рынков (табл. 1).

**Таблица 1. - Цели интеграции финансовых рынков**

<b>Выравнивание спроса</b>	<b>Сближение рынков</b>
Устранение неравномерности спроса на инвестиции, финансовые инструменты, финансовые услуги (за счет предложения расширяются возможности ) Выравнивание спроса для национальных рынков означает: "сдувание" пузырей на рынках с завышенным спросом, создание возможностей для расширения предложения финансовых услуг и финансовых инструментов.	Гармонизация норм, принципов, методов регулирования, правил торговли. Распространение прогрессивных технологий на финансовые рынки.

Источник: составлено автором

Биржам отводится активная роль в процессе интеграции. Во-первых, биржи – это центральное звено национальной финансовой системы, обладающей электронными торговыми системами - будущими составными частями глобальной финансовой системы. Во-вторых, интеграция рынков подразумевает расширение бизнеса участников биржи, а так же рост оборотов финансового рынка - доходной базы бирж. В-третьих, биржи находятся между денежными властями и участниками рынка, что позволяет использовать их как площадку согласования интересов и выработки решений. В- четвертых, биржи выступают в качестве катализатора перемен и внедрения инноваций.

Таким образом, создание объединенного фондового рынка является одним из важных аспектов интеграции в финансовой сфере ЕЭП, где биржи, обеспечивая свободное перемещение товаров и капиталов, составляют основной механизм интеграционного процесса в условиях формирования единого фондового рынка, внутри которого появляется открытая конкуренция без взаимных санкций и нарастает торговый оборот.

### **3. Выявлены основные тенденции, тормозящие процесс интеграции фондовых рынков стран-участниц ЕЭП.**

На сегодняшний день развитие мировых и региональных фондовых рынков идет в направлении усиления взаимодействия, которое характеризуется допуском зарубежных участников рынка, проведением торгов ценных бумаг иностранных государств и другими тенденциями, характеризующими финансовую глобализацию. Все в большей степени увеличивается число участников рынка. В связи с чем либерализация фондовых рынков развивающихся стран и СНГ ведет их в направлении интеграции в мировой и региональный рынки ценных бумаг.

В отличие от Беларуси, Россия и Казахстан в настоящее время относятся к числу лидеров среди стран постсоветского пространства по степени развития фондовых рынков. Основные показатели фондовых рынков стран Единого экономического пространства за 2012 год (табл. 2).

*Таблица 2. – Основные показатели фондовых рынков стран ЕЭП за 2012 год*

Показатели	Беларусь	Казахстан	Россия
Капитализация, млрд долларов США	1, 248	100,28	1079,4
Капитализация к ВВП, %	3,8	47	40,4
Объем торгов, млрд долларов США	5,103	184,4	1251
Объем торгов к ВВП, %	55,6	88	60,3
Количество эмитентов	67	125	720
Количество профессиональных участников на РЦБ	77	146	1259

Источник: составлено автором по данным Белорусской валютно-фондовой биржи, Казахстанской фондовой биржи, группы "Московская Биржа". Электронный ресурс. Режим доступа: <http://www.bcse.by>, <http://www.kase.kz>, <http://www.moex.com>

Наиболее реальным и перспективным на данном этапе представляется процесс интеграции биржевого пространства России и Казахстана, которые по своему экономическому развитию и уровню реформирования финансовой системы качественно сопоставимы.

В Беларуси функционирует рынок государственных ЦБ, но говорить о существенном прогрессе в развитии рынка корпоративных ценных бумаг пока не приходится. В странах Центральной Азии организованный фондовый рынок развит слабо, хотя в последние годы демонстрирует положительную динамику. В Республике Беларусь признана практическая значимость фондового рынка для выхода национальной экономики на новый уровень развития. Если рассмотреть фондовый рынок Беларуси, то можно увидеть, что за последние годы в части его развития было сделано многое:

Министерством финансов была принята Программа развития рынка ценных бумаг Республики Беларусь на 2011–2015 годы.

Фондовые рынки России и Казахстана лидируют в регионе, значительно опережая по абсолютным показателям другие государства СНГ.

В то время как в Белоруссии уровень развития фондового рынка остается низким из-за недостаточного предложения ценных бумаг, отсутствия в республике институтов коллективных инвестиций, сдержанной политики приватизации и управления госсобственностью.

Существует ряд фундаментальных предпосылок объединения фондовых рынков Беларуси, Казахстана и России. Прежде всего, необходимо отметить, что Беларусь, Казахстан и Россию объединяет общее информационное пространство, отсутствие языковых и культурных барьеров, обеспечивающее благоприятные условия для организации свободного перетока капитала. Вместе с тем, сегодняшние реалии показывают, что в рамках этих условий движение капитала осуществляется в незначительных объемах, что сопряжено с наличием ряда проблем, препятствующих эффективному взаимодействию финансовых рынков трех стран. По степени значимости их можно классифицировать по трем основным направлениям: уровни развития финансовых рынков, взаимодействие профессиональных участников, сопоставимость рыночных инфраструктур.

Проблемы, возникающие в рамках реализации первого направления, связаны с различиями в уровнях развития рынков ценных бумаг стран ЕЭП. Так, если в России на начало 2012 г. оборот ценных бумаг составил 41,1 трлн. руб., то в Казахстане за аналогичный период - 14, 175 трлн. тенге (2,8 трлн. руб.), а в Беларуси - 42,5271 трлн. бел. руб.(0,164трлн. руб.), т.е. разница в объемах оборота капитала России и Казахстана составляет почти 15 раз, а России и Беларуси более чем 250 раз (табл. 3).

**Таблица 3.** - Объем сделок на отдельных сегментах рынка ценных бумаг ЕЭП на 01.01.2012 г.(млрд бел. руб. /млрд тенге / млрд руб./ долл.США)

Сегмент рынка	Беларусь		Казахстан		Россия	
	(млрд бел.руб.)	(долл. США)	(млрд тенге)	(долл. США)	(млрд руб.)	(долл. США)
Государственные ценные бумаги (ГКО_ОФЗ)	26899,0	3,2214	2826,021	18,84	316,1	10,196
Муниципальные ценные бумаги	441,3	0,053	-	-	382,0	12,32
Корпоративные ценные бумаги:	11342,3	1,36	5421,602	36,14	2100,0	67,74
- корпоративные облигации	1491,9	0,18	5927,782	39,52	19600,0	632,26
- акции						
Срочный рынок	0,046	0,000006	-	-	18700,0	0,000006

Источник: Составлено автором по данным Investfunds Kazakhstan, Информационного агентства Sbonds.ru. Электронный ресурс. Режим доступа: <http://www.investfunds.kz/indicators/>, <http://stocs.investfunds.ru/indicators/capitalization>

Неравенство развития фондовых рынков рассмотренных стран показано в анализе объема операций по сегментам рынков ценных бумаг. На сегодняшний день в Казахстане практически отсутствует такой сегмент как муниципальные ценные бумаги, а также срочный рынок, а в Беларуси и России эти сегменты достаточно развиты. Наличие такой диспропорции в структуре страновых рынков создает условия для перелива капитала с казахстанского рынка на российский, и наоборот, однако на сегодняшний день эти условия реализуются незначительно.

В настоящее время активная интеграция фондовых рынков Казахстана и России вызывает лишь ограниченный интерес потенциальных эмитентов и профессиональных участников, предпочитающих работать на международных рынках.

Вместе с тем существует набор общих проблем для фондовых рынков Беларуси, Казахстана и России: низкий уровень развития законодательной базы в сфере рынка ценных бумаг; сложность процедуры листинга; низкая ликвидность фондового рынка.

Для решения указанных проблем и ускорения процесса интеграции фондовых рынков стран ЕЭП необходимо реализовать следующие мероприятия:

1. Объединение усилий по гармонизации законодательств стран ЕЭП на основе консультаций в области стратегического развития, PR-деятельности и маркетинга, обмена биржевой информацией и опытом развития IT-инфраструктуры, средств торговли и клиринга.
2. Открытие взаимных депосчетов Центрального депозитария Республики Казахстан в российской центральной депозитарии и, наоборот, для учета и перевода российских и казахстанских локальных ценных бумаг, как это было сделано депозитарием Беларуси.
3. Упрощение процедуры совместного листинга на Московской бирже, Казахстанской и Белорусской фондовых биржах.
4. Развитие правового обеспечения в сфере законодательства по сделкам «коротких продаж» – законодательное решение данного вопроса и технологическая поддержка.
5. Формирование системы, устраняющей дублирующий листинг на национальных биржах.
6. Интегрирование кастодиальных систем для снятия ограничений по торговле для казахстанских и белорусских инвесторов в России, а для российских инвесторов в Казахстане и Беларуси (как альтернатива выводу рынков в Euroclear).
7. Создание условий, при которых выход на рынок привлечения портфельных инвестиций для предприятий и организаций Казахстана, России и Беларуси будет существенно проще и дешевле, чем на аналогичные западные рынки.

Таким образом, реализация указанных мероприятий, решение проблем и ускорение процесса интеграции фондовых рынков стран Единого

экономического пространства, эффективное повышение уровня развития фондовых рынков стран-участниц, преодоление существующих проблем в развитии фондовых рынков стран ЕЭП на сегодняшний день являются необходимыми условиями создания институциональной основы экономического партнерства в области формирования единого фондового рынка ЕЭП.

#### **4. Определены институциональные особенности формирования модели рынка ценных бумаг Единого экономического пространства.**

Проведенный в работе сравнительный анализ встречного движения капиталов Беларуси, Казахстана и России в форме инструментов рынка ценных бумаг показал, что для этого нет непреодолимых препятствий. Более того, определенные правовые предпосылки для такого движения уже созданы. Однако в условиях финансового кризиса и недостаточной «встроенности» рынков капитала Беларуси, Казахстана и России в глобальный финансовый рынок в виде совместного международного финансового центра (МФЦ) они остаются невостребованными. Следовательно, отсутствие явных политических и иных препятствий для интеграции рынков капитала доказывает необходимость синхронизации регулятивных и инфраструктурных систем двух стран, которая позволит быстро и эффективно организовывать обращение казахстанских ценных бумаг и/или производных от них депозитарных расписок на российских биржевых площадках; обеспечивать надежную связь между владельцами этих финансовых инструментов, их эмитентами и центрами учета прав на них посредством электронного документооборота; раскрывать корпоративную информацию об этих финансовых инструментах в едином центре ЕЭП на русском и английском языках. Вместе с тем, интеграция фондовых рынков требует серьезнейшей работы по повышению привлекательности региональных финансовых рынков и инструментов в условиях жесткой конкурентной борьбы. Поэтому, речь должна идти о построении единого евразийского финансового центра, элементы инфраструктуры которого могут располагаться в разных странах ЕЭП, будучи объединенными в единую систему биржевой торговли, клиринга и расчетов.

Интенсивность экономических связей между Беларусью, Казахстаном и Россией открывает возможности для более тесного взаимодействия национальных фондовых рынков. Особую важность имеют вопросы совершенствования, гармонизации и унификации законодательных условий эмиссии и обращения ценных бумаг, деятельности профессиональных участников на фондовых рынках государств. Можно считать, что нормативные предпосылки и механизмы для обращения и размещения ценных бумаг иностранных эмитентов на российском и казахстанском рынках созданы. Технически свободное обращение ценных бумаг (регистрация сделок с ценными бумагами) Беларуси, Казахстана и России на взаимных территориях, в том числе организованных рынках, невозможно в

отсутствие взаимного признания лицензий учетных организаций. В отношении выпуска белорусских, российских и казахстанских депозитарных расписок (БДР, РДР и КДР) можно говорить о том, что законодательство опередило потребности рынка, поскольку до настоящего времени ни одного выпуска зарегистрировано не было. В настоящее время интеграционные процессы на рынках ценных бумаг трех государств находятся в начальной стадии. Так, нормативные акты всех рассматриваемых стран предусматривают возможность обращения иностранных ценных бумаг на национальных организованных рынках.

На сегодняшний день центрами развития фондовых операций стран-участниц ЕЭП являются ведущие биржи России (Московская биржа) и Казахстанская фондовая биржа (KASE). Сдерживающим фактором интеграции этих институтов в единую систему является отсутствие механизма номинального держания для иностранных инвесторов, соответствующего законодательству обоих государств, а также развитого клиринга обязательств.

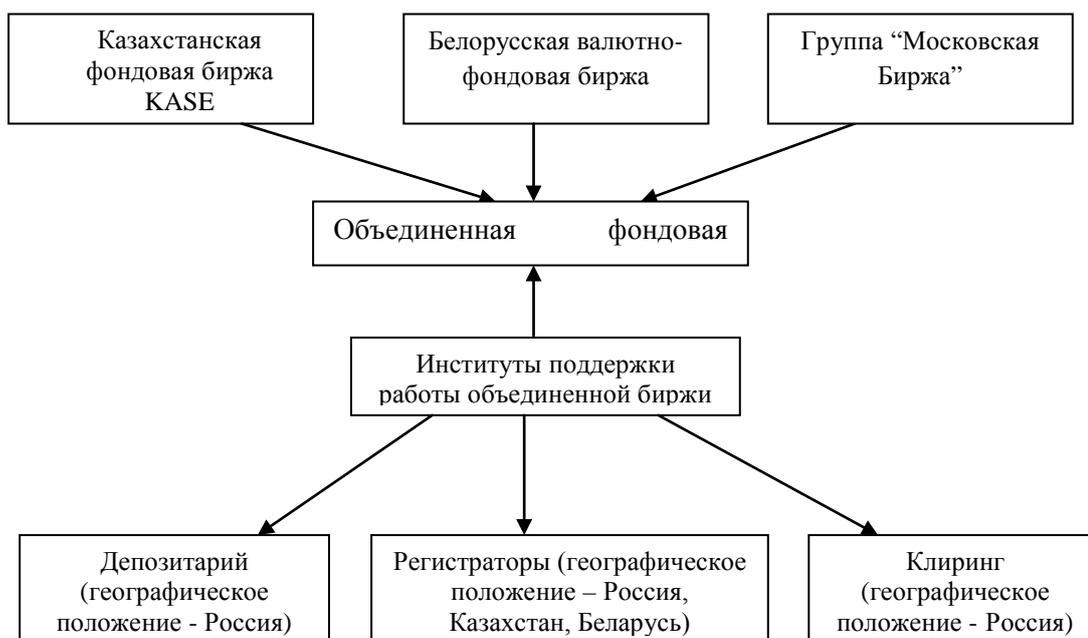
Следует отметить, что в отношении создания единого рынка капиталов существует несколько подписанных соглашений в направлении создания биржевого пространства, в том числе: Соглашение о создании интегрированного биржевого пространства в условиях ЕЭП государств - членов Евразийского экономического сообщества, Соглашение о стандартизации расчетов по сделкам с ценными бумагами и производными финансовыми инструментами и раскрытия корпоративной информации. На основе этих документов формируется система отношений, которая должна составить основу объединенных фондовых рынков стран ЕЭП (Рис.2).



**Рис.2. Интегрированное биржевое пространство стран ЕЭП**  
Примечание: составлено автором

В краткосрочной перспективе возможно признание отдельными странами ЕЭП лицензий, аттестатов и иных возможных разрешений, выданных в целях осуществления деятельности на рынке ценных бумаг, через установление особой процедуры допуска на российский фондовый рынок профессиональных участников- резидентов стран ЕЭП.

Данная нормативно-законодательная база открывает возможности для создания модели объединенного рынка ценных бумаг Единого экономического пространства, в основе которой лежит единая функционирующая биржевая система, построенная как с учетом требований международных стандартов, так и интересов стран-участниц ЕЭП. Такая модель включает следующие направления: общие технологии электронного документооборота, которые позволили бы стандартизировать и ускорить информационный обмен как между биржами, так и между участниками торгов; универсализированные расчеты по сделкам с ценными бумагами и производными финансовыми инструментами; системы обеспечения раскрытия корпоративной информации всех эмитентов, акции которых обращаются на рынках ценных бумаг стран партнерства; обеспечение взаимного допуска профессиональных участников к торгам и ценных бумаг к обращению в рамках специально созданной интегрированной клиринговой системы. В формируемой модели объединенного фондового рынка должны быть отражены следующие взаимосвязи и институты: универсальная система торгов, построенная с учетом интересов всех участников и отражающая международные стандарты деятельности на рынке ценных бумаг; клирингово-расчетная система, являющаяся частью международной расчетной системы Euroclear; институты технического обслуживания оборота ценных бумаг, в том числе депозитарии в статусе центральных для страны-участницы объединения, реестродержатели и национальные биржи (Рис.3).



**Рис. 3.** Объединенная фондовая биржа РБ, РК и РФ

Примечание: составлено автором

Так, для создания модели общего фондового рынка ЕЭП, способного обслуживать потоки капитала между международными, региональными и местными финансовыми рынками, она должна включать необходимые элементы поддержки как национальных, так и международных фондовых операций. Эти элементы включают в себя устойчивую финансовую систему, базирующуюся на крупнейших национальных банках и инвестиционных компаниях, а также институты, обеспечивающие эффективное функционирование фондовых рынков: клиринг, депозитарии, реестродержатели.

Таким образом, в основе совершенствования модели рынка ценных бумаг Единого экономического пространства лежит создание единой функционирующей биржевой системы, построенной как с учетом требований международных стандартов, так и интересов стран-участниц ЕЭП. Главное направление должно быть сосредоточено на:

- разработке и применении общих технологий электронного документооборота, которые позволили бы стандартизировать и ускорить информационный обмен как между биржами, так и между участниками торгов;
- универсализации расчетов по сделкам с ценными бумагами и производными финансовыми инструментами;
- создании системы обеспечения раскрытия корпоративной информации всех эмитентов, акции которых обращаются на рынках ценных бумаг;
- обеспечении взаимного допуска профессиональных участников к торгам и ценных бумаг к обращению в рамках специально созданной интегрированной клиринговой системы.

##### **5. Обоснована методологическая платформа создания международного финансового центра как необходимого условия развития единого фондового рынка ЕЭП.**

Сравнительный анализ нормативной базы Республики Беларусь, Республики Казахстан и Российской Федерации показывает, что для создания единого фондового рынка непреодолимых законодательных препятствий нет. Более того, определенные правовые предпосылки для этого уже созданы. Однако, для того, что обеспечить встречное движение капиталов в форме инструментов рынка ценных бумаг, необходима консолидация усилий обеих стран по обеспечению включения рынков капитала России и Казахстана в глобальный финансовый рынок в виде совместного международного финансового центра.

На сегодняшний день в России уже реализуется ряд проектов, направленных на создание в Москве международного финансового центра. Формирование международного финансового центра выступает необходимым условием развития единого финансового рынка. Так, уровень развития инфраструктуры необходимо довести до международного стандарта, обеспечивающего наиболее понятные для иностранных брокеров

условия работы: клиринговый центр, депозитарий, логистика, транспорт, соответствующие уровню мировой финансовой системы.

Одним из важнейших направлений развития процесса создания международного финансового центра должно стать объединение торговых площадок стран ЕЭП.

Создание международного финансового центра в России окажет стимулирующее воздействие на развитие национального финансового рынка за счет интеграции в глобальную индустрию финансовых услуг (табл. 4).

**Таблица 4. – Преимущества создания МФЦ для стран ЕЭП**

<p>Институциональные изменения в российской экономике: повышение доли финансового сектора в ВВП и сопутствующее повышение ВВП за счет финансового сектора Устойчивая и современная финансовая система Повышение уровня международного доверия к России Выгоды от интеграции России в мировую экономику</p>	<p>Для общества: появление новых рабочих мест в финансовой сфере; повышение уровня квалификации персонала; развитие образования и науки; новые возможности для предпринимателей; развитие социальной инфраструктуры; выгоды от межкультурного обмена за счет привлечения в Москву большего количества иностранных специалистов.</p>
<p>Для экономики: совершенствование законодательной базы в части финансовых рынков; улучшение условий ведения бизнеса; развитие финансовой индустрии; улучшение системы рыночного регулирования; усовершенствование инфраструктуры рынка; повышение ликвидности рынка; оптимизация налогового бремени на инвестиционную деятельность.</p>	<p>Для страны: полномасштабное функционирование МФЦ в Москве также станет важным импульсом для развития российских регионов, в частности, региональной финансовой системы, формирование МФЦ в Москве означает упрощение доступа к капиталу для российских компаний, а это — инвестиции в развитие всей страны.</p>

Источник: Составлено автором по данным "Москва Международный финансовый центр".  
Электронный ресурс. Режим доступа: <http://www.mfc-moscow.com>

Для создания МФЦ целесообразно задействовать уже сформированные механизмы ЕЭП, которые создают базу отношений, обеспечивающих обращение ценных бумаг и других финансовых инструментов между всеми странами-участницами ЕЭП. Для того, чтобы международный финансовый центр эффективно работал, необходимо создать для него методологическую и технологическую базу для участников финансовых рынков, которая могла бы обеспечивать функционирование всей инфраструктуры единого фондового рынка ЕЭП.

Интеграция фондовых рынков России, Беларуси и Казахстана в рамках создания единого МФЦ могла бы дать существенный синергический эффект для ЕЭП и создать алгоритм консолидации с рынками других стран. В силу чего создание МФЦ позволит стимулировать развитие финансового рынка ЕЭП за счет интеграции в глобальную индустрию финансовых услуг. Для партнеров из стран СНГ международный финансовый центр в Москве

облегчит эмитентам и инвесторам из стран-членов СНГ доступ к рынкам капитала стран-соседей.

При правильной стратегии регулирования фондовых рынков в Едином экономическом пространстве должны быть обеспечены взаимное признание лицензий в лицензируемых видах деятельности на фондовом рынке, унификация применяемых финансовых инструментов в странах-участницах, методов расчета, деятельности инфраструктурных организаций и повышение финансовой грамотности населения. Именно эти практические шаги должны способствовать созданию единого фондового рынка в условиях Евразийского экономического сообщества.

### **Заключение**

Проведенное в диссертации исследование позволило сделать следующие выводы и рекомендации:

1. Экономическая сущность финансовой интеграции в условиях Единого экономического пространства состоит в том, что это процесс ликвидации барьеров между внутренними и международными фондовыми рынками, а также развитие связей между ними, что находит выражение в свободном перемещении финансовых потоков между странами, развитии финансово-кредитных институтов в целях проведения финансово-кредитных, инвестиционных и других операций.

2. Анализ уровня развития фондовых рынков стран-участниц ЕЭП показал, что наиболее реальным и перспективным на данном этапе представляется процесс интеграции биржевого пространства России и Казахстана, которые по своему экономическому развитию и уровню реформирования финансовой системы качественно сопоставимы.

3. Формирование модели объединенного фондового рынка стран ЕЭП должно включать следующие направления развития рынков: разработку и применение общих технологий электронного документооборота; универсализацию расчетов по сделкам с ценными бумагами и производными финансовыми инструментами; создание системы обеспечения раскрытия корпоративной информации всех эмитентов, акции которых обращаются на рынках ценных бумаг; обеспечение взаимного допуска профессиональных участников к торгам и ценных бумаг к обращению в рамках специально созданной интегрированной клиринговой системы.

4. Создания международного финансового центра может базироваться на уже сформированных механизмах в условиях ЕЭП, которые обеспечат базу отношений для обращения ценных бумаг и других финансовых инструментов между всеми странами-участницами партнерства. Интеграция фондовых рынков России, Беларуси и Казахстана в рамках создания единого МФЦ могла бы дать существенный синергетический эффект для ЕЭП и создать алгоритм консолидации с рынками других стран.

**Основные публикации по теме диссертации:**  
*В журналах, рекомендованных ВАК Минобрнауки РФ*

1. Ниязбекова Ш.У. Гармонизация межгосударственного регулирования по развитию финансовых рынков стран-участниц Единого Экономического Пространства. Науковедение, 2013. - № 6 (19) // Электронный ресурс. Режим доступа: <http://naukovedenie.ru/PDF/202EVN613.pdf> (0,5 п.л.)
2. Ниязбекова Ш.У. Современное состояние развития фондового рынка Республики Казахстан. - Науковедение интернет-журнал, выпуск 1, Москва, январь - февраль 2014.-№ 1 (20) // Электронный ресурс. Режим доступа: <http://naukovedenie.ru/PDF/20EVN114.pdf> (0,5 п.л.)
3. Ниязбекова Ш.У. Становление и развитие фондового рынка в Российской Федерации и Республике Казахстан /Ш.У.Ниязбекова //Известия Оренбургского государственного аграрного университета. Теоретический и научно-практический журнал, 2014. - № 1 (45).- С.188 -191 (0,25 п.л.)
4. Ниязбекова Ш.У. Мировые банковские кризисы- причины, факторы и последствия/ Ш.У.Ниязбекова, С.Т.Космагамбетова //Вестник Финансового университета, 2014.- № 1 (79). - С.110-120 (0,69/0,345 п.л.)

*В других изданиях*

5. Ниязбекова Ш.У. Актуальные вопросы формирования фондового рынка Российской Федерации на современном этапе / Ш.У.Ниязбекова// Роль учетных практик в обеспечении устойчивого развития предприятий. Материалы международной научно-практической конференции. М.: РУДН, 2011.- С.7-10 (0,25 п.л.)
6. Ниязбекова Ш.У. Исламские ценные бумаги сукук на фондовом рынке / Ш.У.Ниязбекова // Исламское финансирование: проблемы, тенденции, перспективы развития в Республике Казахстан. Материалы международной научно-практической конференции. Астана: КазУЭФМТ, 2011.- С.162-166 (0,31 п.л.)
7. Ниязбекова Ш.У. Фондовый рынок в посткризисный период /Ш.У.Ниязбекова //Учебно-методическое пособие. – Астана: ЕНУ им. Л.Н. Гумилева, Центр международных программ «Болашак», 2011.– 259 с.
8. Ниязбекова Ш.У. Исламские ценные бумаги сукук на фондовом рынке: мировой опыт /Ш.У.Ниязбекова // Экономика и управление: проблемы и решения. Научно-практический журнал. - 2012. - № 2 (02). С.48-55 (0,43 п.л.)
9. Ниязбекова Ш.У. Финансовый рынок России: противоречия и перспективы развития/Т.К.Блохина, Ш.У.Ниязбекова // Вестник ЕНУ им.Л.Н.Гумилева. Серия Экономическая. Астана: ЕНУ им. Л.Н. Гумилева, 2012. -№1. С.167-176 (0,6/0,3 п.л.)
10. Ниязбекова Ш.У. Казахстанская программа "Народное IPO" на фондовом рынке Республики Казахстан /Ш.У.Ниязбекова //Стратегия "Казахстан - 2050". Долгосрочное устойчивое развитие и приоритеты дальнейшего развития партнерства с Россией: Материалы II международной научно-практической

конференции. М.: Представительство АО «Центр международных программ» в РФ, 2013. - С.212-215 (0,25 п.л.)

11. Ниязбекова Ш.У. Современное состояние фондового рынка Республики Казахстан / Ш.У.Ниязбекова // Интеграция финансовых рынков в Едином экономическом пространстве ЕврАзЭС: предпосылки, состояние и пути развития», посвященная 20-летию национальной валюты Казахстана: Материалы Международной научно-практической конференции. Астана: ЕНУ им. Л.Н. Гумилева, 2013. - С.268-272 (0,25 п.л.)

12. Ниязбекова Ш.У. Регулирование финансовых рынков в Едином Экономическом Пространстве ЕврАзЭС /Т.К.Блохина, Ш.У.Ниязбекова // Научные труды Донецкого национального технического университета. Серия: экономическая, 2013. -№1 (43). - С.155-159 (0,45/0,22 п.л.)

13. Ниязбекова Ш.У. Эволюция подходов к созданию Единого экономического пространства / Ш.У.Ниязбекова, Т.К.Блохина // Экономико-правовые аспекты сотрудничества государств – участников Таможенного союза: Сборник материалов III международной научно-практической конференции. М.: Представительство АО «Центр международных программ» в РФ, 2014. -С.28-36 (0,56/0,28 п.л.)

### **Ниязбекова Шакизада Утеулиевна (Россия) Развитие фондового рынка в условиях формирования Единого экономического пространства**

Диссертация посвящена разработке механизмов формирования фондового рынка в условиях Единого экономического пространства, выявлению основных направлений координации деятельности по развитию единого рынка и разработке путей повышения его эффективности.

В работе выявлены и систематизированы факторы, оказывающие влияние на организацию обращения ценных бумаг в странах-участницах ЕЭП, проведена оценка состояния их фондовых рынков и показаны условия, необходимые для проведения финансовой интеграции. На основе проведенного анализа фондовых бирж стран Единого экономического пространства в диссертации разработана авторская модель объединенного фондового рынка Республики Беларусь, Республики Казахстан, Российской Федерации, учитывающая следующие условия их объединения: гармонизация и унификация нормативно-законодательной базы; устранение проблем, препятствующих дальнейшему развитию финансовой интеграции стран-участниц, формирование подходов к созданию единой валюты.

Практические результаты, полученные автором, могут быть использованы при разработке стратегии развития фондового рынка в рамках создания Единого экономического пространства, а также составить основу для учебных пособий и специализированных курсов по рынку ценных бумаг и биржевому делу в экономических ВУЗах.

**Niyazbekova Shakizada Uteuliyevna (Russia)**  
**The development of stock market in the conditions of the formation of  
Common Economic Space**

Present thesis is devoted to the development of the formation mechanisms of stock market in single economic space, identification of main trends in the coordination of the development of common market and elaboration of ways to improve its efficiency.

Thesis identifies and systematizes the factors influencing the organization of securities circulation in CES member countries, assesses the state of their stock markets and shows the conditions necessary for financial integration. Based on the conducted analysis of stock markets of the countries of Common economic space, thesis presents the model of the joint stock market, elaborated by the author, of the Republic of Belarus, the Republic of Kazakhstan, the Russian Federation, taking into account the following conditions of their union: harmonization and unification of legal-regulatory framework; elimination of obstacles to further development of financial integration of member-countries, the formation of approaches to the creation of common currency.

Practical results obtained by the author can be used in the elaboration of the strategy of stock market development in the framework of the creation of Common economic space, as well as, serve as the basis for work-books and specialized courses in the securities market and stock-exchange industry at economic universities.