

---

**М. А. ПАСТУХОВА**

---

## **ФИНАНСОВОЕ РАЗВИТИЕ И ИНТЕГРАЦИЯ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ ГОСУДАРСТВ – ЧЛЕНОВ ЕВРАЗИЙСКОГО ЭКОНОМИЧЕСКОГО СОЮЗА**

---

Дана оценка финансового развития государств – членов ЕАЭС по сравнению с развивающимися и развитыми странами и проведен анализ их финансового развития с позиций глубины, доступности и эффективности в разрезе финансовых институтов и финансовых рынков. Выявлена неоднородность рассматриваемых показателей, являющаяся индикатором присутствия различий как в институциональных характеристиках финансовых секторов стран ЕАЭС, так и в уровнях развития финансовых рынков. Предложены направления совершенствования финансовой интеграции, включающие создание единой системы электронных торгов с учетом унификации деятельности инфраструктурных институтов и повышения информационной прозрачности финансовых рынков, которые будут способствовать ускорению финансовой интеграции и увеличению инвестиционных потоков стран – участниц ЕАЭС.

**Ключевые слова:** интеграция финансовых рынков; инвестиционный потенциал; индекс финансового развития; институциональная финансовая инфраструктура; инвестиционное развитие.

**УДК** 336.7

---

**Введение.** Создание общего финансового рынка государств – членов ЕАЭС является неотъемлемой частью евразийской интеграции и сопровождается важным положительным эффектом, проявляющимся в увеличении инвестиционного потенциала и ускорении инвестиционного развития стран посредством формирования единого межстранового механизма перераспределения денежных потоков. При этом разный уровень экономического развития стран, проявляющийся в том числе в дифференциации как институциональных, так и рыночных основ функционирования финансовых систем, оказывает негативное воздействие на эффективность интеграционных процессов, что актуализирует необходимость проведения анализа финансового развития Армении, Беларуси, Казахстана, Кыргызстана и России с целью преодоления существующих противоречий. Вопросы, связанные с формированием общего финансового рынка государств – членов ЕАЭС, рассмотрены в работах Е. В. Жиряевой, В. Н. Наумова, Л. И. Тарарышкиной, В. Я. Пищик, П. В. Алексеева, В. Ю. Мишиной, Л. И. Хомяковой, В. С. Изотова, Т. А. Мешковой, А. С. Теплова и др. Однако в экономической литературе не изучались результаты индексной оценки финансового развития стран – членов ЕАЭС с позиций глубины, доступности и эффективности, представляющей интерес с точки зрения соотношения развития финансовых институтов и финансовых рынков.

**Основная часть.** Общий финансовый рынок государств – членов ЕАЭС является неотъемлемой частью евразийской интеграции и условием ускорения инвестиционного развития и обеспечения стабильного экономического роста.

---

*Маргарита Алексеевна ПАСТУХОВА (margarita\_a13@mail.ru), аспирантка кафедры банковского дела Белорусского государственного экономического университета (г. Минск, Беларусь).*

---

Для достижения указанных целей государства — члены Евразийского экономического союза осуществляют гармонизацию своего законодательства в сфере финансового рынка по трем ключевым секторам (банковский сектор, страховой сектор и сектор рынка ценных бумаг), а также совокупность отношений, регулирующих взаимодействие секторов финансового рынка, на основе международных принципов и стандартов либо наилучшей международной практики и не ниже наилучших стандартов и практики, которые уже применяются в государствах-членах.

Протокол по финансовым услугам, разработанный в продолжение ст. 70 Договора о Евразийском экономическом союзе, предусматривает критерии, которым должен соответствовать финансовый рынок государств — членов ЕАЭС (рис. 1).

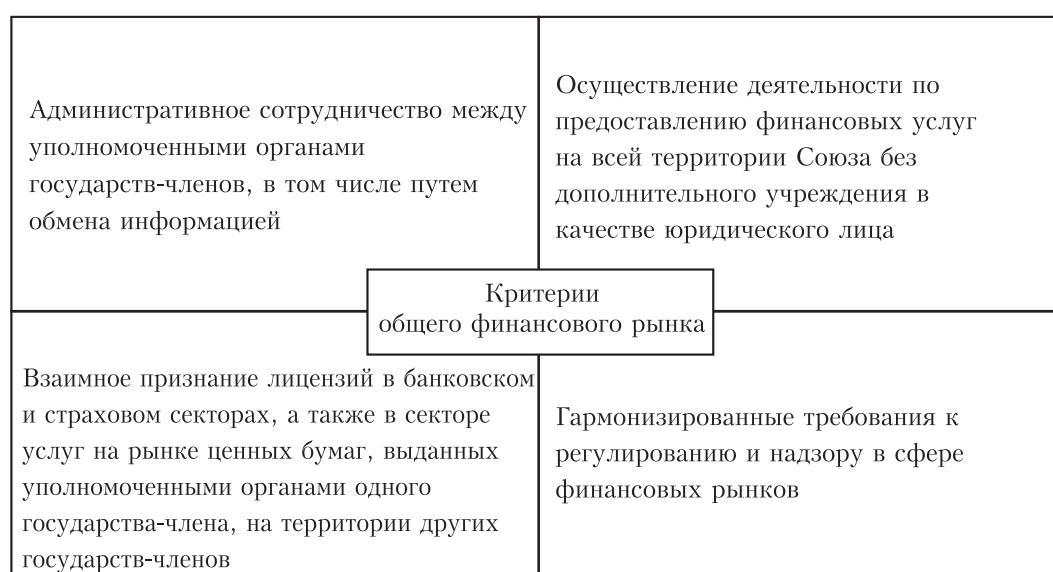


Рис. 1. Критерии общего финансового рынка стран ЕАЭС

*Примечание:* составлено нами на основе [1].

Одним из основных направлений формирования общего финансового рынка стран ЕАЭС является развитие инфраструктуры общего финансового рынка, которая представляет собой совокупность финансовых институтов, обеспечивающих его функционирование. Целью развития инфраструктуры общего финансового рынка является формирование среды, обеспечивающей оказание финансовых услуг и способствующей снижению рисков участников финансового рынка, связанных с оказанием финансовых услуг, что предполагает решение следующих задач:

- обеспечение бесперебойности оказания финансовых услуг;
- повышение доступности финансовых услуг для участников финансового рынка;
- снижение рисков участников общего финансового рынка, связанных с оказанием финансовых услуг, а также системных рисков на общем финансовом рынке в целом;
- реализация лучших международных практик в части оказания финансовых услуг, в том числе в целях совершенствования цифровых технологических платформ, обеспечивающих предоставление финансовых услуг;

гарантирование прав собственности на денежные средства и финансовые инструменты [1].

Соотношение степени развития институциональной финансовой инфраструктуры и финансовых рынков различных групп стран характеризуется неравномерностью. Специалисты Международного валютного фонда, анализируя исследования в области финансового развития с 1970-х гг., пришли к выводу, что в большей степени роль финансовой системы в экономическом развитии оценивается двумя показателями финансовой глубины — размером кредитных ресурсов, предоставленных частному сектору, к ВВП и в меньшей степени — капитализацией фондового рынка к ВВП. Учитывая сложный многоаспектный характер финансового развития и многогранность современных финансовых систем, специалистами Международного валютного фонда был разработан индекс финансового развития, рассматриваемого с позиций глубины (размера и ликвидности рынков), доступности (возможности экономических субъектов получать доступ к финансовым услугам) и эффективности (способности финансовых институтов оказывать услуги по низкой стоимости и с устойчивыми доходами, а также уровня активности рынков капитала) (рис. 2) [2].

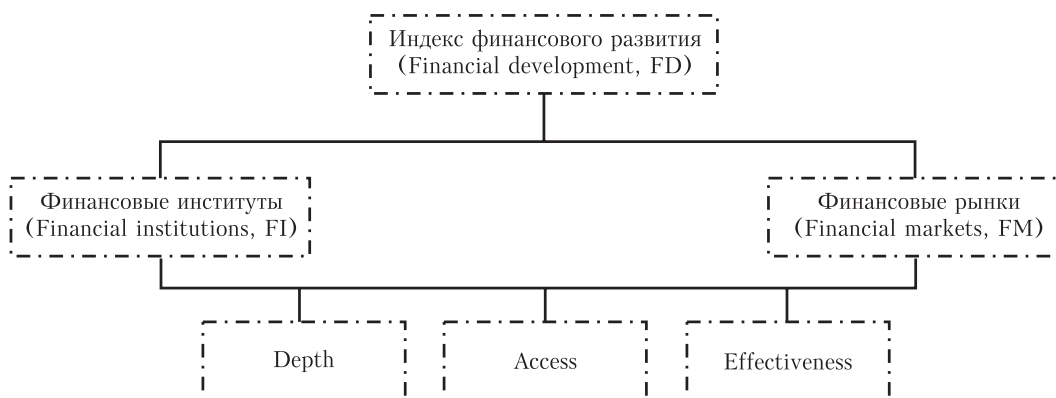


Рис. 2. Структура индекса финансового развития

Примечание: составлено нами на основе [2].

Индекс финансового развития строится на основе 20 показателей (см. таблицу) с использованием стандартного трехэтапного подхода к сведению многомерных данных в один сводный индекс, включающего нормализацию переменных, агрегирование нормализованных переменных в шесть субиндексов как средневзвешенных величин расчетных показателей и объединение субиндексов по той же методике в итоговый индекс.

#### Показатели, используемые для расчета индекса финансового развития

Критерий	Финансовый институт	Финансовый рынок
1	2	3
Глубина	Кредит частному сектору к ВВП	Капитализация рынка акций к ВВП
	Активы пенсионных фондов к ВВП	Объем торгов акциями к ВВП
	Активы взаимных фондов к ВВП	Международные долговые ценные бумаги правительства к ВВП
	Страховые премии к ВВП	Сумма долговых ценных бумаг финансовых корпораций к ВВП
		Сумма долговых ценных бумаг нефинансовых корпораций к ВВП

Окончание таблицы

1	2	3
Доступность	Количество банков на 100 тыс. человек взрослого населения	Процент рыночной капитализации за исключением 10 крупнейших компаний
	Количество банкоматов на 100 тыс. человек взрослого населения	Общее количество эмитентов долговых ценных бумаг (национальных и иностранных, финансовых и нефинансовых корпораций)
Эффективность	Чистая процентная маржа	Коэффициент оборачиваемости фондового рынка (торгуемые акции/капитализация)
	Процентный спред	
	Непроцентные доходы к общей величине доходов	
	Накладные расходы к общей величине активов	
	Рентабельность активов	
	Рентабельность собственного капитала	

Примечание: составлено нами на основе [2].

Среди стран ЕАЭС первое место по индексу финансового развития занимает Россия — значение этого показателя по итогам 2020 г. составило 0,53. Для Беларуси значение индекса финансового развития за период 2011–2020 гг. находится в пределах 0,12–0,17, Армении — 0,19–0,26, Казахстана — 0,29–0,33, Кыргызстана — 0,09–0,14. В целом индекс финансового развития для каждой страны ЕАЭС характеризуется относительной устойчивостью, при этом для Армении и Кыргызстана характерно постепенное увеличение его значения, в то время как для Беларуси, России и Казахстана частота возникновения разнонаправленных изменений более высокая (рис. 3).

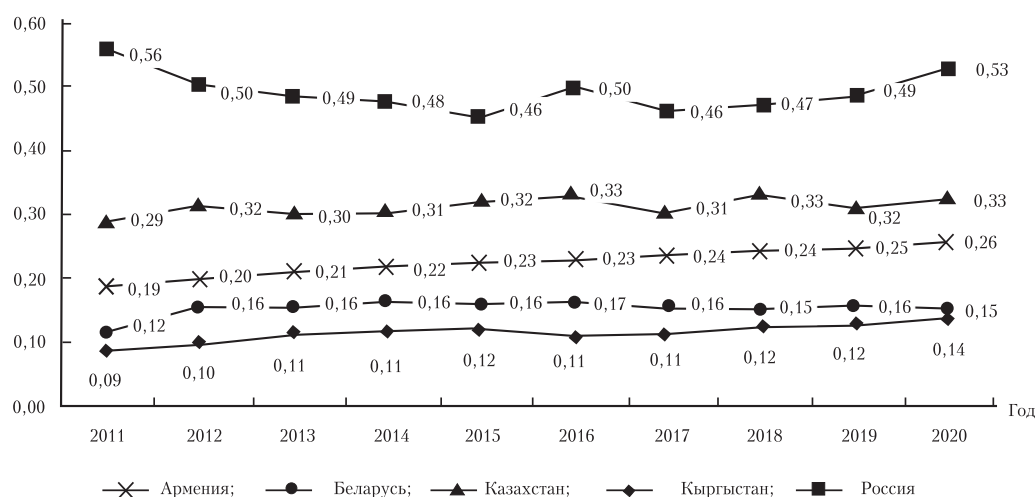


Рис. 3. Значения индекса финансового развития стран ЕАЭС

Примечание: составлено нами на основе [3].

По расчетам Международного валютного фонда роль финансовых систем Беларуси, Кыргызстана и Армении в экономическом развитии этих стран менее значительна, чем в целом по совокупности стран с развивающимися рынками. Показатели финансового развития Казахстана соответствуют их средним значениям, России — превышают более чем в полтора раза, тем не менее существенно уступая финансовым системам развитых стран (рис. 4).

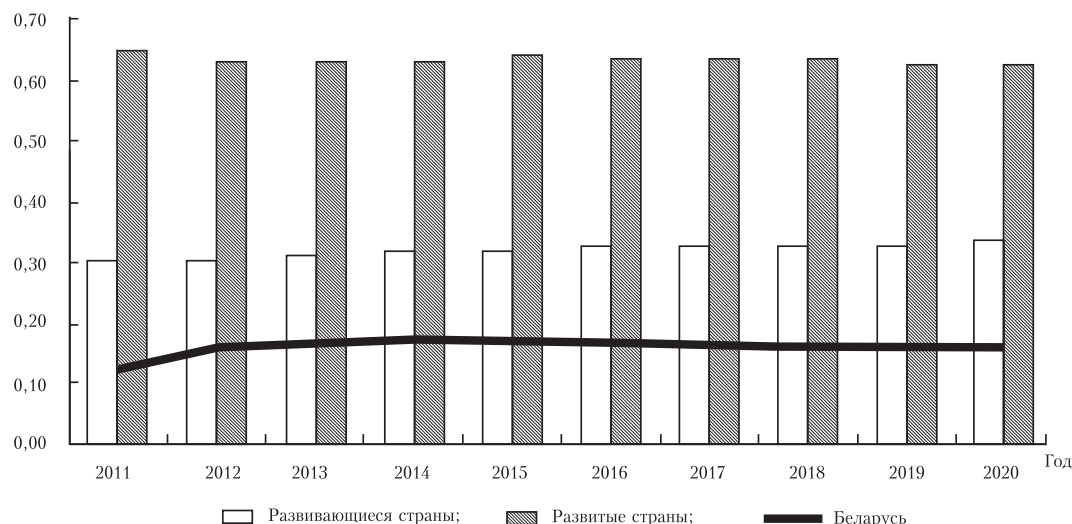


Рис. 4. Динамика индекса финансового развития по группам стран

Примечание: составлено нами на основе [3].

Анализируя оценки состояния финансовых рынков и финансовых институтов в составе общей оценки финансового развития стран ЕАЭС, можно сделать вывод о превышении масштабов и эффективности функционирования финансовых институтов над соответствующими характеристиками функционирования финансовых рынков, что сопоставимо с показателями развивающихся стран в целом. Данная тенденция характерна и для развитых стран, но определяется меньшим разрывом (рис. 5).

Как проиллюстрировано на рис. 6, функционирование финансовых институтов и финансовых рынков с позиций глубины, доступности и эффективности также характеризуется неоднородностью. Для Армении, Беларуси и Кыргызстана значения субиндексов глубины, доступности и эффективности финансовых рынков находятся на низком уровне и не превышают 0,03. Значение субиндекса глубины финансового рынка Казахстана по итогам 2020 г. составляет 0,21 и приближается к значению аналогичного показателя в целом по развивающимся странам, составляющего 0,23. Возможность экономических субъектов привлекать ресурсы с помощью финансового рынка Казахстана оценивается на уровне 0,54, что практически соответствует значению показателя доступности финансовых рынков развитых стран, в то же время эффективность его функционирования находится на низком уровне — 0,01.

Для финансового рынка России значение субиндекса доступности ниже, чем для Казахстана, на 0,05 единицы и выше его значения по совокупности развивающихся стран на 0,26 единицы. Функционирование финансового рынка России характеризуется наибольшим масштабом, что подтверждается значением субиндекса глубины, равным 0,34, а также достаточно высокой эф-

фективностью, сопоставимой по значению с показателем эффективности, рассчитанным по совокупности развитых стран (0,49 — для России, 0,48 — для развитых стран). Показатели, формирующие субиндекс глубины финансовых институтов и характеризующие инвестиционный потенциал финансовых рынков стран ЕАЭС, находятся в пределах 0,06 (Кыргызстан) — 0,20 (Россия) и не достигают значения, рассчитанного по совокупности развивающихся стран, равного 0,26. Для развитых стран данный показатель по итогам 2020 г. составляет 0,67. Наименьшая доступность финансовых услуг, оказываемых институтами финансового сектора, характерна для Беларуси (0,25), в то время как ее значение для России превышает показатели по развитым странам на 0,21 единицы и составляет 0,78. С позиции доступности финансовых институтов Армении и Казахстана оцениваются на более высоком уровне, чем по совокупности развивающихся стран, Кыргызстана — на уровне, близком к Беларуси. Наиболее положительной тенденцией финансового развития стран ЕАЭС является высокий уровень эффективности функционирования финансовых институтов. В то время как для развивающихся и развитых рынков значения субиндексов эффективности равны соответственно 0,61 и 0,60, для рынков Беларуси, Казахстана и Кыргызстана их значения составляют 0,55, 0,46 и 0,46 соответственно. При этом эффективность функционирования финансовых институтов Армении и России находится на более высоком уровне, чем в некоторых развитых странах. Например, для Швейцарии и Великобритании значения рассматриваемого показателя по итогам 2020 г. составили 0,62 и 0,61 соответственно, в то время как эффективность финансовых институтов Армении и России оценивается на уровне 0,65 и 0,69 соответственно.

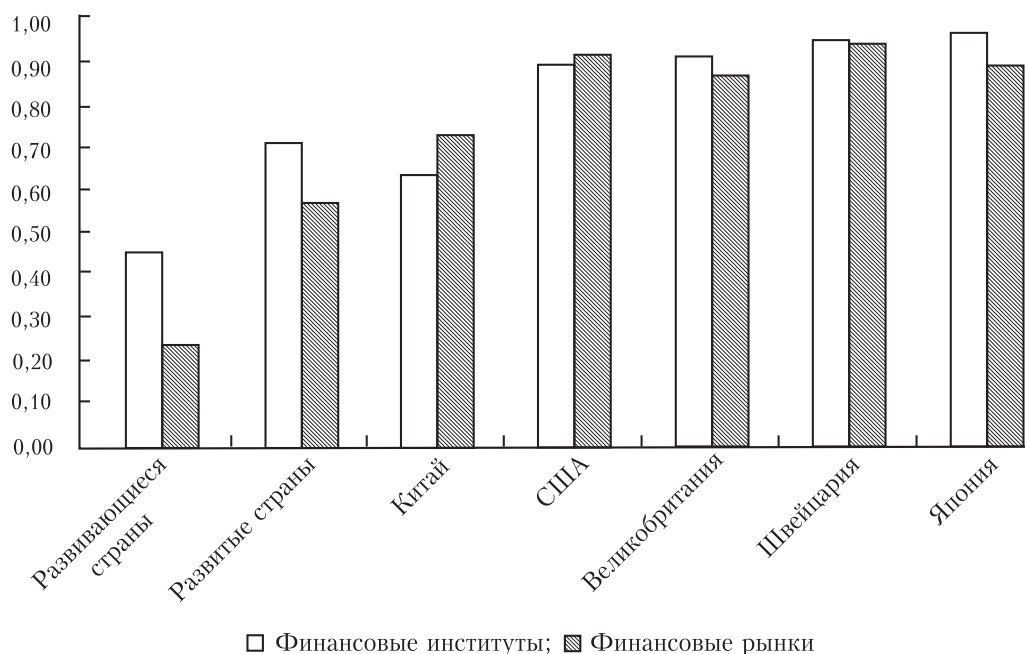
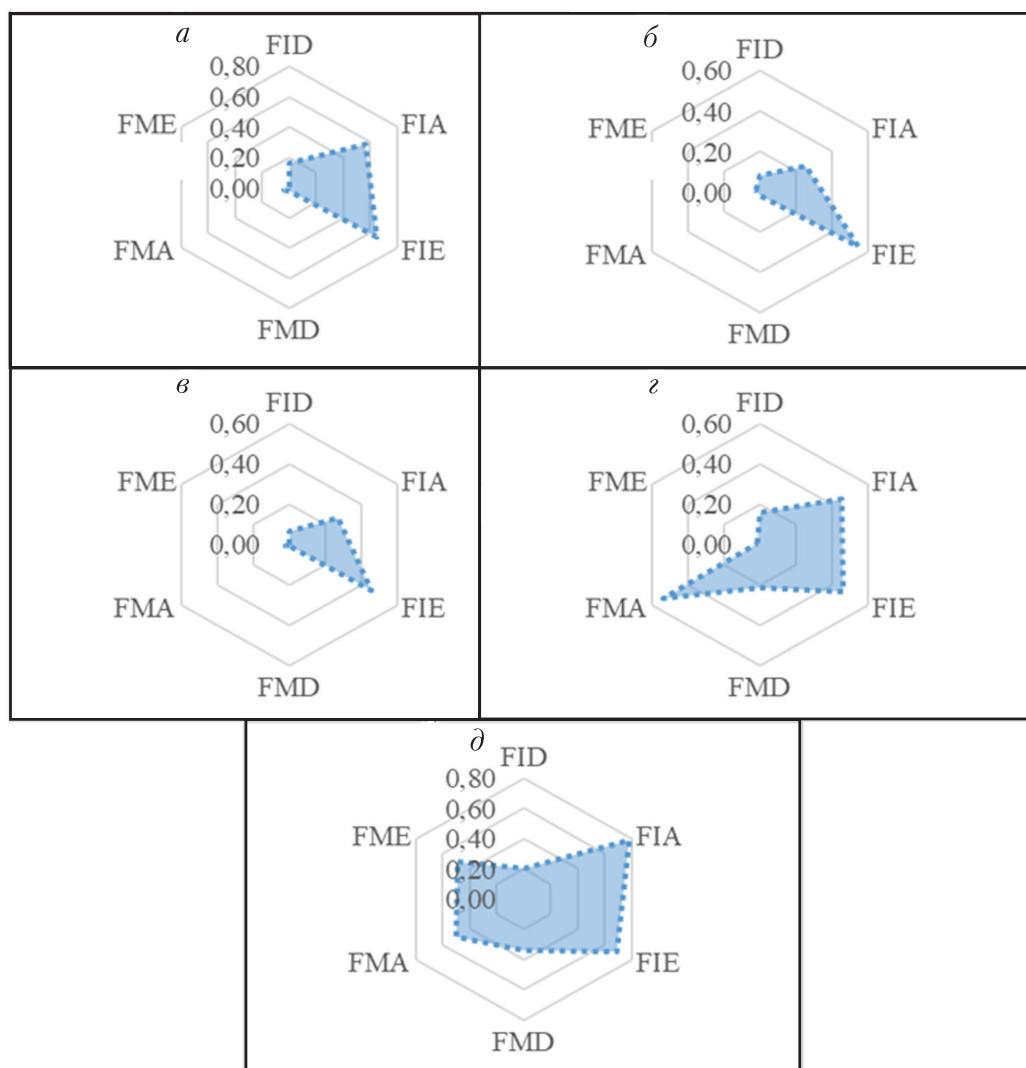


Рис. 5. Индексы развития финансовых институтов и финансовых рынков стран по итогам 2020 г.

Примечание: составлено нами на основе [3].

Уровень развития финансовых систем стран ЕАЭС дифференцируется как в рамках объединения, так и по отношению к другим развивающимся странам, что обусловлено различным уровнем экономического развития, мобильности капитала и доступных финансовых ресурсов. В связи с этим

для эффективной финансовой интеграции необходима не только гармонизация национальных законодательств как внутри правового поля ЕАЭС, так и на международном уровне, но и формирование единой инфраструктуры финансового рынка, предполагающей возможность создания единой системы электронных торгов, предоставляющей дистанционный доступ к различным финансовым инструментам и способам привлечения капитала, эффективное функционирование которой будет обеспечено в том числе посредством формирования единых стандартов систем отчетности, аудита, оценки и контроля рисков, оценки финансовых институтов (наднациональным рейтинговым агентством) в целях повышения информационной прозрачности и устойчивости финансовых рынков.



*a* — Армения; *б* — Беларусь; *в* — Кыргызстан;  
*г* — Казахстан; *д* — Россия

Рис. 6. Значения характеристик финансового развития стран ЕАЭС по итогам 2020 г.

Примечание: составлено нами на основе [3].



**Заключение.** Проведенный анализ финансового развития государств — членов ЕАЭС позволяет сделать следующие выводы:

эффективность функционирования финансовых институтов и доступность оказываемых ими услуг для большинства стран ЕАЭС можно считать сильными сторонами финансового развития стран — участниц объединения, в то время как критерии, характеризующие инвестиционный потенциал и состояние развития финансовых рынков свидетельствуют о необходимости принятия дополнительных мер, способствующих их более полному экономическому развитию;

разрозненность значений рассмотренных показателей свидетельствует о присутствии различий как в институциональных характеристиках финансовых секторов стран ЕАЭС, так и в уровнях развития финансовых рынков, что осложняет и замедляет их интеграцию в финансовой сфере;

преодоление существующих противоречий возможно посредством унификации деятельности инфраструктурных институтов национальных финансовых рынков, в частности фондового рынка и создания единой системы электронных торгов, предоставляющей дистанционный доступ к различным финансовым инструментам и способам привлечения капитала, а также формирования на основе единых стандартов систем отчетности, аудита и оценки финансовых институтов в целях повышения информационной прозрачности финансовых рынков, что будет способствовать увеличению инвестиционного потенциала и ускорению инвестиционного развития стран — участниц ЕАЭС. Для повышения конкурентоспособности экономики Республики Беларусь и дальнейшего развития интеграционного сотрудничества представляется возможным использование инструмента первичного публичного размещения акций ведущими промышленными предприятиями страны, позволяющего привлечь капитал долевым способом на фондовой бирже, диверсифицировать и хеджировать инвестиционные риски. Гармонизация нормативной базы и практик в финансовой сфере приведет к увеличению глубины финансовых рынков, росту долгосрочных инвестиций, повышению конкурентоспособности, эффективности финансового развития государств — членов ЕАЭС.

### Литература и электронные публикации в Интернете

1. О Концепции формирования общего финансового рынка Евразийского экономического союза [Электронный ресурс] : Решение Высш. Евраз. экон. совета, 1 окт. 2019 г., № 20 // Евразийская экономическая комиссия. — Режим доступа: <https://www.nrb.by/today/internationalcooperation/eeu/acts/decision20-2019.pdf>. — Дата доступа: 18.02.2023.

2. *Svirydzhenka, K.* Introducing a New Broad-based Index of Financial Development [Electronic resource] / K. Svirydzhenka. — Mode of access: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2016/wp1605.pdf>. — Date of access: 05.02.2023.

3. Financial development index database [Electronic resource]. — Mode of access: <https://data.imf.org/?sk=F8032E80-B36C-43B1-AC26-493C5B1CD33B>. — Date of access: 19.02.2023.



---

**MARGARITA PASTUKHOVA**

---

**FINANCIAL DEVELOPMENT  
AND FINANCIAL MARKET INTEGRATION  
OF THE EAEU MEMBER STATES**

---

**Author affiliation.** *Margarita PASTUKHOVA (margarita\_a13@mail.ru), Belarus State Economic University (Minsk, Belarus).*

**Abstract.** The article gives an assessment of the financial development of the EAEU member states in comparison with developing and developed countries and analyzes their financial development from the standpoint of depth, accessibility, and efficiency in terms of financial institutions and financial markets. The heterogeneity of the indicators under consideration is revealed, which is a sign of the presence of differences both in the institutional characteristics of the financial sectors of the EAEU countries and in the levels of development of financial markets. Directions for improving financial integration are proposed, including the creation of a unified system of electronic trading, taking into account the unification of the activities of infrastructure institutions, and improving information transparency of financial markets, which will accelerate financial integration and increase investment flows of the EAEU member countries.

**Keywords:** integration of financial markets; investment potential; financial development index; institutional financial infrastructure; investment development.

UDC 336.7

---

*Статья поступила  
в редакцию 11. 04. 2024 г.*

**ИЗДАТЕЛЬСКИЙ ЦЕНТР БГЭУ  
представляет**

**Протасеня, В. С.**

**Маркетинг инноваций** : учеб. пособие / В. С. Протасеня. — Минск : БГЭУ, 2024. — 547 с.

Рассмотрены основные категории, функции, технологии и инструменты маркетинга инноваций; раскрыты содержание и структура инновационного процесса, включающая стадии инициирования, создания, производства, реализации и потребления инновационных продуктов; показаны механизм функционирования и состав рынка инноваций, особенности проектирования жизненного цикла инноваций и управления им; особенности разработки, формирования цены, продвижения и сбыта инновационного продукта.

Рекомендуется обучающимся по программе бакалавриата специальности «Маркетинг», а также студентам, обучающимся по экономическим специальностям, магистрантам, аспирантам, преподавателям, менеджерам и специалистам, работающим в сфере менеджмента и маркетинга.