



ЦЕНТР  
СТРАТЕГИЧЕСКИХ  
РАЗРАБОТОК

ЭКОНОМИЧЕСКОЕ  
**РАЗВИТИЕ**

Ю. А. **ДАНИЛОВ**, А. Е. **АБРАМОВ**,  
О. В. **БУКЛЕМИШЕВ**

# РЕФОРМА ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ И НЕБАНКОВСКОГО ФИНАНСОВОГО СЕКТОРА



**РАНХиГС**

РОССИЙСКАЯ АКАДЕМИЯ НАРОДНОГО ХОЗЯЙСТВА  
И ГОСУДАРСТВЕННОЙ СЛУЖБЫ  
ПРИ ПРЕЗИДЕНТЕ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

МОСКВА  
**МАЙ 2017**

# Содержание

|   |    |
|---|----|
| Введение.....   | 4  |
| Теоретические аспекты финансового развития<br>и его влияния на социально-экономическое развитие.....  | 6  |
| 1.1 Социально-экономические функции финансового сектора.....  | 6  |
| 1.2 Современный подход к оценке финансового развития<br>(развития финансового сектора).....           | 8  |
| 1.3 Влияние финансового развития на социально-экономическое развитие.....                             | 14 |
| Текущее состояние небанковского финансового сектора,<br>основные проблемы и препятствия развития..... | 19 |
| 2.1 Текущая ситуация — основные количественные<br>и качественные характеристики.....                  | 19 |
| 2.2 Основные вызовы и проблемы.....   | 36 |
| 2.2.1 Оценка эффективности выполнения социально-экономических функций.....                            | 36 |
| 2.2.1.1 Трансформация сбережений в инвестиции.....  | 36 |
| 2.2.1.2 Трансформация рисков.....   | 41 |
| 2.2.1.3 Аллокация ресурсов и сохранение стоимости.....  | 41 |
| 2.2.1.4 Справедливое ценообразование.....   | 43 |
| 2.2.2 Основные проблемы развития небанковского финансового сектора<br>и их иерархия.....              | 44 |
| 2.2.2.1 Проблема капиталообразования.....   | 47 |
| 2.2.2.2 Проблема неэффективной трансформации рисков.....  | 51 |
| 2.2.2.3 Проблема низкой внутренней эффективности финансовых рынков.....                               | 53 |
| 2.2.2.4 Проблемы за пределами небанковского финансового сектора,<br>препятствующие его развитию.....  | 56 |
| Анализ существующего опыта реформ небанковского финансового сектора.....                              | 58 |
| 3.1 Оценка эффективности реформирования сектора в России.....   | 58 |
| 3.2 Мировой опыт реформирования сектора.....  | 61 |
| 3.2.1 Национальные стратегии развития финансового сектора.....  | 61 |
| 3.2.2 Стратегические планы финансовых регуляторов.....  | 63 |
| 3.2.3 Важнейшие элементы лучшей практики развития отдельных сегментов<br>финансового рынка.....       | 65 |

|  |        |
|--|--------|
| Концептуальные предложения по реформированию небанковского<br>финансового сектора в России.....                            | 72     |
| 4.1. Целевое состояние.....  | 72     |
| 4.2. Выбор пути дальнейшего развития.....  | 73     |
| 4.3 Ключевые направления реформ.....   | 83     |
| 4.3.1 Обязательные внешние условия для проведения реформ небанковского<br>финансового сектора («макрореформы»).....        | 83     |
| 4.3.2 Реформы небанковского финансового сектора<br>в целом («мезореформы»).....  | 85     |
| 4.3.3. Реформирование отдельных сегментов небанковского<br>финансового сектора.....  | 89     |
| 4.3.3.1. Предложения по реформе страхового сектора.....  | 90     |
| 4.3.3.2 Концептуальные предложения по развитию сектора услуг<br>регистраторов и депозитариев (учетная инфраструктура)..... | 92     |
| 4.4 Конечные результаты реформ и целевые показатели.....   | 93     |
| <br>Заключение.....  | <br>95 |
| <br>Список использованных источников.....  | <br>99 |

# Введение

Настоящий доклад рассматривает проблемы финансовых рынков и небанковского финансового сектора России, которые потенциально могут играть важную роль в процессах ускорения экономического роста, повышения его качества, а также поступательного увеличения благосостояния населения. Однако текущее положение данного сектора может быть охарактеризовано как глубокая депрессия с невысокими перспективами развития. Данное противоречие (между высоким потенциалом развития и текущим состоянием) в значительной мере обусловлено неэффективной государственной политикой по отношению к данному сектору. Поэтому совершенствование этой политики, предполагающее, в том числе, изменение ее принципиальных подходов, может кардинальным образом изменить ситуацию, обеспечив значительное повышение вклада сектора в социально-экономическое развитие. В связи с этим вопрос реформ является крайне актуальным.

В настоящем докладе мы рассматриваем проблемы финансовых рынков и небанковского финансового сектора. Отделение финансовых рынков от институциональных сегментов финансового сектора для целей анализа лежит в основе подхода Всемирного банка, реализованного в 2013 году при построении Глобальной базы данных финансового развития (GFDD) и подхода МВФ, реализованного в 2015 году при разработке Индекса финансового развития (FDI). Проблемы банковского сектора мы в настоящем докладе не рассматриваем, за исключением случаев, когда он оказывает значительное влияние на объекты исследования настоящего доклада. При этом в совокупности финансовые рынки, банковский сектор и сектор небанковских финансовых организаций составляют национальный финансовый сектор, выполняющий социально-экономические функции в рамках народного хозяйства как единый комплекс рынков и институтов.

Необходимость проведения глубоких реформ, которые позволят переломить ситуацию и перейти от деградации сектора к его интенсивному развитию, обусловлена также текущей экономической ситуацией. Российская Федерация столкнулась с остановкой экономического роста, в основе которой лежит дисбаланс инвестиционного спроса и доступных ресурсов. Функция небанковского финансового сектора — обеспечивать долгосрочные инвестиции в экономику. Более того, в ситуации закрытия западных финансовых рынков

для многих российских компаний, истощения государственных ресурсов, невозможности наращивания объемов долгосрочного кредитования банковской системой без существенного снижения ее надежности, именно решительный прорыв в развитии небанковского финансового сектора может способствовать кардинальному изменению ситуации с долгосрочными инвестициями в российской экономике.

Данный доклад разработан в ходе работ над Стратегией социально-экономического развития России на период до 2024 года, и полученные в нем выводы послужили основой для разработки конкретных предложений в области реформирования небанковского финансового сектора РФ.

Авторы доклада выражают искреннюю благодарность всем участникам рабочей группы ЦСР по финансовым рынкам и небанковским финансовым организациям. Идеи, замечания и предложения, сформулированные участниками рабочей группы в ходе заседаний и в присылаемых материалах, были активно использованы при подготовке данного доклада. Авторы особо признательны В. О. Шокину и П. М. Ланскову, чьи идеи легли в основу подпунктов 4.3.3.1 и 4.3.3.2. Кроме того, авторы благодарят всех экспертов, ознакомившихся с докладом и высказавших замечания и предложения по его доработке.

# 1.

## Теоретические аспекты финансового развития **и его влияния** **на социально-** **экономическое развитие**

### 1.1 Социально-экономические функции финансового сектора

Вопрос о функциях финансового сектора в социально-экономической системе, в том числе в развивающихся странах и в странах с развивающимися финансовыми рынками актуализировался в конце 1990-х годов.

Росс Левайн называл 5 основных функций финансовой системы [1, р. 691]:

- хеджирование, диверсификация и разделение рисков;
- оптимальная аллокация ресурсов;
- мониторинг деятельности менеджеров и осуществление корпоративного контроля;
- мобилизация сбережений;
- облегчение процесса торговли (обмена) товаров и услуг.

Данный подход закрепился в теоретической литературе и близок к сегодняшнему консенсусу о функциях финансовой системы применительно к условиям развитых рынков. Но особенности функционирования развивающихся финансовых рынков стали предметом дискуссии. Джозеф Стиглиц выделил семь основных функций развивающегося финансового рынка [2, р. 9–10]:

- передача ресурсов (капитала) от сберегающих агентов к заемщикам и инвесторам;
- агломерация (объединение) капитала, обусловленная повышенным объемом спроса на капитал для финансирования проектов по сравнению с объемом предложения капитала отдельной группы сберегающих агентов;
- отбор проектов;
- мониторинг использования средств по проекту;
- обеспечение выполнения контрактов (возврата);
- передача, разделение рисков;
- диверсификация рисков.

Немногим ранее Джек Глэн, указывая на четыре функции финансовых рынков (раскрытие информации о стоимости финансовых активов; хранение богатства; распределение рисков через диверсификацию; мобилизация капитала), особо подчеркивал, что способность финансовых рынков выполнять функцию мобилизации капитала делает их особо привлекательными для развивающихся стран, где предложение капитала может быть недостаточным [3].

Иерархическую систему функций развивающегося финансового рынка в экономике предложили авторы программы модернизации индийского финансового рынка «A Hundred Small Steps», подготовленной под руководством Рагхурама Раджана. Они выделили следующие функции финансового рынка [4, р. 103]:

**А.** «Первичные»: хорошо функционирующие здоровые финансовые рынки позволяют:

- эффективно перераспределять риски таким образом, что в итоге риски несут наиболее приспособленные для этого агенты рынка, освобождая от риска менее приспособленных (лучшее перераспределение рисков);
- обеспечивать четкий сигнал о состоянии и перспективах компаний и секторов экономики (лучшее сигнализирование);
- осуществлять сведение потребителей и поставщиков финансовых ресурсов с наименьшими издержками, минимизируя риски и затраты инвесторов, связанные с необходимостью использовать услуги посредников (низкие издержки).

**Б.** «Вторичные»: на основе лучшего перераспределения рисков, лучшего сигнализирования

и низких издержек финансовые рынки позволяют:

- сократить стоимость финансирования для компаний, домохозяйств и правительства, позволяя им финансировать инвестиции, инновации и рост;
- обеспечить наилучшее распределение ресурсов в экономике, включая перемещение ресурсов из сокращающихся секторов в расцветающие сектора, улучшая тем самым эффективность используемого капитала и общую стабильность в экономике;
- использовать рынки акций и облигаций в качестве буфера, поглощающего потери домохозяйств от рискованных (венчурных) вложений;
- улучшать процесс выработки макроэкономической политики.

Опираясь на эти работы, мы считаем, что финансовый сектор призван выполнять следующие наиболее важные функции в рамках социально-экономической системы:

- трансформация сбережений в инвестиции, прежде всего в долгосрочные инвестиции (включая агломерацию капитала, обусловленную повышенным объемом спроса на капитал для финансирования проектов по сравнению с объемом предложения капитала отдельными сберегающими агентами);
- трансформация (распределение, перераспределение и диверсификация) рисков предпринимательской деятельности, включая инвестиционную деятельность;
- обеспечение эффективной аллокации ресурсов в рамках народного хозяйства, включая сохранение и приумножение стоимости накопленного богатства (сбережений) и обеспечение финансовой безопасности граждан;
- обеспечение эффективного (справедливого) ценообразования на финансовые активы.

На основе данной классификаций функций финансового сектора в народном хозяйстве далее в настоящем докладе будет проведена оценка эффективности выполнения финансовым сектором данных функций и определены основные проблемы развития российского финансового сектора как составной части народнохозяйственного комплекса страны.

## 1.2 Современный подход к оценке финансового развития (развития финансового сектора)

Впервые в комплексном виде показатели, которые используются в настоящее время для оценки уровня финансового развития в различных странах мира, проводимой Всемирным

банком, были предложены в работе [5, с. 597–605], и затем, более развернутом виде, в работе [6, с. 18–35].

В работе [6] в качестве показателей финансового развития использовались показатели размера рынков и секторов рынка, в той или иной степени совпадающие с показателями финансовой глубины; показатели эффективности финансовых институтов и их групп; структурные показатели рынков и секторов; показатели итогов функционирования финансового сектора в виде ресурсов, поставляемых в реальный сектор экономики.

Для того, чтобы создать логически стройный комплекс показателей, характеризующих различные сегменты финансового сектора, авторы провели классификацию финансовых институтов, деятельность которых они оценивали. Из всех финансовых институтов были выбраны только те институты, которые соответствовали понятию финансовых посредников в соответствии с американскими и международными статистическими стандартами, и не были выбраны, в том числе, финансовые институты, понимаемые в соответствии с этими стандартами как прочие финансовые организации (куда попадали, в частности, брокеры/дилеры и биржи).

Выбранные финансовые институты (финансовые посредники) были сгруппированы в три группы:

- а)** Центральный банк,
- б)** Депозитные банки (DMB),
- в)** Прочие финансовые институты.

Прочие финансовые институты, с вою очередь, подразделялись на следующие подгруппы (категории):

- 1)** Банкоподобные институты,
- 2)** Страховые компании,
- 3)** Частные пенсионные и резервные (provident) фонды,
- 4)** Объединенные инвестиционные схемы (Pooled investment schemes),
- 5)** Банки развития.

На основе классификации финансовых институтов была предложена структурированная система показателей оценки уровня финансового развития, в которой данные показатели

были сгруппированы следующим образом:

**1. Размеры и деятельность финансовых посредников:**

- 1.1. Показатели размера финансовых посредников;
- 1.2. Показатели деятельности финансовых посредников.

**2. Эффективность и структура рынка коммерческих банков:**

- 2.1. Оценки эффективности;
- 2.2. Оценки структуры рынка.

**3. Прочие финансовые институты: Оценки размера и деятельности прочих финансовых институтов.**

**4. Характеристики финансовых рынков:**

- 4.1. Показатели размеров, эффективности и деятельности фондовых рынков (рынков акций);
- 4.2. Показатели размера рынка облигаций;
- 4.3. Показатели размера первичных рынков акций и облигаций.

В совокупности данный комплекс показателей получил название «База данных по финансовому развитию и структуре». Вышеприведенный комплекс показателей в дальнейшем был незначительно модернизирован, с добавлением нескольких показателей, характеризующих внутренние структурные пропорции отдельных сегментов финансового рынка, в 2006 году. Общее число показателей достигло 22.

Кардинальная модернизация началась уже после кризиса 2008 – 2009 гг. в целях существенного расширения охвата различных аспектов деятельности финансового сектора и его роли в процессах социально-экономического развития, а также в целях увеличения количества анализируемых стран [7]. База данных по финансовому развитию и структуре стала основой для существенно более широкого комплекса показателей, в котором были не только добавлено большое количество новых показателей и групп показателей, но была проведена внутренняя реструктуризация базы данных. Новая база данных получила наименование «Глобальная база данных финансового развития» (Global Financial Development Database – GFDD) [8]. Общее количество используемых показателей достигло 111.

В состав показателей был добавлен принципиально новый блок показателей, характеризующих финансовую доступность (access), которая в дальнейшем трактовалась уже как финансовая вовлеченность (financial inclusion) [9].

В работе [7] было обосновано принципиальное изменение структуры базы данных. По мнению авторов, для полноценного измерения финансового развития и определения его основных бенчмарков необходимо иметь оценки следующих четырех важнейших групп характеристик финансовых институтов и рынков:

- а)** размер финансовых институтов и рынков (оценка финансовой глубины),
- б)** степень, в которой люди могут, либо не могут использовать финансовые институты и рынки (оценка доступности),
- в)** эффективность финансовых институтов и рынков в предоставлении финансовых услуг (оценка эффективности),
- г)** стабильность финансовых институтов и рынков (оценка стабильности).

Эти четыре группы характеристик измеряются как для финансовых институтов, так и для финансовых рынков (рынков акций и облигаций), что приводит к формированию матрицы характеристик финансовой системы размером 4x2.

Основанная на этих концептуальных положениях, но отклоняющаяся от них в отдельных практических аспектах, принципиальная структура базы данных GFDD может быть представлена в следующем виде:

- 1)** Показатели финансовой доступности (доступности финансовых продуктов и услуг) для населения и фирм, а также, отчасти, степени использования возможностей финансового рынка фирмами для финансирования своего капитала.
- 2)** Показатели глубины финансового сектора, включающие:
  - Показатели емкости институциональных сегментов финансового сектора, в % к ВВП;
  - Показатели емкости финансовых рынков, в % к ВВП.
- 3)** Показатели эффективности, включающие:
  - Структурные характеристики доходов и расходов финансовых организаций, их рентабельности;

- Показатели качества рынков, включая их ликвидность;
- Объем ресурсов, предоставляемых финансовым сектором другим секторам экономики (частному сектору и сектору государственного управления).

**4) Показатели стабильности, включающие:**

- Показатели финансовой устойчивости банков;
- Показатель волатильности рынка акций.

**5) Прочие показатели (показатели конкуренции и концентрации в банковском секторе, показатели трансграничных потоков капитала и их значения для банковской системы, прочие показатели открытости экономики, характеристики внутренних рынков лизинга и факторинга, показатели широты фондового рынка и его доходности, показатели инфляции, показатели размера экономики).**

Расширение базы данных показателей финансового развития в направлениях финансовой доступности и стабильности, ярко проявляющееся при сопоставлении варианта базы данных образца 2013 года с вариантом образца 2000 года, на наш взгляд, соответствует произошедшему переосмыслению данных факторов для финансового развития. Кризис 2008–2009 гг. продемонстрировал критически важную роль фактора устойчивости как отдельных финансовых организаций, так и финансового сектора в целом. Кроме того, кризис займов сабпрайм в 2007 году обнажил естественные пределы повышения емкости финансового сектора без существенного расширения той базы, на которой развиваются финансовые институты. Такое расширение возможно только за счет повышения уровня финансовой доступности.

Сотрудники МВФ, опираясь на базу данных Всемирного банка, предложили рассчитывать Индекс финансового развития (Index of Financial Development), опирающийся на 20 показателей, объединенных в 6 групп, формирующих матрицу показателей 2X3: финансовой глубины (выражены в % к ВВП), финансовой доступности и эффективности для финансовых институтов и финансовых рынков [10, Р. 34].

В данном случае в качестве показателей финансовой глубины для финансовых институтов предлагаются:

- кредит частному сектору (в % к ВВП),
- активы пенсионных фондов (в % к ВВП),
- активы взаимных фондов (в % к ВВП),

- страховые премии (страхования жизни и прочие), также в % к ВВП.

В качестве показателей финансовой глубины для финансовых рынков предлагаются:

- капитализация рынка акций, в % к ВВП;
- объем торговли акциями, в % к ВВП;
- международные долговые ценные бумаги правительств, в % к ВВП;
- сумма внутренних и внешних долговых ценных бумаг нефинансовых корпораций, в % к ВВП;
- сумма внутренних и внешних долговых ценных бумаг финансовых корпораций, в % к ВВП.

На основе предложенной методики расчета Индекса финансового развития был проведен расчет данного Индекса и сопоставление полученных результатов с другими показателями, ранее традиционно рассматривавшимися в качестве обобщающих показателей развития финансового сектора и его роли в экономическом развитии. В работе [11, Р. 20–23] было показано, что существует высокая корреляция между Индексом финансового развития и его частными показателями (за исключением показателей эффективности финансовых институтов и финансовых рынков), с одной стороны, и показателем кредита частному сектору, с другой стороны. Для нас важно отметить, что показатели финансовой глубины применительно как к финансовым институтам, так и к финансовым рынкам, используемые при расчете Индекса финансового развития, имеют с показателем кредита частному сектору высокие показатели корреляционной связи.

Необходимо остановиться также на показателях, которые чаще всего использовались в научных работах в качестве обобщающих, интегральных характеристик развития финансового сектора. Чаще всего с 1970-х годов используется показатель соотношения частного кредита и ВВП, несколько реже – показатель соотношения рыночной капитализации и ВВП [11, Р. 4]. В работе [12] были одновременно использованы оба эти показателя в качестве измерителей интегрального воздействия финансового развития на экономический рост.

Используемый в российской экономической литературе и в российских экономических дискуссиях в качестве обобщающего показателя финансового развития показатель монетизации экономики (соотношение денежного агрегата М2 и ВВП) в мировой практике и в иностранной научной литературе в качестве такового, как правило, не используется.

Необходимо отметить, что не собирается и не используется в качестве обобщающего показателя развития финансового сектора в качестве отдельного показателя такой показатель,

как кредит реальному сектору. Реальный сектор не выделяется отдельно как целевой получатель финансовых ресурсов от финансового сектора. Используется иной подход, когда совокупно оцениваются финансовые ресурсы, поступающие от финансового сектора во все другие сектора экономики в рамках показателя «совокупный кредит нефинансовому сектору».

Данный показатель определяется как остаточная стоимость кредита (задолженности перед финансовым сектором прочих секторов экономики, включая реальный сектор, сектор домохозяйств и сектор государственного управления) в конце отчетного периода. Учитываются те кредитные ресурсы, которые предоставляются отечественными банками другим секторам экономики и нерезидентам. С точки зрения финансовых инструментов, учитываемых при определении остаточной суммы такого кредита, данный кредит покрывает основной долг, определяемый как кредиты, долговые ценные бумаги и прочие долговые инструменты.

Далее в настоящем докладе мы оцениваем уровень развития финансовых рынков и небанковского финансового рынка Российской Федерации на основе описанных подходов.

## 1.3 Влияние финансового развития на социально-экономическое развитие

Финансовый рынок играет ключевую роль в обеспечении оптимальной аллокации ресурсов на макроуровне с точки зрения теории общественного благосостояния.

Первая фундаментальная теорема данной теории, постулирующая Парето-оптимальное распределение ресурсов в состоянии равновесия, опирается на посыпки «полноты рынков» (т. е. возможности заключения сделок по любому активу в любом возможном состоянии среды) [13] и конкурентное поведение участников рыночного процесса. На основе этого подхода впоследствии впервые было сформулировано понятие эффективности финансового сектора, предшествующее концепции информационной эффективности финансового рынка Юджина Фама. Понятие «распределительной эффективности» (allocational efficiency) использовалось в качестве оценки эффективности выполнения финансовым рынком своих функций в народнохозяйственном комплексе (см., например, [14]).

Второй фактор, конкурентность ценообразования, когда каждый из участников воспринимает цены как данность и не может на них влиять, в свою очередь, также является одним из источников обеспечения максимально возможной степени полноты рынка. Последние 50 лет под термином «эффективность финансового рынка» как правило, понимается эффективность в ценовом (информационном) смысле, в

соответствии с трактовкой, предложенной Юджином Фама в его диссертации 1960 года, опубликованной в 1965 г. [15]. В рамках этой гипотезы невозможны ни манипулирование рынком, ни инсайдерская торговля, ни арбитраж, и все это основано на предположении о незыблемости цен на финансовые активы, складывающиеся на рынке.

Таким образом, с этой точки зрения повышение эффективности аллокации ресурсов в масштабе экономики равносильно продвижению в сторону обеспечения большей полноты рынка. Основным препятствием для этого служит высокий уровень транзакционных издержек – в том числе как возникающих естественным образом (например, благодаря эффектам асимметрии информации), так и создаваемых искусственно (в частности, в результате неэффективности действующих институтов). Иными словами, деятельность по сокращению транзакционных издержек (как существующих по объективным причинам, так и устраняемых) для функционирования финансового рынка можно рассматривать в качестве важнейшего направления решения обозначенных нами проблем.

Мы видим в качестве одной из центральных проблем, формирующих высокие транзакционные издержки для финансовых операций, обеспечение защиты прав инвесторов, прежде всего небольших [16].

Реально существующие эффекты асимметрии рыночной информации в отношении различных объектов и инструментов инвестирования многократно увеличиваются благодаря отсутствию должной защиты прав инвесторов как в режиме *ex ante*, так и с точки зрения недостаточной эффективности судебно-правовых механизмов, действующих *ex post*.

Более высокая степень неполноты рынка не позволяет страховать за счет проведения соответствующих финансовых операций риски, которые в противном случае могли бы быть застрахованы, обеспечивая не склонным к риску субъектам более широкий для них выбор приемлемых инвестиционных альтернатив [17].

В таких условиях, в частности, инвесторы требуют более высокой отдачи от своих вложений, а изменение уровня нормативной доходности оставляет на рынке в основном три категории проектов: гарантированные государством, объективно характеризующиеся высокой степенью риска или сугубо мошеннические. Высокие ценовые и конкурентные барьеры для входа на рынок, с одной стороны, препятствуют небольшим и новым компаниям в привлечении финансирования, а с другой – заставляют инвестора выбирать между безопасным и высокорискованным инвестированием, а кредитора – ратационировать кредит [18].

Такая конфигурация финансового рынка в первую очередь препятствует реструктуризации экономики, отбраковке плохих компаний и выходу на авансцену их более эффективных конкурентов. Несовершенства финансового рынка способствуют укреплению положения компаний-инкубентов и препятствуют входу на рынок новых фирм, способных с ними конкурировать [19].

С определенного момента исследователи стали обращать внимание на то, что в условиях развивающихся рынков, к которым относится и Россия, многие проблемы находят свое решение в несколько иных формах, чем те, которые признаны традиционными для условий развитых рынков. В значительной мере причиной этого является слабые формы информационной (ценовой) эффективности развивающихся рынков [20].

Поэтому в последние годы все больше работ посвящаются опыту решения проблем развития финансовых рынков, который оказался успешным в рамках развивающихся финансовых рынков. Среди этих работ необходимо выделить [21] и [22].

Начало теоретической дискуссии о роли финансового сектора в экономическом развитии было положено более 100 лет назад. Йозеф Шумпетер постулировал ведущую роль финансового сектора в экономическом развитии: «Финансовая система стимулирует внедрение инноваций и тем самым определяющим образом влияет на экономический рост в долгосрочной перспективе» [23]. Через 40 лет ему возразила Джоан Робинсон: «Развитие финансовых рынков лишь относительно пассивно следует за экономическим развитием» [24].

Дискуссия о роли и месте финансового сектора в экономическом развитии активно возобновилась в начале 90-х годов XX века, практически одновременно с резким ростом емкости финансового сектора. Проведя обширные статистические исследования, Росс Левайн и Роберт Кинг пришли к выводу о том, что «существует жесткая устойчивая связь между уровнем развития финансовых рынков и долгосрочными темпами экономического развития» [25]. Последующие 15 лет стали периодом активной дискуссии о роли финансов в экономическом развитии, которая завершилась окончательным признанием ведущей роли финансового сектора в экономическом развитии. Росс Левайн и Эшли Демиргюч-Кунт установили, что, во-первых, финансовое развитие оказывает положительное воздействие на экономическое развитие в различных его измерениях, и, во-вторых, эта связь является причинно-следственной связью, в которой причина на стороне финансового развития: «Существует положительная причинно-следственная связь между развитием финансового сектора и экономическим развитием: экономики с более развитыми финансовыми системами растут быстрее на долгосрочном горизонте» [26], [27].

Попутно они же указали на принципиальное различие между развитием банковского сектора и финансовых рынков: «Финансовые рынки растут быстрее банковской системы и по мере экономического развития финансовый сектор становится все более рыночно-ориентированным (market-based)» [28]. Необходимо отметить, что данный вывод был справедлив в течение, по крайней мере, 25 лет до кризиса 2008 года. После кризиса 2008 года данный тезис в мировом масштабе не подтверждается.

Таким образом, в результате теоретических изысканий было показано, что экономики с более развитыми финансовыми системами растут быстрее на долгосрочном горизонте. Именно на этом выводе основана главная причина заинтересованности государства в развитии

финансового сектора. Теоретически было также показано, что развитые и эффективные финансовые рынки благоприятно влияют на ряд социальных характеристик общества, в т.ч. способствуют снижению неравенства.

Кроме научных изысканий, сама жизнь указала на существенно выросшую роль финансового сектора в экономическом развитии. Кризис 2007–2009 гг. показал, что финансовый сектор не только увеличивает ресурсы для развития реального сектора, обеспечивая его инвестиционными ресурсами, но и является сильнейшим фактором потенциальной нестабильности (не только экономической, но и социально-политической) в том случае, когда государство не обеспечивает условия для эффективного устойчивого развития финансового сектора. Этот кризис стал первым в мировой истории глобальным финансово-экономическим кризисом, начавшимся не в сфере реального производства, а в финансовом секторе, что еще раз подчеркивает важность обеспечения условий для его эффективного устойчивого развития.

В последние годы переосмысливаются многие концепции, из которых ранее делался однозначный вывод, но современные уточнения приводят к более сложным объяснениям, часто заменяющих простые («линейные») рекомендации на более сложные конструкции («делай так, если»). В частности, была показана спорность тезиса о том, что финансовая глубина однозначно способствует ускорению темпов экономического роста в долгосрочной перспективе. Проведенные в последние годы исследования подтвердили нетривиальную природу взаимосвязи финансового развития и экономического роста. Они показали, что финансовое развитие увеличивает темпы экономического роста, но его влияние на экономический рост ослабляется на более высоких уровнях финансового развития, и в пределе может стать отрицательным [10]. Это соотношение между уровнем финансового развития и экономическим ростом принципиально подтверждает гипотезу эффекта «избыточных финансов» (“too much finance” effect), которая была предложена в работе [29]. Гипотеза утверждает, что на графике зависимости экономического роста от уровня финансового развития существует точка перегиба, за которой дополнительное финансовое углубление (повышение емкости финансовых рынков) будет на самом деле уменьшать экономический рост.

В работе [30] авторы установили, что положительная или отрицательная зависимость экономического роста от развития финансового сектора зависит от достигнутого уровня финансового развития, определяемого уровнем финансовой интеграции.

Ряд работ подвергают сомнению целесообразность ускоренного развития банковского сектора, и, соответственно, целесообразность мер, нацеленных на стимулирование его развития. Проведенный в работе [30] эмпирический анализ говорит о том, что для развитых стран развитие кредитных институтов после некоторого уровня может приводить к замедлению долгосрочного роста и увеличению уровня неравенства в экономике. В этих условиях существует ряд возможностей для правительства при проведении финансовых реформ и создания условий «роста для всех» (inclusive growth). При проведении таких реформ возможно сокращение общего уровня кредитования, которое в свою очередь может привести к более

высокому долгосрочному росту и снижению уровня неравенства в экономике. Эмпирические результаты в [31] говорят о том, что в большинстве развитых стран высокий уровень задолженности соответствует более низкому уровню роста, в то время как более развитый рынок ценных бумаг дает позитивный вклад в экономический рост.

В статье [32] на основе данных по 134 странам за период 28 лет было показано, что введение системы страхования вкладов задерживает развитие рынка ценных бумаг, небанковских институтов, привлекающих деньги, и даже банковского сектора, в тех случаях, когда закон и/или порядок его применения слабы. В то время как сильный режим правоприменения смягчает этот эффект, тем не менее, это не приводит к положительному результату для всех рынков. Для небанковских финансовых рынков выявленный эффект больше проявляется в долгосрочной перспективе. Поэтому страхование депозитов ускоряет развитие банковского сектора, но замедляет небанковских финансовых рынков независимо от уровня законности и порядка.

В работе [33] предложен эффективный инструмент анализа структуры финансового сектора и ее эффективности – концепция финансовой структуры. В ее рамках коэффициент финансовой структуры (Financial Structure Ratio – FSR) показывает соотношение банковского сектора и финансового рынка, что позволяет оценить вклад банковского и рыночного каналов финансирования инвестиций в долгосрочный экономический рост. Кроме того, с помощью показателя «финансового разрыва» (Financial Gap) авторы оценивают оптимальность финансовой структуры.

Данные результаты имеют очень серьезное значение для экономической политики, в рамках которой могут и должны быть установлены структурные приоритеты развития финансового сектора, обеспечивающие повышение долгосрочной экономической динамики и сокращение неравенства.

# 2.

## Текущее состояние небанковского финансового сектора, **основные проблемы и препятствия развития**

### 2.1 Текущая ситуация — основные количественные и качественные характеристики

Небанковский финансовый сектор в России в настоящее время находится в состоянии глубокой депрессии.

Прежде всего, это касается фондового рынка, как альтернативного банковскому кредитованию и централизованному финансированию механизма аккумуляции и перераспределения долгосрочных инвестиционных ресурсов. За последние 10 лет ключевое значение на бирже приобрели краткосрочные операции в области денежного и валютного рынка, доля рыночных сделок с капитальными активами становится все более незначительной. Доля денежного рынка в сделках с акциями выросла с 24% в 2005 г. до 86% в 2015 г.; в корпоративных облигациях рост составил соответственно с 42% до 94%, в секторе региональных облигаций — с 47% до 76% (см. таблицу 1).

Таблица 1. Соотношение денежного и фондового рынков на Московской бирже, %.

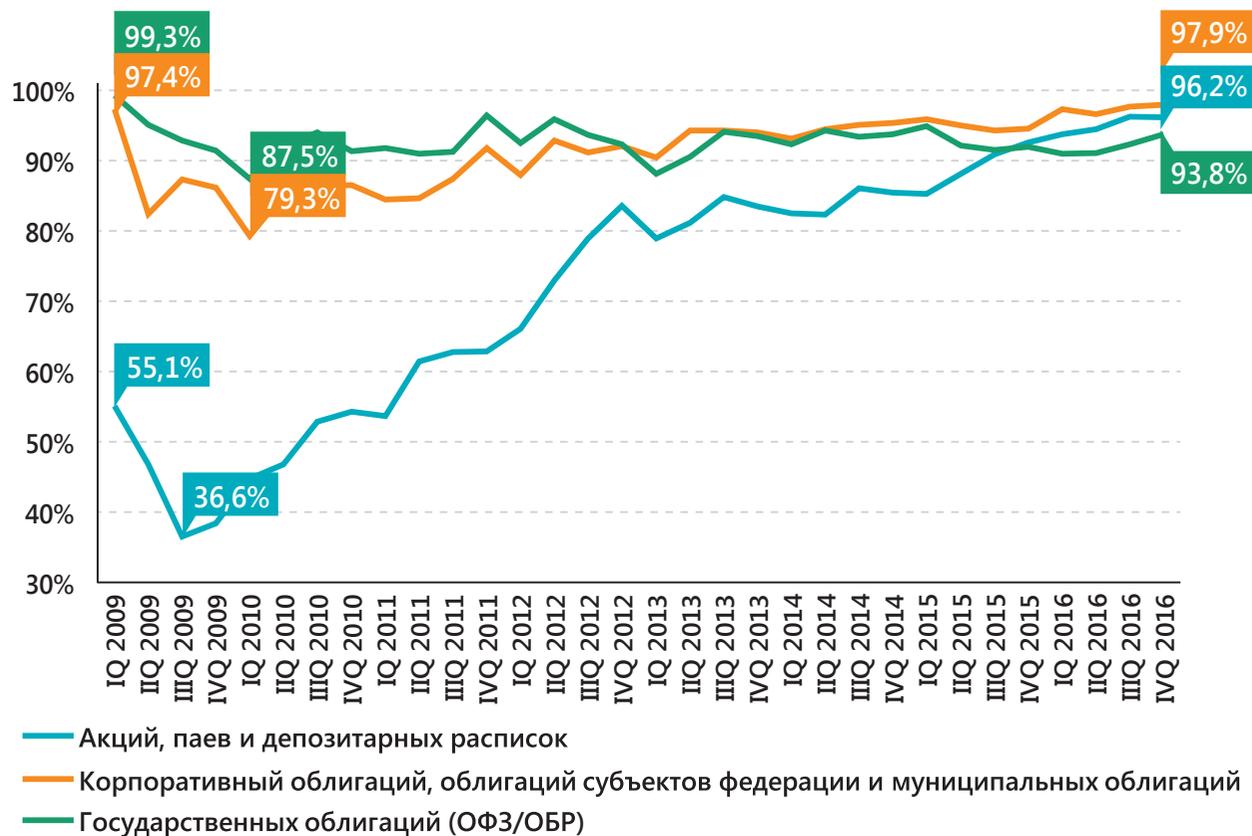
|                                      | 2005 г. |      | 2010 г. |      | 2015 г. |      |
|--------------------------------------|---------|------|---------|------|---------|------|
|                                      | ДР      | ФР   | ДР      | ФР   | ДР      | ФР   |
| <b>Акции</b>                         | 24,1    | 75,9 | 61,9    | 38,1 | 85,5    | 14,5 |
| <b>Корпоративные облигации</b>       | 41,9    | 58,1 | 83,8    | 16,2 | 94,2    | 5,8  |
| <b>Региональные облигации</b>        | 46,8    | 53,2 | 94,2    | 5,8  | 75,6    | 24,4 |
| <b>Государственные ценные бумаги</b> | –       | –    | –       | –    | 96,1    | 3,9  |

Условные обозначения: ДР — денежный рынок (сделки РЕПО); ФР — фондовый рынок (рыночные и переговорные сделки на бирже).

Рассчитано по данным Московской биржи.

В 2016 году эта тенденция продолжилась: доля денежного рынка в сегменте акций выросла до 95,4%, в сегменте корпоративных облигаций, облигаций субъектов федерации и муниципальных облигаций – до 97,5%. В 4-м квартале 2016 года эти доли еще больше выросли (см. рисунок 1).

Рисунок 1. Изменение доли сделок репо в совокупном объеме вторичного рынка на Московской бирже, в разрезе групп инструментов.

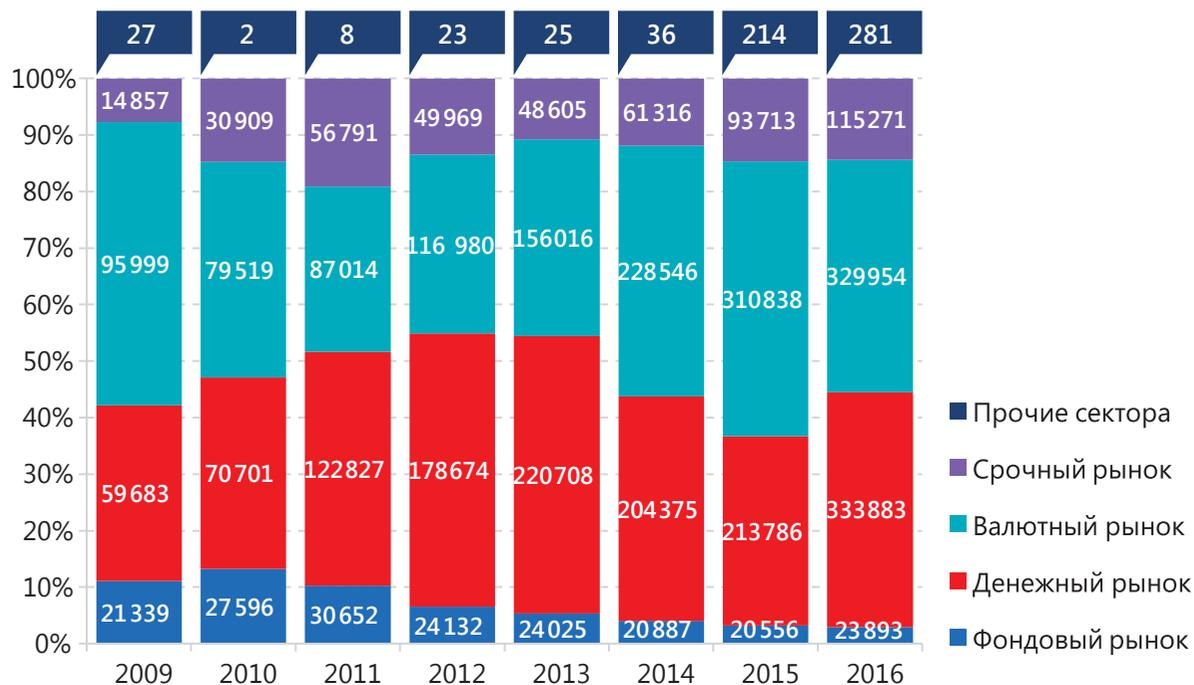


Рассчитано по данным Московской биржи.

Таким образом, доля рыночных сделок на фондовом рынке уменьшилась до пределов, в которых сложно оценивать справедливость таких оценок по подавляющему большинству финансовых инструментов.

Следует признать структуру всего биржевого оборота, сложившуюся в настоящее время в России, субоптимальной (см. рисунок 2). Ее основу продолжают составлять валютный рынок и денежный рынок, при этом рост емкости срочного рынка происходит в последние годы в значительной мере за счет увеличения объема срочных сделок (фьючерсов и опционов), базисными активами которых являются валютные инструменты. Таким образом, биржевой рынок в России становится все более спекулятивным, с него вытеснены инвестиционные операции.

Рисунок 2. Структура биржевого оборота Московской биржи в 2009–2016 гг., млрд руб.



Рассчитано по данным Московской биржи.

Сокращается ликвидность рынков акций, облигаций и срочного рынка, т. е. всех сегментов, по которым можно корректно оценить ликвидность (см. таблицу 2).

Таблица 2. Соотношения годового объема биржевой торговли и оценок стоимости инструментов в обращении на конец соответствующего года.

|             | Рынок акций | Рынок облигаций | Срочный рынок |
|-------------|-------------|-----------------|---------------|
| <b>2009</b> | 0,70        | 1,22            | 175,68        |
| <b>2010</b> | 0,56        | 1,94            | 176,50        |
| <b>2011</b> | 0,76        | 1,53            | 259,35        |
| <b>2012</b> | 0,46        | 1,45            | 184,52        |
| <b>2013</b> | 0,34        | 1,52            | 124,66        |
| <b>2014</b> | 0,44        | 0,84            | 134,07        |
| <b>2015</b> | 0,33        | 0,79            | 158,82        |
| <b>2016</b> | 0,24        | 0,60            | 180,39        |

Рассчитано по данным Московской биржи, Всемирной федерации бирж, Банка России, ФСФР России, Министерства финансов РФ.

Как видно из таблицы, по всем рассмотренным сегментам финансового рынка наблюдалось падение показателей ликвидности. Наивысший уровень ликвидности по всем этим сегментам рынка за период 2009 – 2016 гг. был зафиксирован в 2011 году. По сравнению с этим наиболее высоким уровнем ликвидности в 2016 году ликвидность упала на рынке акций в 3,2 раза; на облигационном рынке – в 2,6 раза; на срочном рынке – в 1,4 раза.

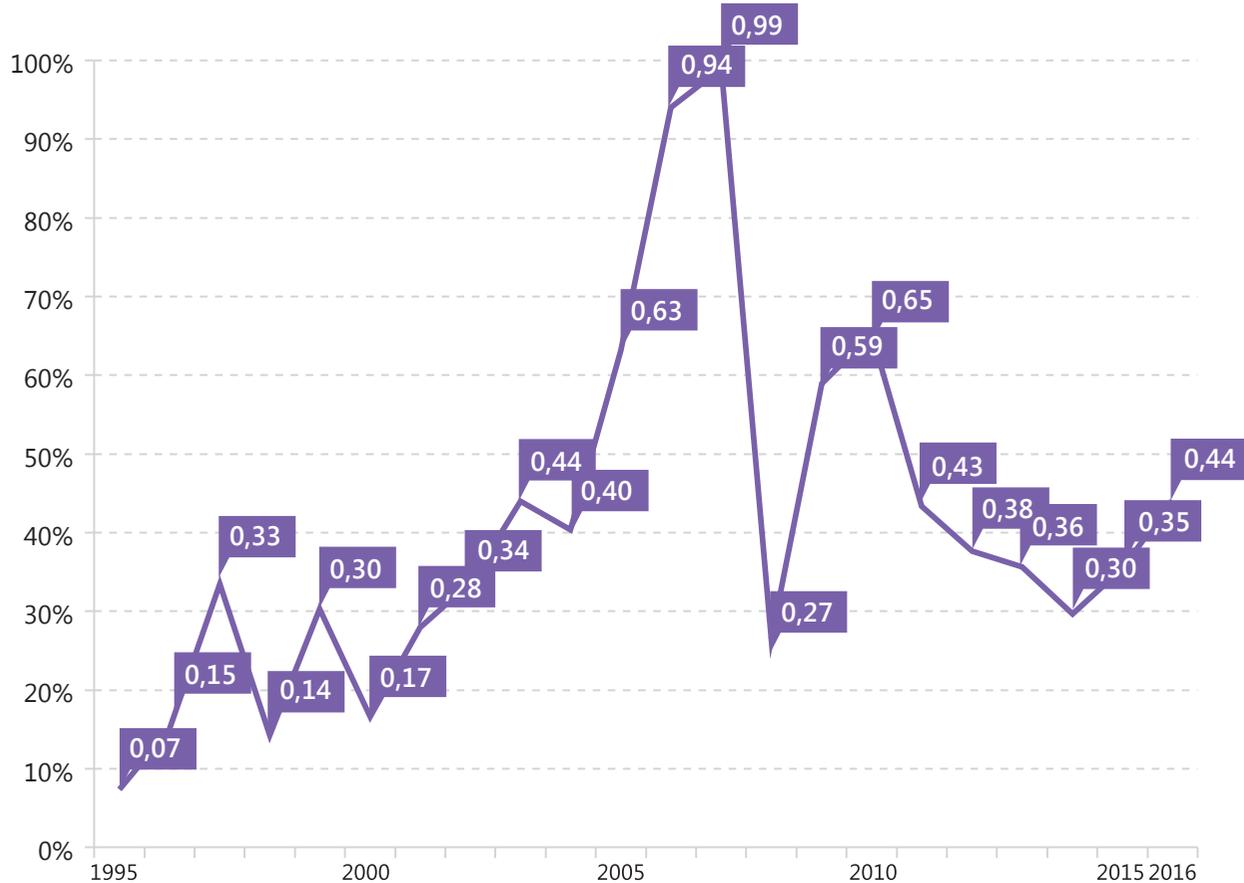
Такую ситуацию следует охарактеризовать как постепенное умирание финансовых рынков в Российской Федерации. Показатель ликвидности в современной теоретической литературе считается важнейшей качественной характеристикой состояния финансового рынка. Исследования показали, что рост ликвидности фондового рынка приводит к повышению темпов экономического роста, накопления капитала, производительности труда. Ликвидность фондового рынка (измеренная такими показателями, как соотношение объема торговли и капитализации и соотношение объема торговли и валового внутреннего продукта) имеет значимую позитивную корреляцию с текущими и будущими темпами роста перечисленных выше макроэкономических показателей [33], [34].

По уровню ликвидности фондового рынка в последние годы отставание России от конкурентов в глобальном масштабе следует охарактеризовать как катастрофическое. Если в 2011 году доля России в совокупном объеме биржевой торговли акциями развивающихся рынков составляла 5,1%, то в 2015 году – всего 0,3%. Российский рынок стал незначим для глобальных инвесторов.

Российскому рынку акций свойственны существенные структурные проблемы. Он отличается крайней высокой концентрацией, как по структуре оборота, так и по структуре капитализации. На 10 крупнейших (по капитализации) компаний приходится 61,3% совокупной капитализации рынка акций России (по итогам первого полугодия 2016 года). За тот же период доля 10 крупнейших (по обороту) компаний составила 78,4% всего оборота рынка акций [35, С. 15, 17]. Также крайне высока отраслевая концентрация оборота и капитализации.

Уровень капитализации России в соотношении с ВВП значительно отстает как от своих уровней 2009–2010 гг. (см. рисунок 3), так и от аналогичных соотношений большинства стран с развитыми и крупными и средними развивающимися рынками.

Рисунок 3. Капитализация рынка акций России, в % к ВВП.



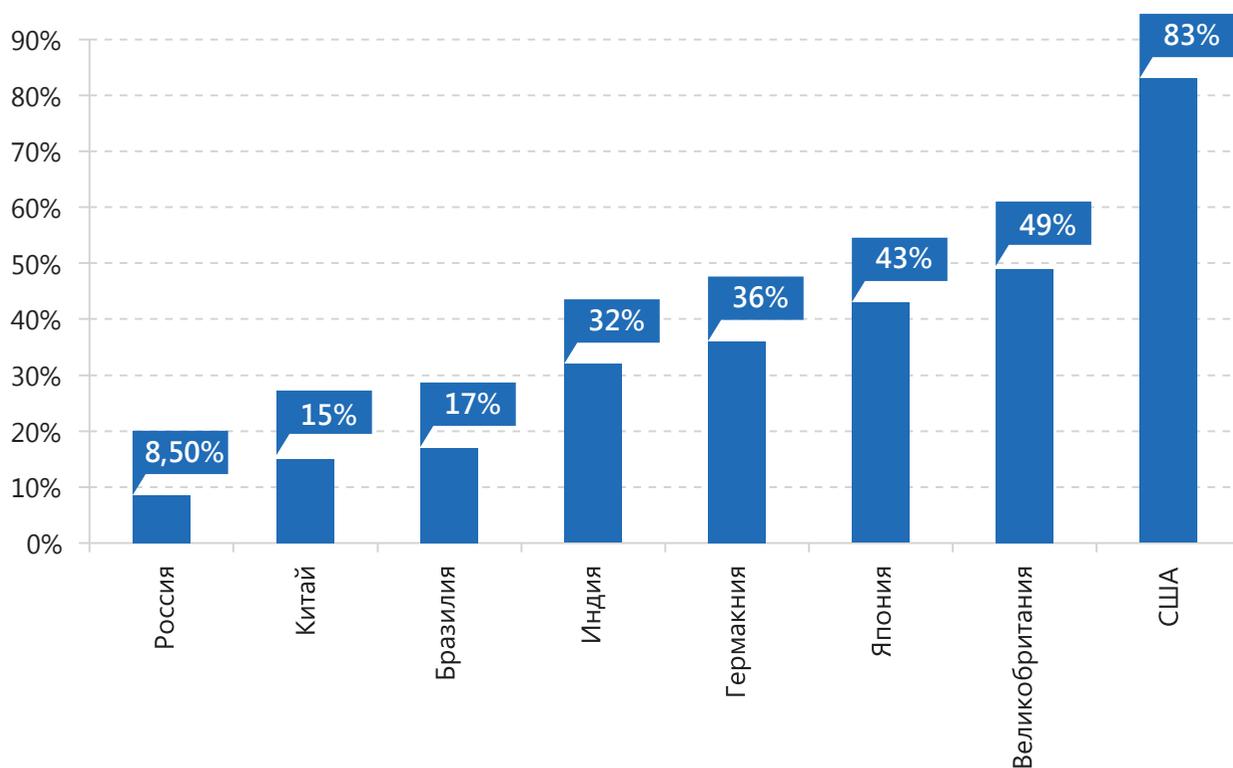
Рассчитано по данным Всемирной федерации бирж, ФСФР России, Росстата.

Дисконт России по отношению к среднему значению по развивающимся рынкам по показателю P/E в 2014 году превысил 60% [36, С. 110]. Это означает, что оценка всего корпоративного сектора России со стороны инвесторов более чем в 2 раза ниже, чем она могла бы быть при соответствии российского фондового рынка среднему уровню качества по развивающимся рынкам, как это было в 2005–2006 гг. Прямым следствием этого становятся крайне низкие цены продажи государственных пакетов акций при приватизации. Так, по соотношениям капитализации к объему извлекаемых запасов и капитализации к объему добычи нефти Роснефть недооценена (на основе цен сделки по продаже пакета в 19,5% акций в декабре 2016 года) по отношению к ExxonMobil в 8,5 раз и в 7,5 раз соответственно [37]. Если бы цена акций Роснефти была выше на дисконт России по отношению к развивающимся рынкам, бюджет дополнительно получил бы 15,75 млрд евро (26,25–10,5). Если бы аналогичный пакет акций аналогичной нефтяной компании продавался в период, когда качество российского рынка акций было наивысшим (2003–2006 гг.), бюджет дополнительно получил бы 25,2 млрд евро (35,7–10,5). Если бы при этом в такой компании рентабельность, качество корпоративного управления, прозрачность и прогнозируемые темпы роста добычи были такие же, как у ЮКОСа, бюджет дополнительно получил бы 36,9 млрд евро (47,4–10,5).

Глубокая депрессия характерна не только для большинства сегментов финансового рынка, но и небанковского финансового сектора.

Это проявляется, прежде всего, в крайне низком размере данного сектора как по отношению к экономике в целом, так и по отношению к банковскому сектору. Доля небанковских финансовых организаций (субъектов страхового рынка, негосударственных пенсионных фондов, профессиональных участников рынка ценных бумаг, микрофинансовых организаций) крайне низка в совокупной стоимости активов всех финансовых организаций, что указывает на деформированность внутренней структуры российского финансового сектора. Размер активов небанковских финансовых организаций (относительно суммарных активов всех финансовых организаций) в России находится на самом низком уровне среди 50 крупнейших национальных финансовых рынков (см. рис. 4), при этом снижение этого показателя продолжается (в 2012 г. его значение составляло 9,9%).

Рисунок 4. Доля небанковских финансовых организаций в суммарном объеме активов всех финансовых организаций.



Источник: рассчитано по данным МВФ и Банка России.

В ряде сегментов небанковского финансового сектора стоимость активов начала сокращаться относительно экономики (см. таблицу 3).

Таблица 3. Стоимость активов небанковских финансовых организаций, % ВВП.

|             | Субъекты страх.<br>рынка | НПФ   | ПУ РЦБ | МФО   | Пенсионные накопления |       |
|-------------|--------------------------|-------|--------|-------|-----------------------|-------|
|             |                          |       |        |       | в ГУК                 | в ЧУК |
| <b>2009</b> |                          | 1,91% |        |       | 1,24%                 | 0,04% |
| <b>2010</b> |                          | 1,96% |        |       | 1,60%                 | 0,04% |
| <b>2011</b> | 1,85%                    | 2,15% |        |       | 2,39%                 | 0,05% |
| <b>2012</b> | 1,90%                    | 2,48% | 1,80%  |       | 2,62%                 | 0,05% |
| <b>2013</b> | 1,97%                    | 3,09% | 1,30%  |       | 2,80%                 | 0,06% |
| <b>2014</b> | 1,97%                    | 2,81% | 0,97%  | 0,07% | 2,44%                 | 0,05% |
| <b>2015</b> | 2,01%                    | 3,57% | 0,94%  | 0,09% | 2,49%                 | 0,05% |

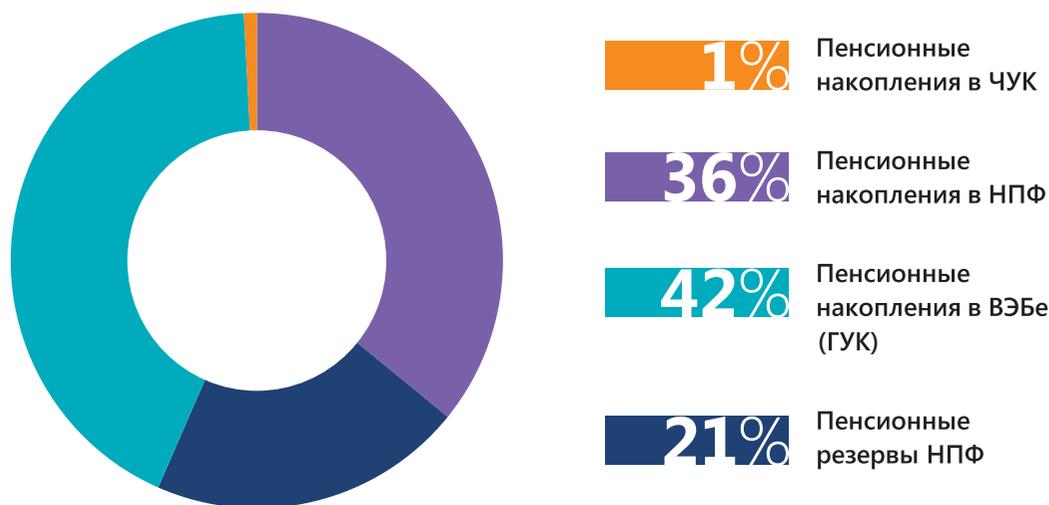
Условные обозначения: НПФ – негосударственные пенсионные фонды; ПУ РЦБ – профессиональные участники рынка ценных бумаг; МФО – микрофинансовые организации; ГУК – государственная управляющая компания (ВЭБ); ЧУК – частные управляющие компании.  
Рассчитано по данным Банка России, Росстата, Investfunds.ru.

Данная тенденция представляется крайне опасной для экономической безопасности России, так как мировой опыт показывает, что страны с наибольшим разрывом между развитием банковского сектора и небанковского финансового сектора указываются наиболее уязвимыми перед лицом кризисных явлений на мировом финансовом рынке. Это происходит потому, что банковский сектор является эффективным транслятором внешних шоков, в то время как институциональные инвесторы, являющиеся ядром небанковского финансового сектора, напротив, абсорбируют внешние шоки, снижают их воздействие на реальный сектор экономики, так как работают в основном с длинными деньгами.

Соотношение между банковскими активами и активами небанковского финансового сектора играет значимую роль и в формировании модели финансирования инвестиций в основной капитал. Наши расчеты, проведенные по выборке из 47 стран, показали на уровне 1% значимости, что данное соотношение отрицательно влияет на общую долю финансового сектора в финансировании инвестиций в основной капитал. Отрицательное влияние данной переменной означает, что в случае увеличения доли банковских активов в финансовой структуре или уменьшения доли активов небанковских финансовых организаций, общая доля финансового сектора в финансировании инвестиций уменьшается. Другими словами, снижение доли небанковского финансового сектора в структуре финансового сектора приводит к общему сокращению объема ресурсов, перераспределяемых всем финансовым сектором в инвестиции в основной капитал в рамках экономики.

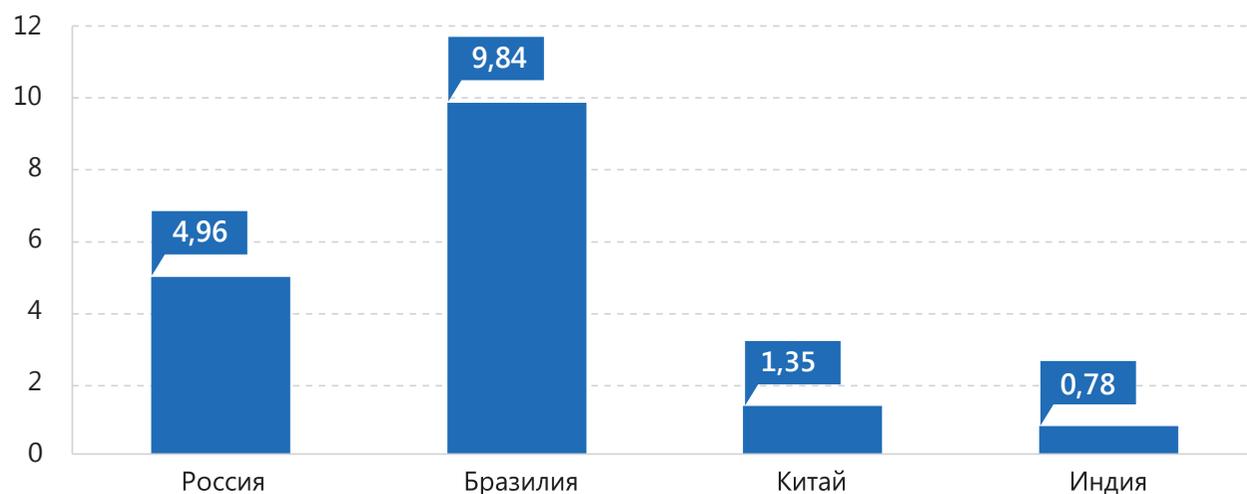
Основную часть активов небанковских финансовых организаций формируют пенсионные деньги (пенсионные накопления и пенсионные резервы), но значительная их часть остается в распоряжении государства, препятствуя развитию индустрии частного управления активами<sup>1</sup> в России (см. рис. 5).

Рисунок 5. Структура пенсионного капитала в России, 2015 г.



Рассчитано по данным Банка России, Investfunds.ru.

Рисунок 6. Доля активов автономных пенсионных фондов в ВВП, %.



Рассчитано по данным OECD.Stat

<sup>1</sup> Следует заметить, что в программе «Сто шагов» в Казахстане развитию частной индустрии управления активами отдан высокий приоритет.

Пенсионный сектор долгое время демонстрировал наилучшие результаты среди всех сегментов небанковского финансового рынка, в том числе в плане международных сопоставлений. Благодаря притоку новых средств пенсионных накоплений в НПФ и управляющие компании до 2014 г., а также заметному прогрессу в развитии НПФ после принятия законодательства о введении системы гарантирования пенсионных взносов, по критерию размера пенсионных накоплений относительно ВВП Россия вполне достойно смотрится на фоне других стран БРИК, уступая лишь Бразилии с ее закрытыми фондами, но заметно превосходя Китай и Индию, обладающих пока недостаточно развитыми системами пенсионных накоплений (см. рис. 6).

Однако именно по данному динамично растущему сегменту небанковских финансовых организаций государством был нанесен тяжелый удар в виде замораживания системы пенсионных накоплений на 2014–2016 гг., который теперь будет продлен еще на три года. Данные события показали, что для государства устойчивое развитие системы пенсионных накоплений не является такой же приоритетной задачей, как, например, поддержание на приемлемом уровне дефицита государственного бюджета или поддержание стабильности банковской системы. Так, за последние три года за счет замораживания пенсионных накоплений НПФ и управляющие компании недополучили около одного триллиона рублей, в то время как на санацию банков и гарантию выполнения их обязательств государство потратило более 1,6 трлн руб.

В последние годы именно НПФ являлись основными драйверами растущего внутреннего рынка корпоративных и региональных облигаций. За период с 2007 г. по июнь 2016 г. стоимость в обращении рублевых корпоративных облигаций выросла с 1,3 трлн руб. до 8,4 трлн руб., или в 6,7 раза; стоимость в обращении региональных облигаций – соответственно с 0,2 трлн руб. до 0,6 трлн руб., или в 2,5 раза. Доля пенсионных накоплений НПФ в структуре владельцев корпоративных облигаций выросла с 0,8% в 2007 г. до 11,9% в июне 2016 г.; за тот же период их доля в структуре источников региональных облигаций увеличилась с 2,0% до 10,8%. В этих условиях замораживание пенсионных накоплений выступает серьезным фактором, сдерживающим развитие внутреннего облигационного рынка, подрывая его инвестиционную базу.

За несколько последних лет произошли существенные изменения в системе пенсионных накоплений и страховании жизни. Даже в условиях замораживания взносов в накопительную часть пенсии на период 2014–2017 гг. общая стоимость пенсионных накоплений выросла с 3,5 трлн руб. в 2013 г. до 4,2 трлн руб. в первом квартале 2017 г., или на 20%. Сегодня пенсионных накоплений составляет 4,7% ВВП, а вместе со стоимостью резервов НПФ – 6,1% ВВП. Существенным образом изменилась структура пенсионных накоплений, даже в условиях заморозки пенсионных накоплений шел активный процесс их перераспределения в пользу негосударственных пенсионных фондов. По результатам переходных компаний 2013–2016 гг. из Государственной управляющей компании в пользу НПФ было передано 0,7 трлн руб. Общее количество застрахованных лиц в НПФ по ОПС выросло с 22,2 млн чел. в 2013 г.

до 34,5 млн чел. в первом квартале 2017 г. Еще более внушительный рост демонстрировала отрасль страхования жизни. Объем премий по продуктам страхования жизни вырос с 84,9 млрд руб. в 2013 г. до 214,3 млрд руб. в 2016 г., или в 2,5 раза. Однако серьезные риски роста накоплений в НПФ и страхования жизни заключаются в том, что в значительной мере он обеспечивался за счет агрессивного маркетинга при недостаточном уровне прозрачности информации о пенсионных и страховых продуктах, проданных десяткам миллионов граждан.

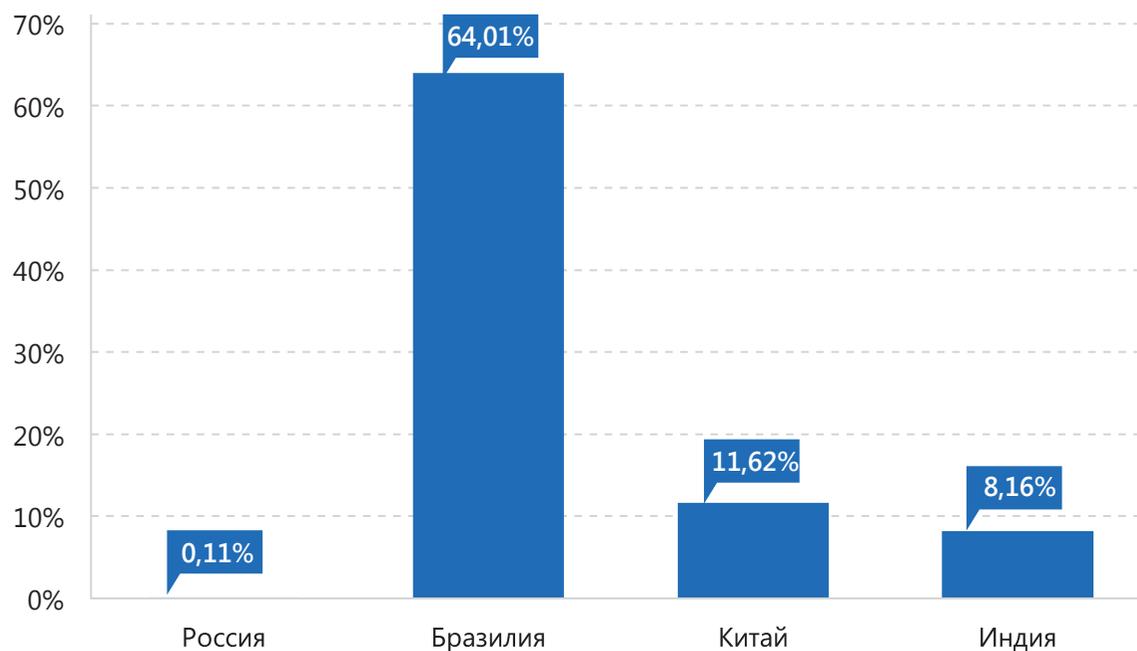
В условиях внешних санкций ключевой проблемой, препятствующей полноценному функционированию финансового рынка, является слабость российских институциональных инвесторов – пенсионных фондов, страховщиков и инвестиционных фондов. Во многих странах именно небанковские финансовые организации обеспечивают аккумуляцию длинных денег и их вовлечение в инвестиционную активность на рынке. Трудности, которые испытывают институциональные инвесторы на внутреннем рынке, также являются индикатором для аналогичных иностранных организаций, которые в настоящее время являются самыми крупными держателями инвестиционных ресурсов в мире. По расчетам OECD, на них вместе приходится более 80 трлн долл. активов.

Существуют разные причины, препятствующие полноценному развитию тех или иных институциональных инвесторов. В результате емкость коллективных инвесторов, являющихся важнейшими институтами долгосрочных инвестиций, остается незначительной величиной, статистической погрешностью. Даже в сравнении с другими развивающимися рынками внутренние институциональные инвесторы в России выглядят крайне незначительными. В России соотношение СЧА открытых ПИФ и ВВП по итогам 2015 г. составило 0,1% (в Индии 8,2%, в Китае 11,6%, в Бразилии 64,0%); соотношение премий страхования жизни и ВВП 0,16% (в Индии 2,7%, в Китае 1,9%, в Бразилии 2,1%) – см. рисунки 7 и 8. Особенно чувствительна такая недоразвитость в современных условиях, когда ограничен доступ многих российских заемщиков и эмитентов к иностранным финансовым рынкам.

Несмотря на позитивный опыт взаимодействия страховых организаций и их СРО с мегарегулятором, незадействованным пока остается потенциал многих перспективных направлений деятельности страховщиков, таких как страхование жизни, страхование имущества и ОСАГО. По размеру страховых премий, соотнесенных с масштабом экономики, Россия заметно уступает другим странам БРИК.

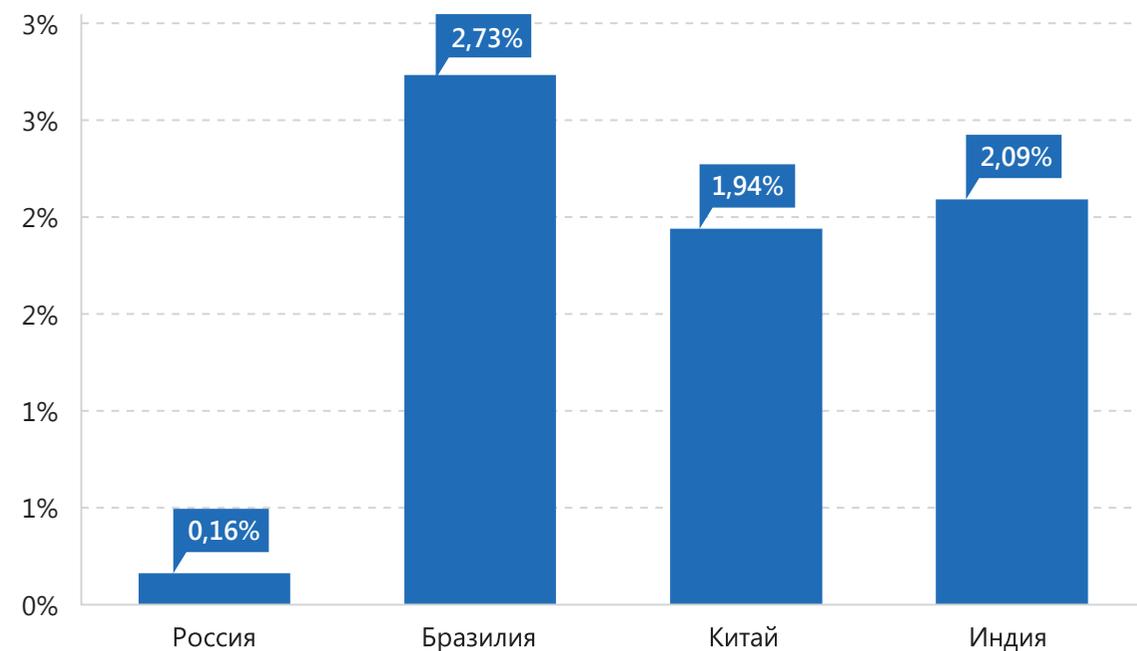
Сдерживающим фактором роста страховой и пенсионной отрасли является наличие избыточного административного бремени и нестабильность «правил игры» как для небанковских финансовых организаций, так и их клиентов. Это приводит к доминированию банковского сектора и оттоку капитала из страхового и пенсионного бизнеса.

Рисунок 7. Соотношение СЧА открытых ИФ и ВВП.



Рассчитано по данным Института инвестиционных компаний (ICI) и Банка России.

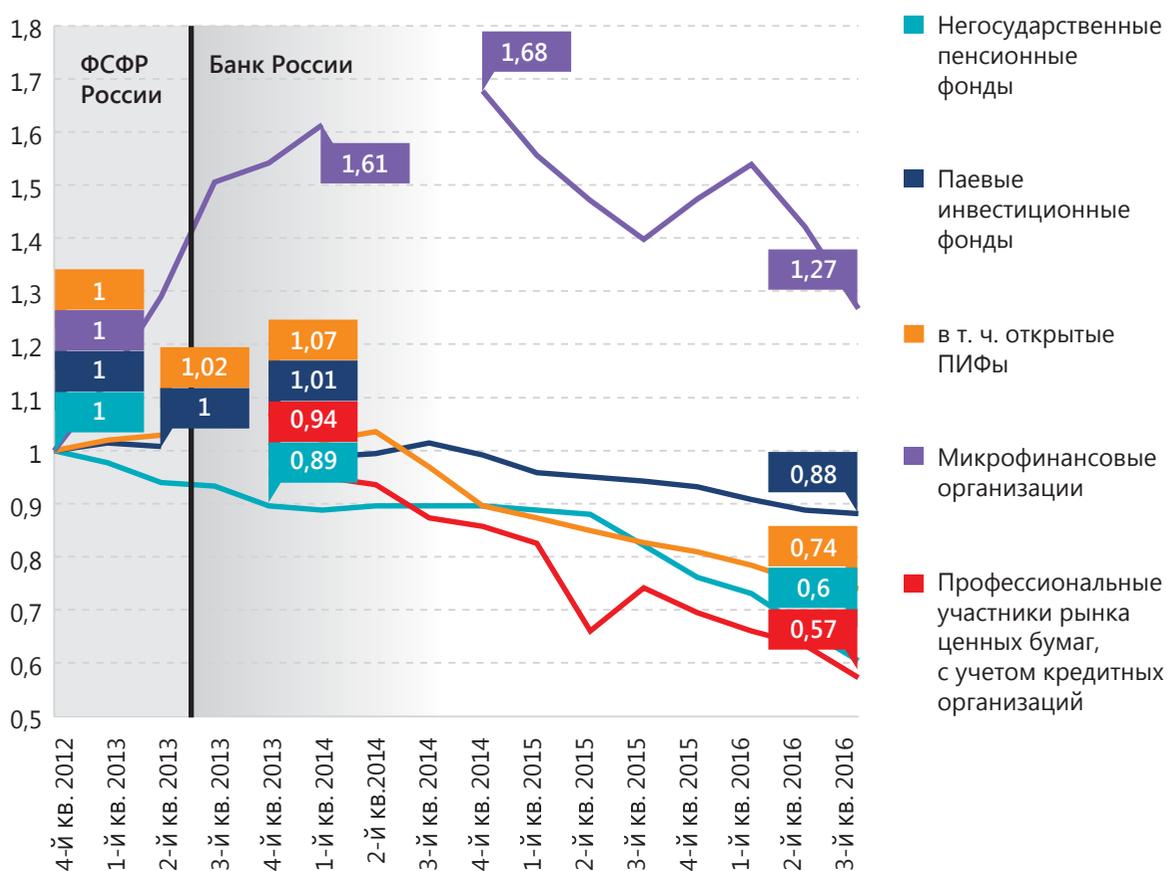
Рисунок 8. Соотношение премий по страхованию жизни и ВВП.



Рассчитано по данным SwissRe.

В последние годы наблюдается тенденция (в отдельных сегментах, на наш взгляд, опасная) резкого сокращения количества небанковских финансовых организаций (см. рисунок 9). Наиболее резко за 2014–2016 гг. сократилось количество профессиональных участников рынка ценных бумаг (как некредитных, так и кредитных организаций) – до 798, а количество профессиональных участников рынка ценных бумаг, являющихся некредитными организациями, упало до рекордно низкой отметки 457. Некредитные организации, имеющие лицензии профессиональных участников рынка ценных бумаг, столкнулись с существенным увеличением надзорного бремени, при том что возможности получения доходов на сжавшихся рынках существенно уменьшились.

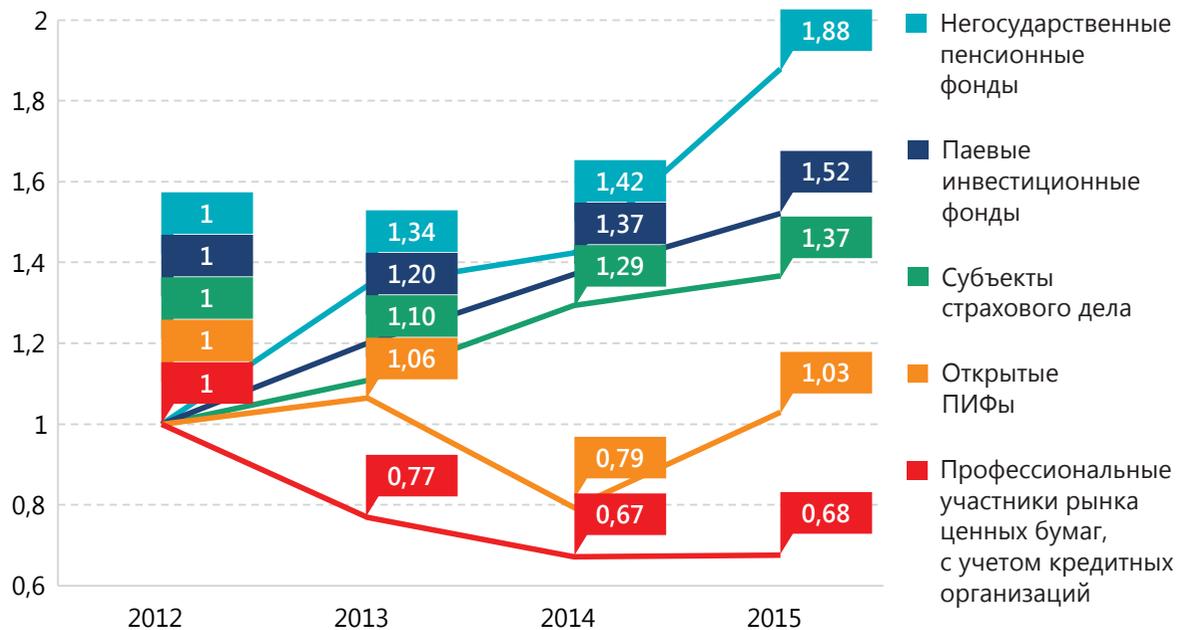
Рисунок 9. Изменение количества небанковских финансовых организаций (2012 г. = 1)



Рассчитано по данным ФСФР России, Банка России.

Обращает на себя внимание резкое сокращение (с 1,8% до 0,9%) отношения активов профессиональных участников рынка ценных бумаг к ВВП. К данному сегменту в наименьшей степени применимы стандарты и технологии надзора, применяющегося на банковском секторе, поэтому именно он в наибольшей степени пострадал от передачи функций надзора Банку России, сократившись не только по отношению к ВВП, но и в абсолютном выражении, единственный из всех сегментов небанковского финансового рынка (см. рисунок 10).

Рисунок 10. Динамика активов различных типов некредитных финансовых организаций (2012 г. = 1).



Источник: рассчитано по данным Банка России.

Резкое сокращение индустрии профессиональных участников рынков ценных бумаг ведет к следующим негативным последствиям:

- снижение уровня конкуренции на рынке ценных бумаг, сопровождающееся ростом транзакционных издержек инвесторов и снижением финансовой доступности;
- падение ликвидности рынков и ухудшение условий для выполнения финансовыми рынками функции справедливого ценообразования.

Текущая ситуация в небанковском финансовом секторе имеет своими следствиями:

- ограничение объема привлекаемых в экономику долгосрочных ресурсов при растущих издержках общества по привлечению капитала;
- воспроизводство высокой доли неэффективного государственного сектора в экономике;
- рост патерналистских настроений в части финансовых ресурсов не только у населения, но и у крупного бизнеса при сокращении возможностей централизованного финансирования экономики и социальных проектов;
- нарастание проблемы несбалансированности государственных финансов.

Низкий размер активов сектора негативно влияет на параметры финансовых рынков: стабильно растут те рынки, на которых доминирующую роль играют банки; емкость и ликвидность рынков, на которых происходит формирование долгосрочных инвестиционных ресурсов, снижаются в отношении к ВВП, по некоторым показателям — и в абсолютном выражении (см. таблицу 4).

Таблица 4. Основные характеристики финансовых рынков России: стоимость активов в обращении и объем торговли, в % ВВП.

|             | Стоимость активов в обращении: |           |      |      |       |            | Объем торговли: |      |      |      |       |
|-------------|--------------------------------|-----------|------|------|-------|------------|-----------------|------|------|------|-------|
|             | Акции                          | Облигаций |      |      |       | Откр. поз. | всего           | Фон. | Ден. | Вал. | Сроч. |
|             |                                | всего     | Гос. | СиМ  | Корп. |            |                 |      |      |      |       |
| <b>2007</b> | 99,0%                          | 8,1%      | 3,8% | 0,6% | 3,7%  | 0,4%       |                 |      |      |      |       |
| <b>2008</b> | 26,5%                          | 8,1%      | 3,4% | 0,7% | 3,9%  | 0,1%       |                 |      |      |      |       |
| <b>2009</b> | 59,0%                          | 11,3%     | 4,7% | 1,0% | 5,6%  | 0,2%       | 495%            | 55%  | 154% | 247% | 38%   |
| <b>2010</b> | 65,2%                          | 12,0%     | 5,3% | 0,9% | 5,8%  | 0,4%       | 451%            | 60%  | 153% | 172% | 67%   |
| <b>2011</b> | 46,4%                          | 12,8%     | 6,4% | 0,6% | 5,9%  | 0,4%       | 533%            | 55%  | 220% | 156% | 102%  |
| <b>2012</b> | 40,3%                          | 13,8%     | 6,5% | 0,6% | 6,7%  | 0,4%       | 591%            | 39%  | 285% | 187% | 80%   |
| <b>2013</b> | 38,0%                          | 15,1%     | 6,6% | 0,7% | 7,8%  | 0,6%       | 695%            | 36%  | 331% | 234% | 73%   |
| <b>2014</b> | 29,7%                          | 16,1%     | 7,0% | 0,6% | 8,5%  | 0,6%       | 734%            | 27%  | 262% | 293% | 79%   |
| <b>2015</b> | 35,5%                          | 17,4%     | 6,9% | 0,5% | 10,0% | 0,7%       | 848%            | 25%  | 265% | 385% | 116%  |
| <b>2016</b> | 44,0%                          | 18,6%     | 7,1% | 0,6% | 11,0% | 0,7%       | 990%            | 28%  | 389% | 384% | 134%  |

Условные обозначения: Гос. — государственные облигации; СиМ — облигации субъектов федерации и муниципалитетов; Корп. — корпоративные облигации; Откр.поз. — открытые позиции на срочном рынке; Фон. — фондовый рынок; Ден. — денежный рынок; Вал. — валютный рынок; Сроч. — срочный рынок.

**Примечание.** Суммарный объем торговли не равен сумме объема торговли на 4 приведенных в таблице секторах биржи, так как в рамках Московской биржи в дополнение к 4 крупнейшим секторам также функционируют кредитный рынок; рынок стандартизированных ПФИ и товарный рынок.

Рассчитано по данным Московской биржи, Минфина, Росстата, Cbonds.ru.

Рост рынка облигаций и срочного рынка связан с крайне низкими стартовыми значениями; в остальных случаях растут рынки, дающие наибольший потенциал для спекулятивных операций крупнейшим банкам с избытком капитала.

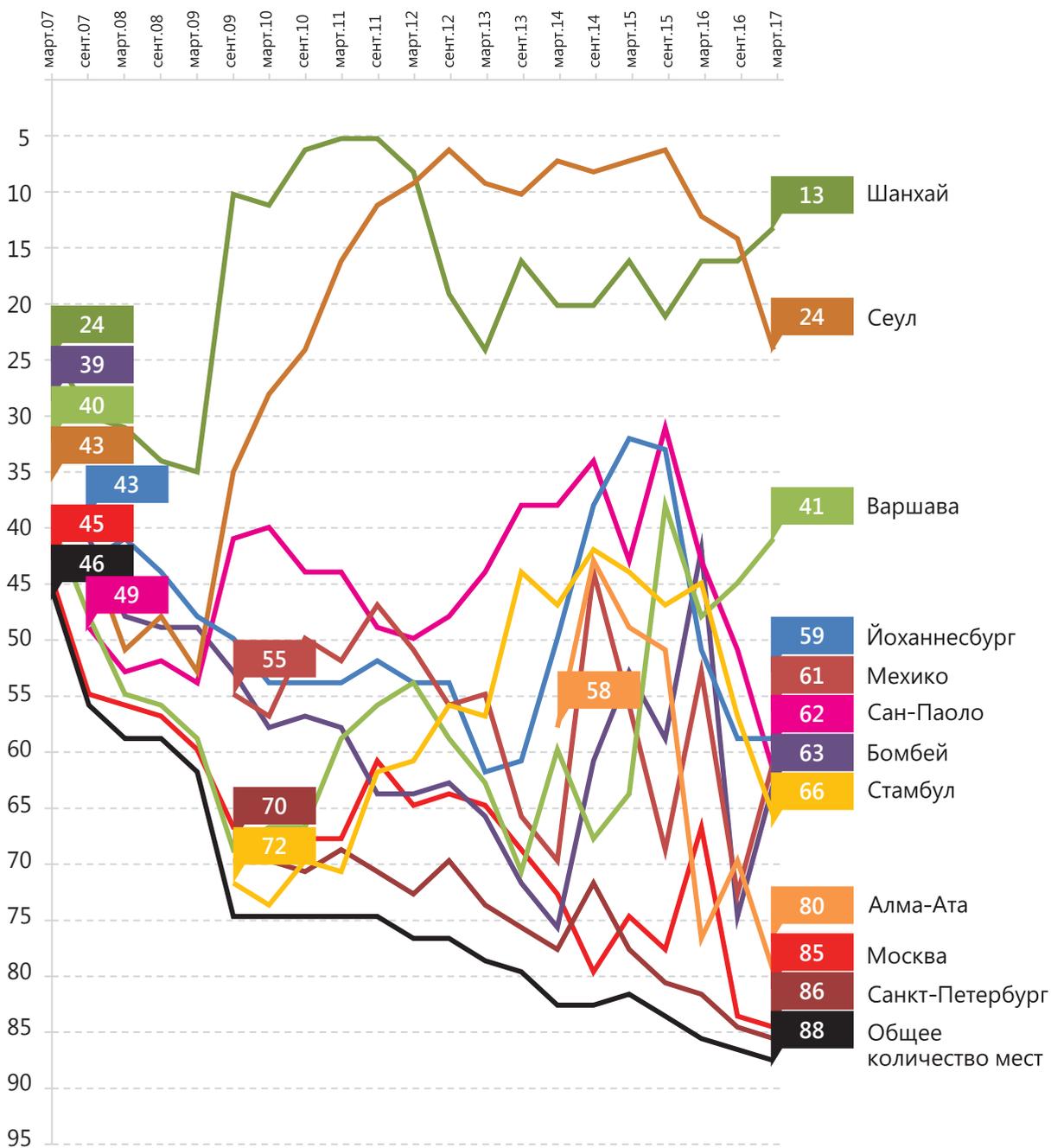
Приоритет в получении бюджетного финансирования и кредитных ресурсов Банка России получают крупные государственные банки и компании, что с одной стороны, ведет к росту влияния государственного сектора в экономике, а с другой, разрушает рыночные стимулы повышения эффективности деятельности компаний. По экспертным данным, в 2014 г. на долю пятерки самых крупных банков с государственным участием приходилось примерно 75% объема рефинансирования со стороны Банка России, Минфина и других государственных структур [38]. В начале 2016 г. на ту же пятерку банков приходилось 79% объема рефинансирования Банка России [39].

Такая ситуация, кроме того, формирует дополнительную проблему неравномерного распределения в экономике временно свободных финансовых ресурсов. В результате на макроэкономическом уровне в дополнение к общему дефициту инвестиционных ресурсов формируется структурное несоответствие между инвесторами и реципиентами инвестиций, в результате которого одновременно существуют значительные объемы финансовых ресурсов, не находящих эффективного применения (у крупнейших государственных и квазигосударственных структур, а также у частных предприятий-экспортеров, в основном крупных), и испытывающие значительный дефицит инвестиционных ресурсов предприниматели (в основном быстро развивающиеся сегменты мелкого и среднего частного предпринимательства).

Низкая емкость институциональных инвесторов, формирующих основной объем внутренних долгосрочных инвестиционных ресурсов, является важнейшим фактором, предопределяющим низкий уровень глобальной конкурентоспособности российского финансового рынка в целом [36, С. 112–113]. По оценкам Индекса глобальных финансовых центров (Global Financial Centres Index – GFCI), разработанного компанией Z/Yen Group Limited, Москва и Санкт-Петербург находятся в самом низу списка ранжируемых финансовых центров, уступая всем конкурентам из стран с развивающимися финансовыми рынками (см. рисунок 11).

Это означает, что программа по созданию МФЦ в России не выполнена. Следует напомнить, что в соответствии с Планом мероприятий («Дорожная карта») «Создание международного финансового центра и улучшение инвестиционного климата в Российской Федерации» (утвержден Распоряжением Правительства РФ от 19.06.2013 г. № 1012-р) место Москвы именно в этом рейтинге рассматривалось в качестве целевого показателя. На 2014 г. было намечено вхождение Москвы в топ-40 данного рейтинга (расхождение с реальным рейтингом – 40 мест), на 2015 г. – в топ-25 (расхождение с реальным рейтингом – 53 места), на 2018 г. – в топ-15 [40, С. 3]. Указанное Распоряжение Правительства было отменено другим Распоряжением Правительства – № 2085-р от 5 октября 2016 года без каких-либо официальных объяснений, обоснований или комментариев [41].

Рисунок 11. Изменение мест Москвы и Санкт-Петербурга, а также крупнейших финансовых центров развивающегося мира в рейтингах Индекса глобальных финансовых центров компании Z/Yen Group Limited.



Источник: Z/Yen Group Limited.

Можно предположить, что с точки зрения Правительства актуальность работы в данном направлении утрачена. Мы считаем, что, напротив, именно совершенствование государственной политики в области финансового сектора, улучшение условий его функционирования

и выход небанковского финансового сектора на траекторию устойчивого опережающего развития способны привести к формированию новой модели экономического роста, основанной на частных дисперсных инвестициях, в наибольшей степени соответствующей потребностям российской экономики в среднесрочном периоде.

В значительной мере вследствие неудовлетворительного уровня развития небанковского финансового сектора значительно ухудшилось выполнение финансовым сектором функции предоставления долгосрочных инвестиционных ресурсов реальному сектору, и особенно функции инструмента структурной реформы<sup>1</sup> (см. таблицу 5).

Таблица 5. Объем долгосрочных инвестиций, привлеченных российскими предприятиями на внутреннем рынке ценных бумаг, к объему инвестиций в основной капитал.

|      | На рынке ценных бумаг в целом | В т. ч. на рынке акций |
|------|-------------------------------|------------------------|
| 2002 | 3,1%                          | 0,02%                  |
| 2007 | 12,4%                         | 5,6%                   |
| 2015 | 10,7%                         | 0,3%                   |
| 2016 | 9,5%                          | 0,1%                   |

Источник: рассчитано по данным Росстата, ФСФР России, [cbonds.ru](http://cbonds.ru), [preqvesa.ru](http://preqvesa.ru)

Особенно болезненно резкое сокращение объема привлечения собственного капитала (на первичном рынке акций). Данное обстоятельство уменьшает потенциал кредитной экспансии, ведет к увеличению системных рисков корпоративного сектора.

Проведенные нами расчеты показывают, что неэффективная структура финансового сектора России негативно влияет на темпы экономического роста. Наблюдается устойчивая отрицательная регрессия между динамикой ВВП России на душу населения и коэффициентом финансовой структуры (уравнение и коэффициенты значимы на 1% уровне, R-квадрат 0,72). Другими словами, опережающий рост банковского сектора по сравнению с финансовыми рынками негативно влияет на экономическую динамику в России.

<sup>1</sup> Выполнение финансовым сектором функции инструмента структурной реформы осуществляется через первичный рынок акций, на котором реципиентами инвестиций в течение 2000 – 2013 гг. выступали предприятия самой разной отраслевой принадлежности, но прежде всего представляющие отрасли с высокими темпами роста и одновременно дефицитом финансовых ресурсов. После 2013 г. произошло фактически «обнуление» данного рынка, и данный весьма эффективный механизм структурной реформы перестал работать.

## 2.2 Основные вызовы и проблемы

Социально-экономические функции финансовым сектором России в настоящее время выполняются недостаточно эффективно и/или недостаточно полно. Рассмотрим последовательно, как именно выполняет небанковский финансовый сектор России свои социально-экономические функции в настоящее время, на основании чего предложим иерархию наиболее важных проблем, препятствующих развитию небанковского финансового сектора в Российской Федерации.

### 2.2.1 Оценка эффективности выполнения социально-экономических функций

#### 2.2.1.1 Трансформация сбережений в инвестиции

Объем инвестиционных ресурсов, перераспределяемых финансовой системой, в настоящее время совершенно недостаточен, если ориентироваться на тот уровень потребности в капитале, который характерен для расширенного воспроизводства. Низкий размер долгосрочных инвестиций, перераспределяемых финансовой системой в реальный сектор экономики, является первым и наиболее значимым признаком недостаточно активного использования финансового сектора в качестве поставщика ресурсов для экономического развития. В развитых экономических системах основной объем долгосрочных инвестиционных ресурсов направляется в экономику именно небанковским финансовым сектором (пенсионные капиталы, вложения инвестиционных фондов, размещение страховых резервов), в то время как в России роль этого сектора в инвестиционной активности относительно невелика. Происходящее в России частичное замещение долгосрочных инвестиций институциональных инвесторов ресурсами банковского сектора неэффективно, прежде всего по причине ограниченности «длины» этих ресурсов вследствие невозможности для банковской системы предоставлять большие объемы долгосрочных кредитов без существенного ущерба для собственной устойчивости. Банковские кредиты в большей мере адекватны для финансирования оборотного капитала, что особенно актуально в условиях относительно низкой дюрации депозитов, свойственной для России.

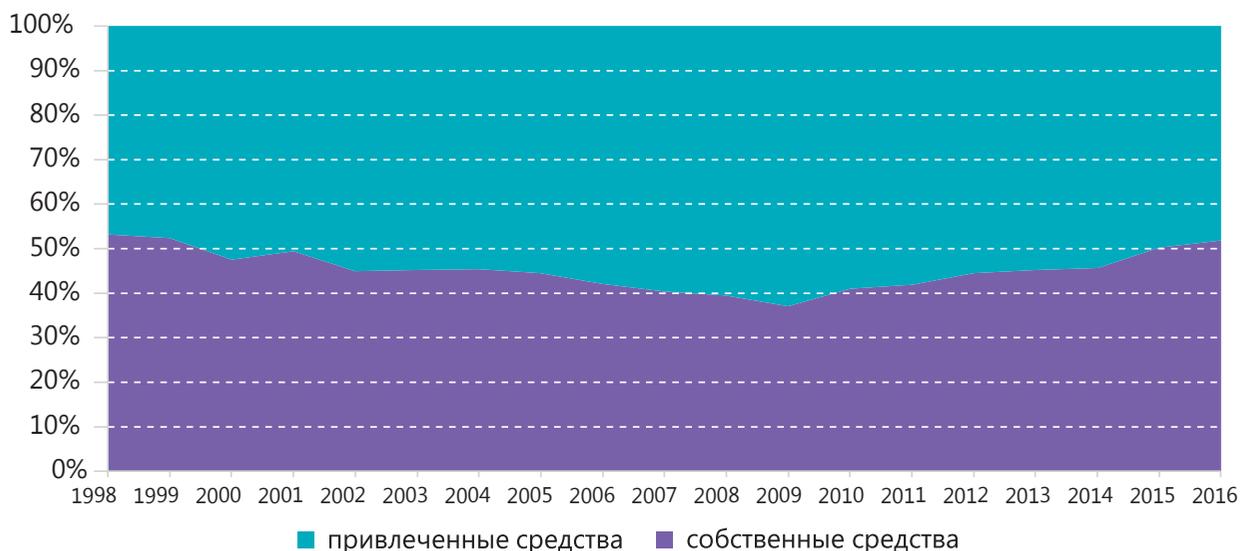
В большинстве динамично развивающихся стран наблюдается ускоренное развитие институтов доверительного управления активами. Помимо длины инвестиционных ресурсов, они отличаются от банков тем, что, как правило, не принимают на себя кредитных, рыночных, процентных и валютных рисков, присущих финансовым активам, выполняя роль посредника между клиентами и получателями инвестиций. Это позволяет диверсифицировать инвестиционные риски, минимизировать системные риски финансовых посредников, а, значит, ограничивать требования по поддержанию необходимого размера капитала. Данные особенности доверительного управления в итоге существенно удешевляют стоимость аккумулируемых инвестиционных ресурсов и ограничивают финансовые потери общества, которые неизбежно возникают при обеспечении стабильности деятельности банковской системы.

Министерство экономического развития связывает надежды на возобновление роста инвестиций начиная с 2018 года главным образом с увеличением уровня прибыльности предприятий. Однако, во-первых, этот рост, в любом случае, будет достаточно слабым (примерно 3% согласно официальному прогнозу) и, во-вторых, даже по оптимистичным расчетам самого министерства потребуется, как минимум, несколько лет, только для того, чтобы достигнуть уровня инвестиционных вложений 2013 года (в постоянных ценах и в качестве доли от ВВП). Подобная инвестиционная динамика будет предопределять хроническое отставание экономики России от темпов развития остального мира не только в краткосрочном, но и в среднесрочном аспекте.

В этой связи проблема капиталообразования на нынешнем этапе приобретает особую остроту. В значительной мере это связано с иссяканием по разным причинам источников инвестиций, которые были наиболее значимы на протяжении предыдущего десятилетия, — рентных поступлений от продажи углеводородов, притока иностранного капитала, а также государственных капиталовложений. Последние, игравшие значительную роль в межсекторальном перераспределении ресурсов к тому же, по мнению большинства экспертов, характеризовались невысокой эффективностью, что в значительной степени скомпрометировало стратегию экономического развития с преимущественной опорой на их развертывание, принятую в России на вооружение в середине первого десятилетия 2000-х годов.

В последние годы отмечалась тенденция увеличения доли инвестиций в основной капитал за счет собственных средств предприятий (прибыли и амортизации), в результате чего доля этих источников перевалила за 50% и достигла рекордных значений после кризиса 1998 года (см. рис. 12).

Рисунок 12. Структура источников инвестиций в России, % (1998–2016 гг.).



Источник: Росстат

Сокращение доли привлеченных инвестиций до уровня выше конца 1990-х годов, помимо всего прочего, означает, что за истекший период в России не был сформирован нормальный рынок капитала, который перераспределял бы финансовые ресурсы в направлении их наиболее эффективного приложения. Преобладание «автаркической» инвестиционной модели характеризуется рядом существенных недостатков, среди которых можно выделить, в частности, следующие:

- 1)** Экономика сегментируется по рентному признаку: в ней сосуществуют те зоны, где финансовые ресурсы имеются в изобилии (в российских условиях это, прежде всего, сырьевой сектор), а также те, где ощущается острый дефицит источников инвестиций (у нас это в основном обрабатывающие отрасли промышленности).
- 2)** Соответственно, внутрикорпоративный финансовый оборот осуществляется на условиях, принципиально отличных от рыночных, что приводит к принятию неправильных инвестиционных решений (в одном случае – к отказу от потенциально эффективных инвестиций, а в другом начинается осуществление субоптимальных проектов внутри ресурсоизбыточных отраслей и/или расточительная кросс-секторальная экспансия).
- 3)** Со временем дифференциация между различными сегментами экономики и корпоративными структурами не сглаживается, а, напротив, консервируется и усугубляется, поскольку рыночные корректирующие механизмы не действуют.
- 4)** Применение выравнивающей политики государства (направленной, например, на диверсификацию экономики) в таких условиях оказывается высокочрезвычайно затратным и малоэффективным.
- 5)** Возрастает зависимость экономики от притока/оттока внешних финансовых ресурсов.
- 6)** Функционирование «автаркической» системы свидетельствует о наличии встроенных в экономическую систему существенных рисков, не устраняемых в рамках действующих институционально-правовых механизмов. Более того, стимулы совершенствовать эти механизмы у доминирующих в системе субъектов отсутствуют.

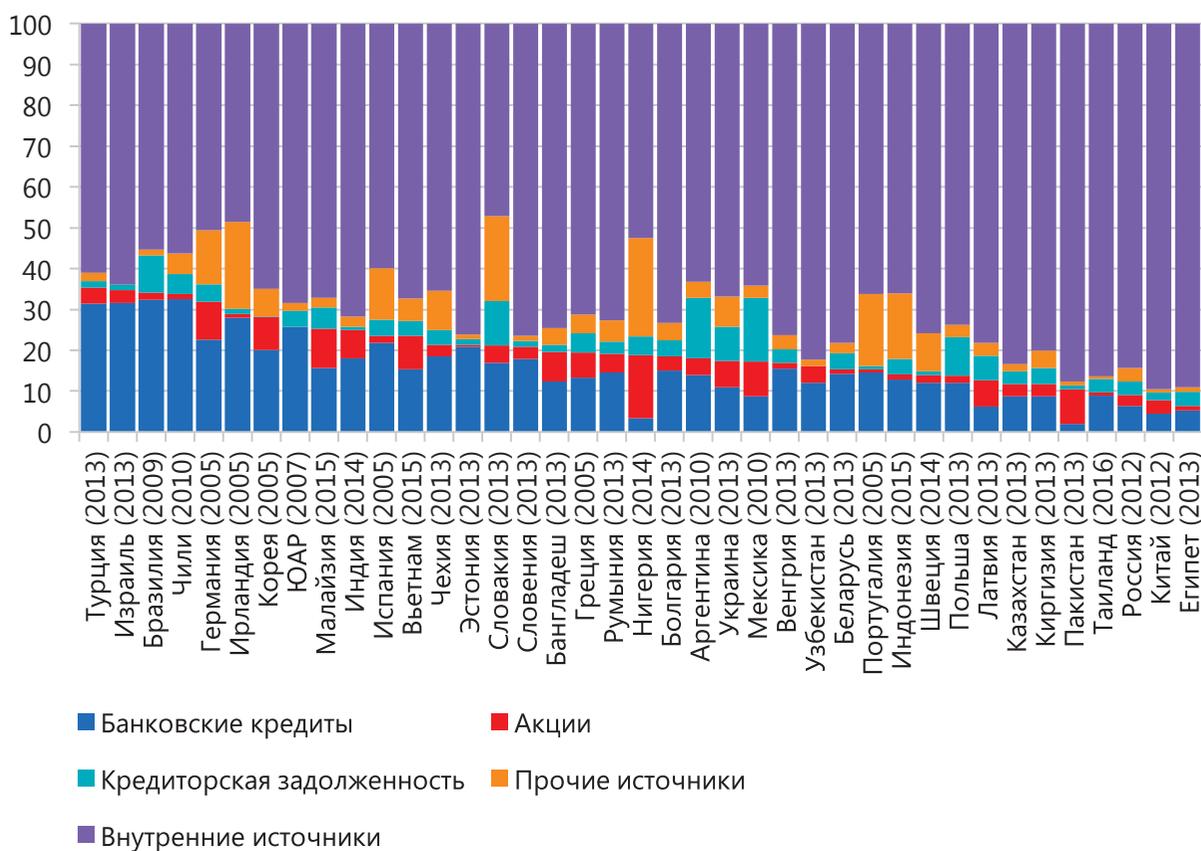
Таким образом, решение текущей инвестиционной проблемы неразрывно связано с преодолением изъянов сложившейся «автаркической» модели, не способной обеспечить привлечение инвестиционных ресурсов в необходимых объемах и должного качественного уровня, т.е. отличающихся временным профилем, капитальной структурой и базовым уровнем стоимости, которые были бы приемлемы для основных категорий инвесторов.

При более детальном анализе источников финансирования инвестиций в основной капитал бросается в глаза незначительность вклада небанковского финансового сектора. Если традиционно в качестве основной группы долгосрочных инвесторов рассматриваются

инвестиционные и пенсионные фонды, покупающие акции и облигации предприятий-эмитентов, то в России основными долгосрочными инвесторами выступают сами предприятия, их финансово-промышленные группы, а в отдельных случаях – государственные или квази-государственные институты и банки.

Межстрановое сопоставление структуры источников инвестиций в основной капитал, проведенное на основе данных Всемирного банка, показывает, что Россия кардинально отстает от развитых стран и от многих стран с развивающимися финансовыми рынками по доле финансового сектора в финансировании инвестиций в основной капитал (см. рисунок 13).

Рисунок 13. Структура инвестиций в основной капитал по странам.



Рассчитано по данным Enterprise Surveys.

Необходимо отметить, что сколь-нибудь заметного увеличения объема собственных ресурсов, направляемых самими предприятиями и их материнскими компаниями на финансирование инвестиций в основной капитал добиться невозможно – доля собственных средств предприятий уже сейчас находится на рекордном уровне за последние 18 лет и лишь немного уступает рекорду за все время наблюдений в новой российской истории (60,8% в 1997 году).

Банковские кредиты как источник финансирования долгосрочных инвестиционных проектов реального сектора также практически исчерпан. Сколь-нибудь значимое увеличение доли банков в финансирование долгосрочной инвестиционной деятельности российских нефинансовых предприятий в условиях ограниченности ресурсной базы банков (особенно по срокам предоставления ресурсов) неизбежно приведет к снижению устойчивости финансовой системы.

Необходимо отдельно остановиться на крайне высокой опасности заблуждения, распространенного в российских экспертных кругах и в органах исполнительной власти. Некоторые специалисты считают, что рост инвестиций можно обеспечить за счет увеличения долгосрочного банковского кредитования, при этом указывают в качестве примера на Германию и некоторые другие страны континентальной Европы, на которые Россия якобы похожа. Реализация подобных заблуждений приведет к катастрофическим последствиям. В действительности такой похожести нет. В этих странах, в отличие от России, банки получают долгосрочные ресурсы в виде долгосрочных депозитов. В Германии, кроме того, банки выпускают примерно 90% облигацией частого сектора, получая долгосрочные ресурсы также с исключительно емкого рынка облигаций. Та «германская модель» финансового рынка, которая существует в воображении некоторых экспертов, уже почти 20 лет как канула в прошлое, и по доле банков во внешних источниках финансирования инвестиций в основной капитал Германия лишь ненамного превосходит Россию (45% против 40%). Поставку долгосрочных инвестиций в той же Германии в значительной мере сегодня осуществляют небанковские финансовые институты. Требовать в данных условиях (отсутствия длинных пассивов банков) увеличения доли банков в финансировании инвестиций в основной капитал — убийственно. В России в настоящее время уже сейчас средневзвешенная дюрация выдаваемых предприятиям кредитов (2,6 года) существенно превосходит средневзвешенную дюрацию привлекаемых депозитов и вкладов (1,6 года). Дальнейшее увеличение разницы между срочностью пассивов и активов ведет к крайне опасному уровню риска нестабильности банковской системы.

Необходимый объем инвестиций. Различные авторы (Аганбегян, Ивантер и др.) оценивают необходимый в нынешних российских условиях объем инвестиций в 20–25% и даже 30% от ВВП [42, С. 46, 64]. Иными словами, дефицит капиталовложений в ценах 2015 года составляет от 14 до 22 трлн. рублей (эквивалент 230–350 млрд долларов). Близка к этому уровню и оценка А. А. Аузана — 15 трлн. рублей [43].

Сопоставляя эти оценки с объемом долгосрочных инвестиционных ресурсов, поступающих в реальный сектор экономики, в том числе посредством использования возможностей небанковского финансового сектора, необходимо сделать следующий вывод. В настоящее время в Российской Федерации существует критический дефицит долгосрочных инвестиционных ресурсов, дополняемый недостатком стимулов реципиентов инвестиций к выходу на рынок, обусловленный недостатком благоприятными условиями для расширения производства, наличием угроз, связанных с повышением прозрачности и улучшением

корпоративного управления (вплоть до силового отъема бизнеса). Предпринятые в последние 5–7 лет усилия по развитию инфраструктуры рынка обеспечили значительное превышение ее потенциальных возможностей над реально перераспределяемыми небанковским финансовым сектором инвестиционными ресурсами. Таким образом, главные проблемы недостаточного объема долгосрочных инвестиций, перераспределяемых небанковским финансовым сектором, связаны в основном с поведением потенциальных инвесторов (держателей долгосрочных ресурсов) и реципиентов инвестиций (теперь, с ростом показателей концентрации на небанковских секторах финансового рынка, к ним добавились проблемы вымывания небанковских финансовых посредников).

### **2.2.1.2 Трансформация рисков.**

В настоящее время выполнение небанковским финансовым сектором функции трансформации рисков существенно ограничено.

Следует указать на такие основные инструменты распределения, перераспределения и диверсификации рисков, как:

- диверсификация в рамках формирования портфелей финансовых активов и управления ими (включая ПИФы; индивидуальное доверительное управление; управление пенсионными накоплениями и пенсионными резервами);
- страхование и перестрахование рисков предпринимательской деятельности субъектами страхового дела;
- хеджирование с использованием производных финансовых инструментов.

### **2.2.1.3 Аллокация ресурсов и сохранение стоимости.**

В современной российской экономике наблюдается крайне неэффективное распределение ресурсов, препятствующее сохранению их стоимости. Однако проблема состоит в том, что неэффективность распределения ресурсов возникает на макроуровне, а сами экономические агенты ведут себя в большинстве случаев рационально. Это означает, что существуют значительные искажения в условиях инвестирования, т.е. нарушена работа всего финансового сектора как макроэкономического механизма, в том числе вследствие проведения непотимальной политики государства. Формированию неэффективного распределения ресурсов в рамках народного хозяйства способствует, во-первых, неравномерная концентрация финансовых ресурсов в различных отраслях, и, во-вторых, неэффективная с макроэкономической точки зрения структура сбережений населения.

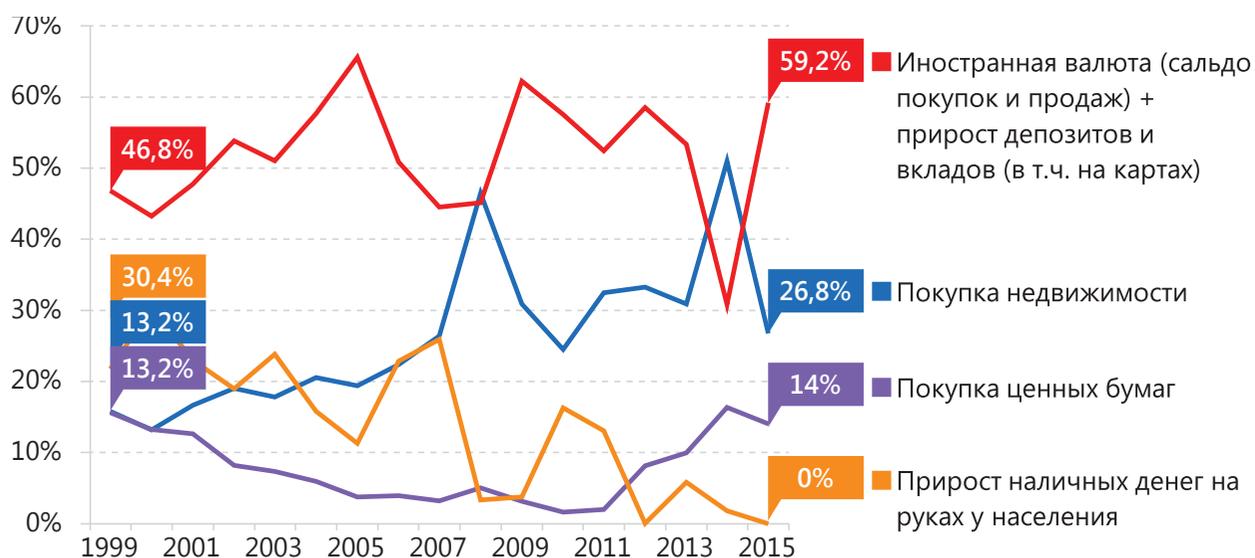
В отраслях, в которых велика доля экспортных поставок и, соответственно, валютных поступлений, происходит непроизводительное накопление валютных ресурсов, концентриру-

ющихся на банковских счетах предприятий-экспортеров. Большинство перерабатывающих отраслей и, особенно, секторы высоких технологий испытывают острый дефицит долгосрочных финансовых ресурсов, которые в этих отраслях могут быть эффективно применены. Соответственно, не происходит сохранения реальной стоимости активов, хранимых на валютных текущих счетах и депозитах — в условиях стабильности национальной валюты эти средства неизбежно съедаются инфляцией. Вместо использования механизмов страхования и перераспределения валютного риска предприятия используют самый простой метод устранения этого риска — хранение свободных ресурсов в иностранной валюте. Очевидно, что этот метод неэффективен и ведет к негативным макроэкономическим последствиям, включая избыточную долларизацию, а также в отдельные периоды времени — к существенным потерям реальной стоимости активов.

Отсутствие в последние годы размещений акций на первичном рынке одновременно означает и остановку межотраслевого перелива капитала, осуществлявшегося через этот рынок. Как представляется, это весьма эффективный институт структурной реформы (структурных трансформаций), который в течение 2005–2013 гг. перераспределял значительные объемы долевого капитала (за исключением отдельных кризисных лет — размере от 2 до 25 млрд долл. за год), и «обнуление» рынка IPO/SPO негативно сказывается на эффективности распределения ресурсов в народном хозяйстве России.

В российской экономике складывается крайне неэффективная с макроэкономической точки зрения структура сбережений населения. Значительная доля сбережений направляется на покупку недвижимости и иностранной валюты массы (см. рисунок 14).

Рисунок 14. Структура сбережений населения России, в % к сбережениям (агрегированная структура; включая прирост наличных денег).



Рассчитано по данным Росстата.

Таким образом, сбережения населения не поступают в реальную экономику и используются недостаточно производительно. Та часть ресурсов, которая направляется на покупку недвижимости, также создает значительные негативные эффекты. Это является одной из причин значительного завышения стоимости недвижимости, отсекающего от ее покупки значительную часть населения, нуждающуюся в улучшении жилищных условий. Кроме того, инвестированный в уже построенные объекты недвижимости капитал омертвляется на длительные сроки. Но, возможно, такое поведение населения вполне рационально в условиях отсутствия эффективных (с точки зрения риск/доходность) альтернатив.

Крайне неэффективна структура сбережений населения также с точки зрения возможностей сохранения и приумножения стоимости богатства. Завышенная (по сравнению с международными аналогами) доля банковских депозитов есть проявление отвлечения значительной части инвестиций из институтов институционального инвестирования, и, следовательно, уменьшает объем долгосрочных инвестиционных ресурсов в экономике. Инвестиции в недвижимость и в иностранную валюту приносят отрицательную реальную доходность в течение длительных промежутков времени, в течение которых наблюдается внутренняя финансовая стабильность, и, следовательно, эти ресурсы могли бы более эффективно использоваться посредством инвестиций в рублевые финансовые инструменты. В то же время недиверсифицированные вложения населения в условиях резкого изменения конъюнктуры рынков не могут обеспечить приемлемого уровня риска для таких вложений, что ведет к потерям домохозяйствами реальной стоимости накопленного богатства.

#### **2.2.1.4 Справедливое ценообразование.**

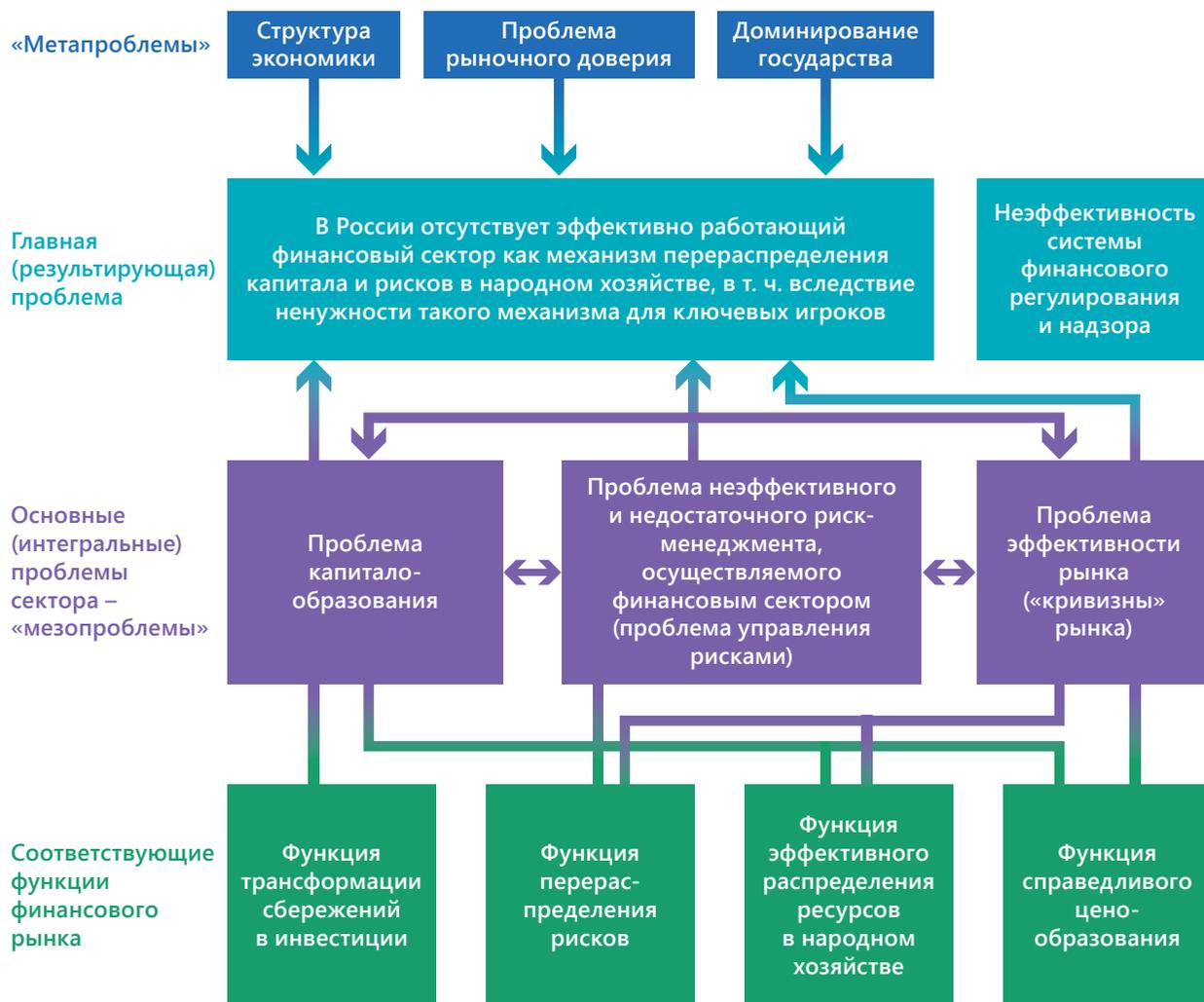
В последние годы значительно затруднено выполнение функции обеспечения справедливого ценообразования на финансовые активы. Как представляется, существует целый набор факторов, затрудняющих данную функцию на современном небанковском финансовом рынке в России:

- резкое сокращение доли рыночных сделок на рынках акций и облигаций, ее падение до критического уровня, при котором становится невозможно рыночное определение стоимости финансовых активов;
- монополизация части секторов рынка ограниченным количеством финансовых организаций (прежде всего — рынка государственных облигаций, на котором подавляющая часть сделок приходится на банки с государственным участием и Банк России);
- сокращение уровня конкуренции в большинстве сегментов небанковского финансового рынка в связи с резким сокращением количества действующих финансовых посредников (в первую очередь брокеров-дилеров; кроме того, наблюдается крайне высокая концентрация небанковских финансовых организаций в Москве, характерная для большинства сегментов небанковского финансового сектора).

## 2.2.2 Основные проблемы развития небанковского финансового сектора и их иерархия

Суммируя анализ выполнения финансовым рынком своих социально-экономических функций, необходимо сделать вывод о том, что в настоящее время в России отсутствует эффективно работающий финансовый сектор как механизм перераспределения капитала и рисков в народном хозяйстве. Т.е. небанковский сектор не выполняет должным образом своих функций в социально-экономической системе. Данная проблема проистекает, как представляется, из трех тесно взаимосвязанных основных «мезопроблем» небанковского финансового сектора: **1)** проблема капиталообразования; **2)** проблема управления рисками; **3)** проблема эффективности рынка (см. рис. 15).

Рисунок 15. Основные «мезопроблемы» небанковского финансового сектора.



С другой стороны, отсутствие эффективно работающего финансового сектора является результатом ряда проблем, выходящих за рамки сектора и являющихся по своей природе «метапроблемами», «надпроблемами» по отношению к финансовому сектору, проблемами более высокого уровня. Отдельно от этой классификации следует указать также на проблему недостаточной эффективности сложившейся системы финансового регулирования и надзора. С одной стороны, данная проблема непосредственно связана с другими проблемами самого финансового сектора, но с другой стороны, это проявление некачественного государства, являющейся «надпроблемой» по отношению к финансовому сектору.

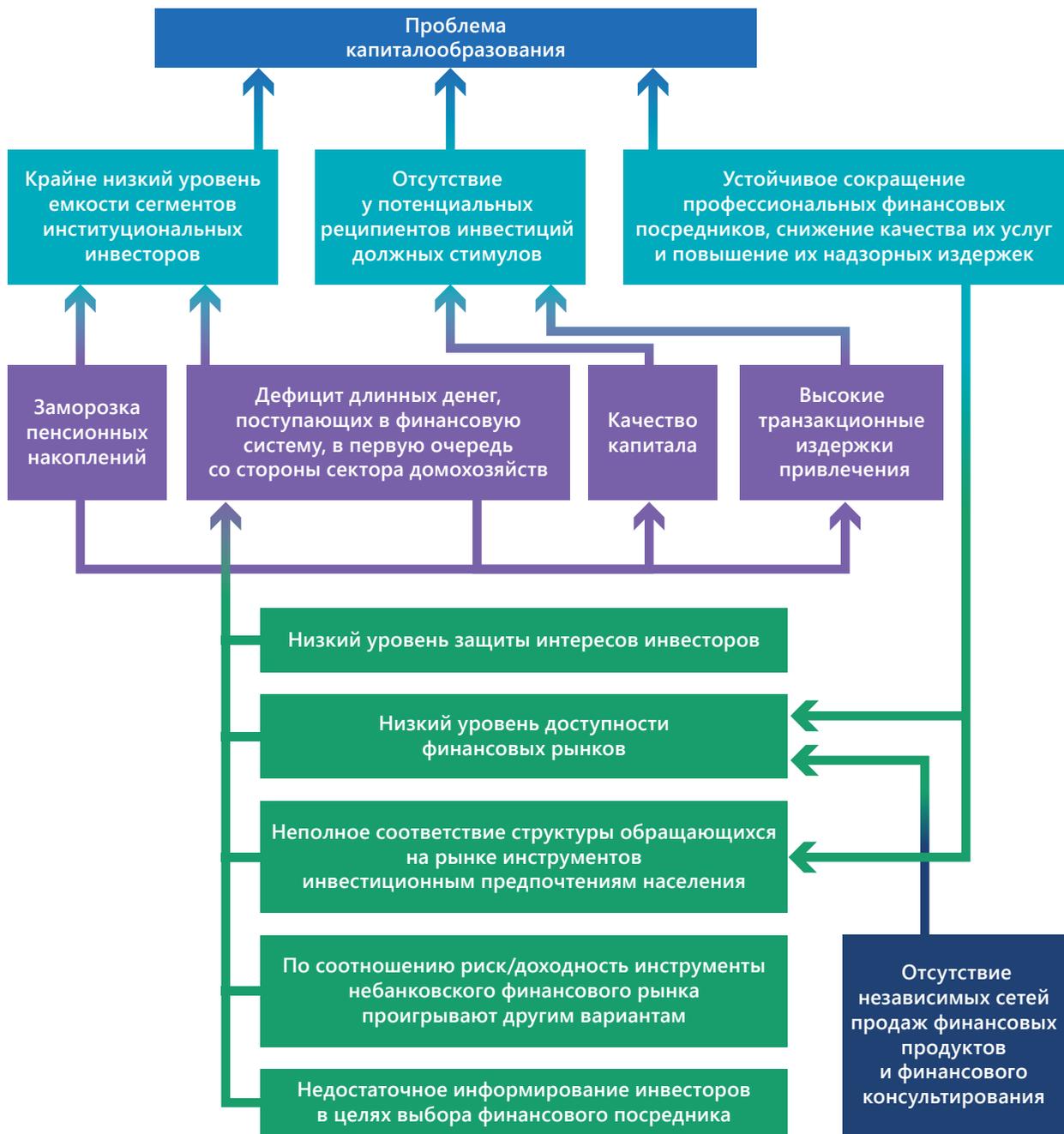
Выявленные «мезопроблемы» непосредственно связаны с социально-экономическими функциями небанковского финансового сектора. Первая проблема проистекает из некачественного выполнения, прежде всего, функции трансформации сбережений в инвестиции, а также функций эффективного распределения ресурсов в народном хозяйстве и справедливого ценообразования. Вторая проблема проистекает из недостаточно эффективного выполнения функции перераспределения рисков. Третья проблема является следствием недостаточно эффективного выполнения функций справедливого ценообразования, эффективного распределения ресурсов и перераспределения рисков.

Выделенные нами три основные (интегральные) проблемы сектора являются взаимосвязанными, их преодоление невозможно без комплексного решения всех проблем одновременно.

Вместе с тем среди «мезопроблем» проблема капиталообразования выделяется своей важностью. Она фактически вмещает в себя следствия других мезопроблем (и проблемы некачественного управления рисками, и проблемы «кривизны» рынка), и именно она оказывает наибольшее влияние на роль финансового сектора в народном хозяйстве в целом.

Каждая из перечисленных основных проблем разворачивается в перечень более узких, специальных проблем, связанных с той или иной характеристикой небанковского финансового сектора (часть из них уже описывалась при анализе выполнения финансовым сектором своих социально-экономических функций).

Рисунок 16. Проблема капиталообразования как результирующая проблема.



### 2.2.2.1 Проблема капиталообразования

Проблема капиталообразования предстает (см. рис. 16) как результирующая в отношении таких проблем, как:

- крайне низкий уровень емкости сегментов институциональных инвесторов (паевых инвестиционных фондов; пенсионных институтов; страховых компаний), «дистрофичность» данных сегментов, причиной чего, в свою очередь, является, во-первых, дефицит длинных денег, поступающих в финансовую систему, в первую очередь со стороны сектора домохозяйств, и во-вторых, заморозка пенсионных накоплений;
- отсутствие у потенциальных реципиентов инвестиций должных стимулов к привлечению инвестиционных ресурсов на внутреннем рынке ценных бумаг;
- устойчивое сокращение количества профессиональных финансовых посредников, снижение качества их услуг и повышение их надзорных издержек, ведущее к росту издержек инвесторов, а также неполнота линейки их услуг.

Вышеперечисленные проблемы отражают проблемы на стороне одной из трех сторон финансового рынка, участвующий в процессе капиталообразования. Финансовые рынки функционируют во взаимодействии трех основных групп участников: инвесторов, реципиентов инвестиций и финансовых посредников в широком смысле, включая инфраструктурные институты. В различные периоды времени на рынке может ощущаться дефицит в одной из трех сфер. В любой момент времени развитие российского финансового рынка сдерживается самым «узким» местом, в роли которого может выступать любая из трех указанных сфер.

Вся история российского финансового рынка свидетельствует о том, что каждый новый рубеж развития достигался в результате преодоления ограничений на той стороне рынка, которая относительно отставала в развитии от других сторон. В настоящее время в Российской Федерации существует критический дефицит долгосрочных инвестиционных ресурсов, поступающих на финансовый рынок со стороны инвесторов, вызванный «дефицитом длинных денег» и резко усиленный в последние годы заморозкой (а фактически конфискацией) пенсионных накоплений.

Дефицит длинных денег, поступающих на небанковский финансовый сектор, связан со следующими проблемами:

- Низкий уровень защиты интересов инвесторов и в целом инвестиционного климата
- Низкий уровень доступности финансовых услуг и рынков для большинства потенциальных инвесторов и реципиентов инвестиций (в первую очередь — отсутствуют

независимые сети продаж финансовых продуктов и финансового консультирования, розничные финансовые супермаркеты, вместо этого существует крайне невыгодная для инвесторов практика продаж финансовых продуктов, сохранение которой блокируется конфликтом интересов в рамках банков и крупных финансовых групп):

- неполное соответствие структуры обращающихся на рынке инструментов инвестиционным предпочтениям населения;
- по соотношению риск/доходность инструменты небанковского финансового рынка проигрывают более популярным в России инструментам организации сбережений населения (в том числе вследствие сохранения налоговой дискриминации; недостаточной информированности инвесторов об инвестиционных инструментах и их ключевых характеристиках, а также о способах защиты своих интересов и т. д.);
- недостаточное информирование инвесторов о надежности посредников, транзакционных издержках, результатах управления активами (в т.ч. ПИФами и пенсионными накоплениями), не позволяющее им получить всю необходимую информацию о выборе финансового посредника.

Однако, несмотря на то, что недостаточный уровень развития институциональных инвесторов и в целом объема предлагаемых долгосрочных инвестиционных ресурсов следует признать ключевым условием развития небанковского финансового рынка, его главным на сегодняшний день «узким местом», другие стороны процесса капиталообразования также характеризуются серьезными проблемами, препятствующими развитию небанковского финансового рынка.

У потенциальных реципиентов инвестиций, которые могли бы осуществлять привлечение инвестиций на финансовом рынке, в настоящее время резко ограничены стимулы такого привлечения, т.е. стимулы обращения к возможностям финансовых рынков как источнику долгосрочных инвестиционных ресурсов. Следует указать две группы причин этого, одна из которых прямо связана с качественными параметрами финансового рынка, а другая лежит за его пределами:

- качественные параметры капитала, формируемого на финансовом рынке, не вполне соответствуют потребностям предприятий реального сектора, как основной группы реципиентов долгосрочных инвестиций;
- привлечение капитала на небанковском финансовом рынке связано с определенными условиями (требования повышенной прозрачности; должный уровень корпоративного управления; снижение доли мажоритарного владельца и др.), которые ведут в современных российских условиях к существенному росту транзакционных издержек привлечения капитала на этом рынке.

Качество капитала, привлекаемого на небанковском финансовом рынке, не вполне соответствует потребностям предприятий реального сектора по следующим параметрам:

- низкий размер инвестиций, перераспределяемых финансовой системой в реальный сектор экономики, что предопределяет обращение крупных и значительной части средних компаний к иностранным рынкам, а в условиях их закрытости — к повышенному спросу на банковские кредиты, создающему угрозы стабильности банковской системы;
- высокая стоимость заимствований и низкая дюрация привлекаемых долгосрочных инвестиций для большинства реципиентов;
- низкая доля долевого финансирования, ведущая к дефициту собственного капитала в реальном секторе, сдерживающего кредитную экспансию предприятий реального сектора и искажающего формы финансирования (например, в строительстве).

Рост транзакционных издержек привлечения капитала на небанковском финансовом рынке связан не столько с высокими затратами на поддержание стандартов корпоративного управления и обеспечение должного уровня прозрачности, сколько с повышенными нерыночными рисками. Соответствие требованиям финансового рынка ведет к росту рентабельности и скорости развития бизнеса (включая отражение этого в рыночной оценке бизнеса, в капитализации). Наиболее рентабельные, быстро развивающиеся и максимально прозрачные корпорации привлекают наибольшее внимание рейдеров, а возможности защиты от рейдерских захватов для публичных корпораций ограничены правоприменительной практикой, которая в современной России избирательна. В результате жертвами недружественных поглощений (назовем это так) в России становятся наиболее эффективные, с т.з. финансового рынка, корпорации, в т.ч. ЮКОС, ТНК и Башнефть.

Проблемы недостатка долгосрочных инвестиционных ресурсов, с одной стороны, и отсутствия должных стимулов к привлечению инвестиций у потенциальных реципиентов инвестиций, с другой стороны, не сводятся к упрощенной формуле «одни не хотят, другие не могут». Сочетание этих проблем формирует двухуровневую проблему: во-первых, структурная проблема крайне неравномерного распределения временно свободных финансовых ресурсов в экономике, и во-вторых, наличие макродефицита инвестиционных ресурсов, необходимых для обеспечения расширенного воспроизводства с темпами роста не ниже среднемировых. Даже если каким-то образом будет решена структурная проблема, которая была более подробно описана выше, и будут в полной мере

задействованы те ресурсы, которые скопились у крупнейших экспортеров и отдельных финансовых и нефинансовых квазигосударственных корпораций, их объем достаточен только для простого воспроизводства, а при условии благоприятной внешнеэкономической конъюнктуры — для расширенного воспроизводства с низкими темпами прироста ВВП (до 2–3% в год)

Проблемы, лежащие на стороне финансовых посредников, за исключением инфраструктурных институтов, являются, прежде всего, прямым следствием дефицита инвесторов и низких стимулов на стороне реципиентов. Вместе с тем в последние годы здесь проявились и внутренние проблемы. К таким проблемам следует отнести: устойчивое сокращение количества профессиональных финансовых посредников, а также снижение качества их услуг и повышение их надзорных издержек. В значительной мере эти проблемы стали следствием регулятивного воздействия, связанного с изменением институционального дизайна финансового регулирования.

На наш взгляд, передача функций мегарегулирования Банку России не привела к улучшению ситуации в небанковском финансовом секторе. Существует определенное противоречие между «Ключевыми принципами эффективного банковского надзора» Базельского комитета банковского надзора и «Целями и принципами регулирования рынков ценных бумаг» ИОСКО, эффективное разрешение которого является вызовом для любого национального банка, выполняющего функции мегарегулятора.

Вышеприведенные принципы финансового регулирования применимые к различным секторам финансового рынка, несмотря на их постоянную унификацию, сохраняют различие подходов. Прежде всего, это касается различия принципов банковского надзора и регулирования фондового рынка в части защиты инвесторов (клиентов). Принципы банковского надзора в значительной мере (в т. ч. в части требований к регулятору) нацелены на обеспечение устойчивости отдельных коммерческих банков и банковских групп, а также на предотвращение системного риска, в то время как вопросы защиты интересов клиентов банков остаются в рамках этих принципов на втором плане. Принципы регулирования фондового рынка, напротив, основаны на представлении о защите инвесторов как одной из ключевых целей регулирования фондового рынка, и, соответственно, требования к фондовым регуляторам в значительной мере учитывают именно эту нацеленность фондового регулирования. Принципы регулирования и надзора на страховом рынке также ориентированы преимущественно на защиту интересов клиентов (страхователей).

Следствием данного различия подходов к регулированию/надзору может стать возникновение дополнительного конфликта интересов в рамках мегарегулятора,

сформированного на основе национального банка. К сожалению, российский вариант сочетания данных стандартов регулирования нельзя признать удачным. Текущая деятельность Банка России, несмотря на наличие деклараций о защите интересов инвесторов, как представляется, отдает приоритет другой цели финансового регулирования – цели предотвращения системных кризисов. Как было показано [44], эти вышеперечисленные две цели финансового регулирования опираются на различные функции финансового регулирования и надзора. Цель защиты инвесторов опирается на функцию обеспечения правил ведения бизнеса (и надлежащего обслуживания инвесторов) финансовыми посредниками. Цель предотвращения системных кризисов (наиважнейшая для банковского сектора) опирается, прежде всего, на макропруденциальную и на микропруденциальную функции. Эти две цели финансового регулирования, отчасти пересекающиеся по своей предметной области и функционалу, тем не менее, решаются разными средствами. Задача предотвращения системных угроз – по сути своей финансово-экономическая и в ее решении задействованы, в первую очередь, экономические механизмы, тогда как защита инвесторов понимается в юридическом ключе и осуществляется главным образом правовыми средствами.

Различие двух важнейших целей финансового регулирования с теоретической точки зрения лежит в основе формирования все более популярной в современном мире модели «twin peaks», в которой предусматривается закрепление каждой из этих целей за разными регуляторами финансового рынка. В России было принято решения пойти по пути формирования единого органа финансового регулирования и надзора – мегарегулятора. Как показывает российская практика, в рамках одного органа оказалось сложно совместить реализацию двух различных задач финансового регулирования. Для того, чтобы совместить технологии достижения двух различных целей финансового регулирования, Банку России, на наш взгляд, целесообразно более четко определять характеристики той или иной регулятивной проблемы, и решать ее соответствующими средствами.

Пока этого добиться не удалось, в результате чего резко снижается количество небанковских финансовых посредников, повышается их надзорная нагрузка, но при этом не происходит ни повышения уровня защиты инвесторов, ни повышения качества деятельности небанковских финансовых посредников, ни расширения линейки предлагаемых ими услуг.

#### **2.2.2.2 Проблема неэффективной трансформации рисков**

Проблема управления рисками, описанная как проблема неэффективного и недостаточного риск-менеджмента, осуществляемого небанковским финансовым сектором в целом и его отдельными сегментами в рамках народного хозяйства, является непосредственным отражением неудовлетворительного выполнения финансовым сектором такой макрофункции, как трансформация (распределение, перераспределение и диверсификация) рисков предпринимательской деятельности, включая инвестиционную деятельность.

Необходимо указать три проблемы следующего уровня, предопределяющую мезопроблему управления рисками финансовым сектором (см. рис. 17):

Рисунок 17. Составные части проблемы неэффективной трансформации рисков.



- Недостаточная емкость рынка производных финансовых инструментов, его неполнота;
- Ограниченность возможностей диверсификации рисков на рынке ценных бумаг и в секторе услуг по управлению активами;
- Не соответствующий требованиям современной рыночной экономики уровень развития страхового рынка.

На рынке производных финансовых инструментов не представлены в достаточных объемах многие из тех инструментов, которые традиционно используются для хеджирования рисков в современном мире: товарные фьючерсы и опционы; процентные срочные инструменты; кредитные деривативы и др. При формальном наличии в структуре рынка тех или иных производных инструментов низкий уровень их ликвидности оказывается непреодолимым барьером для их использования в целях хеджирования более или менее крупными участниками рынка.

Снижение инвестиционных рисков путем диверсификации активов крайне интенсивно развивалось в течение последних 50 лет в финансовой сфере. Однако крайне низкое количество ликвидных инструментов на российских рынках акций и облигаций, высокий уровень

концентрации оборота на этих рынках не позволяют использовать диверсификацию для более или менее крупных инвесторов в российские ценные бумаги.

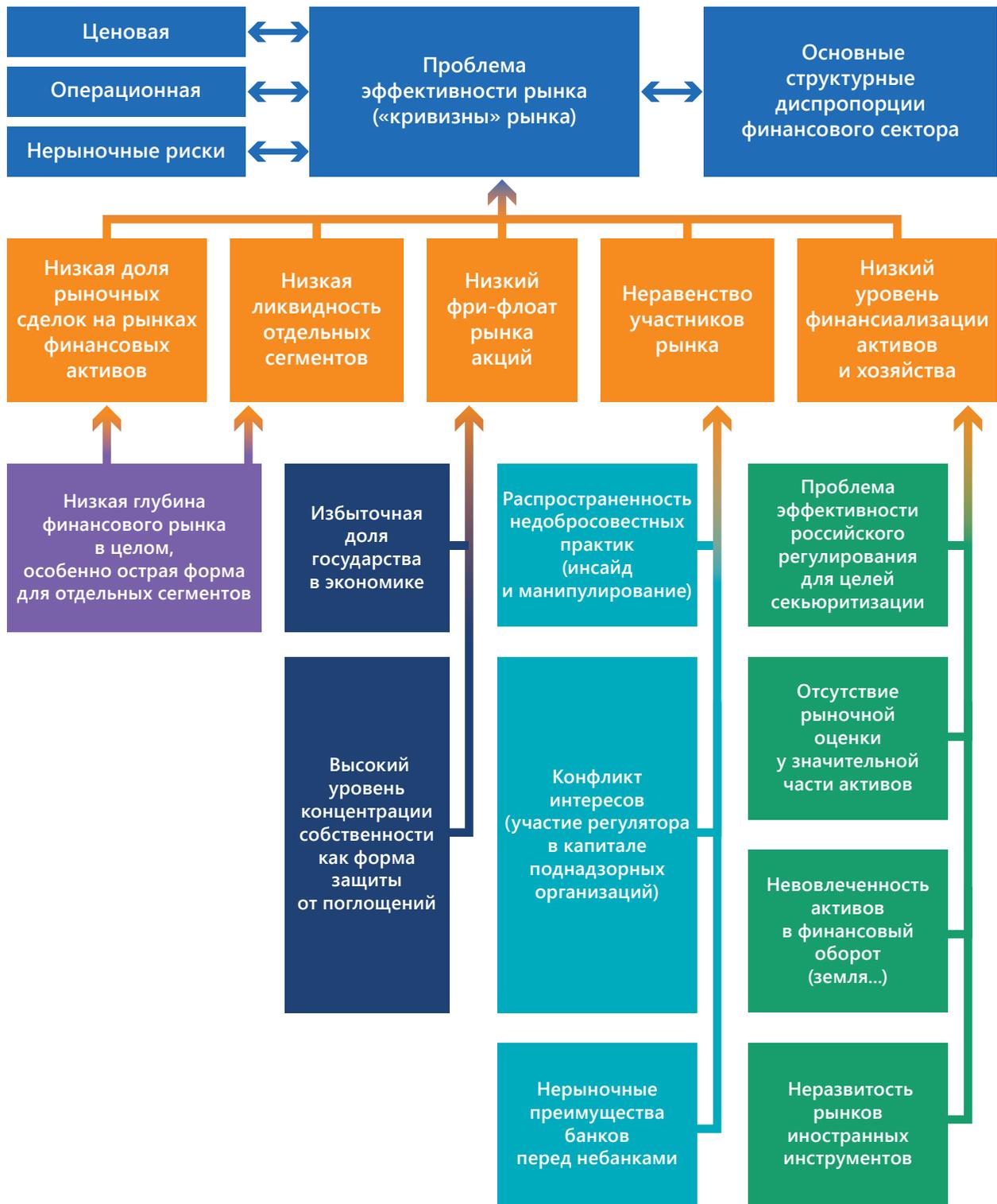
### **2.2.2.3 Проблема низкой внутренней эффективности финансовых рынков**

Эффективность рынка имеет несколько аспектов. Традиционно понятие эффективности рынка сводилось к информационной (или ценовой) эффективности, но впоследствии были выявлены также иные ее аспекты, в первую очередь операционная эффективность рынка и оценка эффективности со стороны транзакционных издержек (прежде всего, в части влияния нерыночных рисков). Для современного российского финансового рынка характерна невысокая эффективность, своеобразная «кривизна рынка», что подразумевает неадекватное отражение информации в ценах, формирование смещенных оценок и завышенных транзакционных издержек в ходе функционирования рынка (см. рис. 18).

Низкая эффективность («кривизна») российского финансового рынка предопределяется большим количеством проблем качественного характера, среди которых необходимо выделить:

- низкая доля рыночных сделок на рынках финансовых активов, препятствующая эффективному ценообразованию;
- низкая ликвидность отдельных сегментов финансового рынка;
- низкий фри-флоат (доля в свободном обращении) рынка акций, являющийся следствием, прежде всего, избыточно высокой доли государства в экономике, в т.ч. в капиталах крупнейших корпораций, а также формирования крайне высокого уровня концентрации корпоративной собственности как формы защиты от поглощений;
- неравенство участников рынка;
- низкий уровень финансиализации активов и хозяйства, препятствующий доступу большинства экономических агентов к долговым инвестициям;
- основные структурные диспропорции финансового сектора (группа проблем, являющихся количественным следствием выделенных выше качественных диспропорций).

Рисунок 18. Факторы внутренней неэффективности финансового рынка.



Низкая доля рыночных сделок на рынках финансовых активов и низкая ликвидность отдельных сегментов финансового рынка в значительной мере являются следствием низкой глубины финансового рынка в целом (финансовой глубины экономики), острая форма которой характерна для отдельных сегментов. Однако они не сводятся только к общей невысокой финансовой глубине, но также являются следствием неэффективной работы институтов биржевой инфраструктуры и, отчасти, органов регулирования и надзора.

Неравенство участников рынка возникает вследствие сохранения и воспроизведения следующих нарушений рыночных механизмов на финансовом рынке:

- распространенность недобросовестных практик (инсайдерская торговля и манипулирование рынком);
- сохранение многочисленных конфликтов интересов (прежде всего, участие регулятора в капитале поднадзорных организаций);
- нерыночные преимущества коммерческих банков перед небанковскими финансовыми организациями (налогообложение; удельная надзорная нагрузка; доступ к кредитору последней инстанции и т.д.).

Низкий уровень финансиализации активов и хозяйства является результатом следующих проблем:

- проблема эффективности российского регулирования для целей секьюритизации;
- отсутствие рыночной оценки (и возможности ее получения) у значительной части активов;
- невовлеченность активов в экономический и финансовый оборот, в т.ч. вследствие отсутствия у них рыночных оценок (в т.ч. земли и других объектов недвижимости, а также извлекаемых запасов полезных ископаемых);
- неразвитость срочных товарных рынков, обеспечивающих финансиализацию товарных активов;
- неразвитость рынков иностранных инструментов, препятствующих экспансии российского капитала даже в странах, находящихся в зоне российского экономического притяжения (прежде всего, в государствах-участниках ЕАЭС).

#### 2.2.2.4 Проблемы за пределами небанковского финансового сектора, препятствующие его развитию

С другой стороны, в дополнение к проблемам собственно небанковского финансового сектора, существенными препятствиями для его развития являются проблемы, находящиеся за пределами данного сектора, которые мы далее для краткости именуем «метапроблемами». К таким «метапроблемам» мы относим следующие:

- 1) Деформированная структура российской экономики.
- 2) Проблема рыночного доверия.
- 3) Доминирование государства.

Структура российской экономики может быть охарактеризована как «экономика конгломератов», или государственно-монополистическая экономика [45, С. 7], в которой высок уровень монополизации (и, соответственно, низок уровень конкуренции), высок уровень концентрации собственности (как на уровне народного хозяйства и его основных отраслей и подотраслей, так и в рамках крупнейших предприятий), основными игроками в этой системе выступают крупные экономические агенты. Внутренне присущей чертой сложившейся структуры российской экономики является высокая доля государства, в значительной мере предопределяющая структуру в целом. Крупные экономические агенты с высококонцентрированной структурой собственности и высоким уровнем переплетения с государственными органами (равно как и государственные / квазигосударственные предприятия) объективно слабо заинтересованы в финансовом рынке как механизме экономического развития. В такой экономике упор делается на собственных, а не привлеченных на рынке, ресурсах; конкуренция имеет олигополистический характер и ведется с активным задействованием «политического ресурса»; потребность в прозрачности, корпоративном управлении и других атрибутах современного финансового рынка незначительна и носит эпизодический или даже имиджевый характер. В результате финансовый сектор в такой экономике становится в значительной мере «ненужным», либо, по крайней мере, начинает иметь подчиненное значение (как, например, в Германии после биржевой реформы 1934 года).

Проблема доверия имеет многоаспектный характер: доверие к национальной судебной системе; доверие бизнеса к государству как регулятору; доверие государства к населению и бизнесу; доверие домохозяйств к бизнесу (особенно к финансовым организациям) и государству; доверие между экономическими агентами одного типа. Важнейшей из проблем этой группы, как представляется, является крайне низкое доверие к национальной судебной системе. Проблема доверия часто называется различными экспертами в качестве основного тормоза финансового развития в стране. Однако сама эта проблема, на наш взгляд, проистекает из низкого качества действующих в России институтов, предопределяющих плохой инвестиционный климат и низкое качество государства.

Доминирование государства также не сводится только к высокой доле государства в экономике (высокая доля бюджетных расходов в ВВП; высокая доля в акционерных капиталах; высокая доля расширенного государства в ВВП), но, что гораздо важнее, проявляется в приоритете «интересов государства» как бюрократического аппарата над интересами развития экономики и повышения благосостояния населения. Приоритет идеологии над экономикой, увлеченность геополитическими вопросами в ущерб социально-экономическому развитию — все это формирует иррациональное, с точки зрения экономического развития (включая финансовое развитие, т. е. развитие финансовых институтов и рынков) поведение государства, крайне отрицательно влияющее на финансовое развитие.

# 3.

## Анализ существующего опыта реформ небанковского финансового сектора

### 3.1 Оценка эффективности реформирования сектора в России

Финансовые рынки были воссозданы в Российской Федерации в начале 90-х годов прошлого века (1990 г. – первые нормативные акты Минфина РФ; 1991 г. – появление первых бирж, первые выпуски ценных бумаг, создание первых небанковских финансовых организаций). За прошедшие 25 лет наиболее активные трансформации сектора происходили после кризисов 1998 и 2008 гг., которые были направлены на его сохранение, но носили вынужденный спонтанный характер реакции на критическую ситуацию. Реформы, проводимые в эти моменты, были нацелены на преодоление «узких мест», препятствующих развитию рынка, в их рамках преобладали оперативно-тактические решения, в то время как решение стратегических проблем, как правило, откладывалось.

Примерами частичных реформ, нацеленных на преодоление ситуаций «узких мест», могут быть описанные в литературе [46, С. 51–55] действия профессионального сообщества и (иногда) государства:

- 1) Ситуация 1998 года: дефицит ресурсов для развития у посредников, низкий поток доходов, неразвитые неэффективные технологии взаимодействия с клиентами, отсекающие подавляющее большинство потенциальных клиентов. Кризис 1998 года сильно ударил по профессиональному сообществу фондового рынка и его инфраструктуре. Однако, как и любой кризис, он способствовал отбраковыванию неэффективных технологий, вытеснению слабых участников рынка, повышению эффективности организации инфраструктурных систем. В условиях крайне скудного потока доходов необходимо было найти бизнес-модель, которая бы обеспечила рост бизнеса в новых условиях. Такая бизнес-модель была найдена, она предполагала минимизацию расходов на обслуживание, что позволило расширить круг рентабельных клиентов. В основе новой бизнес-модели лежала новая технология

взаимодействия брокера, клиента и биржи через интернет. В результате внедрения интернет-технологий произошли революционные изменения в технологиях взаимодействия по каналу «биржа-брокер-клиент». Были созданы принципиально новые, гораздо более дешевые, каналы выхода мелких инвесторов на рынок посредством внедрения брокерских интернет-систем и биржевых интернет-шлюзов.

- 2)** Ситуация 2000 года. Преодоление ограничений, связанных с недостаточностью финансовых ресурсов, поступающих на фондовый рынок. После преодоления неэффективности институтов фондового рынка их «пропускная способность» значительно выросла, и основным ограничением для развития фондового рынка стала недостаточность финансовых ресурсов у внутренних инвесторов. Это ограничение было основным ограничением фондового рынка и в период до 1998 года. В течение 2000 – 2001 гг. ограничение, связанное с недостаточным притоком на фондовый рынок финансовых ресурсов, было в целом преодолено (во-первых, благодаря частичному снижению налоговой дискриминации инвестиций в негосударственные ценные бумаги; во-вторых, вследствие повышения уровня доходов, поступающих в распоряжение населения в результате ускорения экономического роста; в-третьих, в результате ранее произошедшего кардинального снижения барьеров доступа мелких инвесторов на фондовый рынок).

Начало планомерных процессов совершенствования сектора следует связать с разработкой первых стратегических документов развития отдельных сегментов финансового рынка. Данный процесс в части финансовых рынков и небанковского финансового сектора начался в 2002 году, всего за период 2002–2016 гг. было разработано 10 стратегических документов, затрагивавших проблемы развития финансового рынка (в узком смысле слова), отдельных сегментов небанковского финансового сектора (отраслевые стратегии) или развития финансового сектора в целом (комплексные стратегии). Перечень данных документов приведен в таблице 6. Кроме того, начиная с 2001 года было разработано также три стратегии развития банковского сектора.

Необходимо отметить, что далеко не всегда данные стратегии соответствовали принципам и передовой практике стратегического планирования. Большинство проанализированных документов соответствуют принципам реалистичности. Вместе с тем достижение заявленных целей – явление достаточно редкое. Отсюда можно сделать вывод о крайне низкой дисциплине выполнения вполне выполнимых документов.

Таблица 6. Стратегии развития финансового рынка и небанковского финансового сектора.

| Название стратегии  | Охват  | Дата |
|---|--------|------|
| Концепция развития страхования в Российской Федерации   | О (С)  | 2002 |
| Стратегия развития финансового рынка Российской Федерации на 2006–2008 годы   | О (ФР) | 2006 |
| Стратегия развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 года  | О (ФР) | 2008 |
| Стратегия развития страховой деятельности в Российской Федерации на среднесрочную перспективу   | О (С)  | 2008 |
| Концепция создания международного финансового центра в РФ и План мероприятий по созданию международного финансового центра в РФ             | К      | 2009 |
| Стратегия долгосрочного развития пенсионной системы Российской Федерации  | О (П)  | 2012 |
| Стратегия развития страховой деятельности в Российской Федерации до 2020 года   | О (С)  | 2013 |
| Раздел «Развитие финансового и банковского сектора» в Стратегии-2020  | К      | 2013 |
| План мероприятий («дорожная карта») «Создание международного финансового центра и улучшение инвестиционного климата в Российской Федерации» | К      | 2013 |
| Основные направления развития и обеспечения стабильности функционирования финансового рынка РФ на период 2016–2018 годов                    | К      | 2016 |

Условные обозначения: в столбце «Охват» К – комплексная стратегия (охватывает все сегменты финансового сектора); О – отраслевая стратегия (расшифровки: ФР – финансового рынка; С – страхового сектора; П – пенсионного сегмента); в столбце «Дата» указывается год принятия стратегии.

По результатам анализа эффективности разработанных стратегий развития финансового сектора были сделаны следующие выводы [47, С. 77–80].

В данных стратегиях присутствует значительное количество несоответствий между целевыми индикаторами и формулировками целей. Встречается несоответствие между различными «отраслевыми» стратегиями развития сегментов финансового рынка.

Недостаточно учитывается передовой мировой опыт в решении аналогичных проблем. Значительное количество целевых индикаторов стратегий являются неизмеримыми, что отражает устойчивое нежелание ведомств брать на себя обязательства по реализации стратегий. Приоритет часто отдается тактическим мерам в ущерб мерам, направленным на решение стратегических задач и проблем. Для большинства стратегий характерно формулирование предельно неамбициозных целей, абсолютно реалистичных с точки зрения их достижимости, но не позволяющих реально продвинуться в рыночном развитии (характерно в основном для страховых стратегий).

## 3.2 Мировой опыт реформирования сектора

Меры государственной политики в отношении небанковского финансового сектора, реализованные в России (в том числе предусмотренные Стратегиями развития финансового рынка на период до 2008 года, и на период до 2020 года, Концепцией создания МФЦ в России), в значительной мере соответствуют рекомендациям международных финансовых организаций. Они также в значительной мере соответствуют тем мерам, которые были реализованы в странах с развитыми финансовыми рынками и в отдельных странах с крупнейшими развивающимися рынками.

Однако результаты реформ в России и в большинстве стран с крупнейшими развивающимися рынками, являющимися конкурентами России на мировом финансовом рынке, существенно отличаются. В отличие от конкурентов по глобальному рынку капиталов, Россия не только не достигла прогресса в развитии финансового рынка, но и по большинству объективных показателей кардинально ухудшила свои конкурентные позиции на глобальном финансовом рынке. Республика Казахстан также пока не смогла достичь целей, сформулированных при разработке Программы регионального развития финансового центра Алматы (РФЦА) 2006 года<sup>1</sup>.

### 3.2.1 Национальные стратегии развития финансового сектора

В ходе анализа различий между российской политикой в области небанковского финансового рынка и успешными реформами финансового сектора были выявлены три группы причин [22, С. 141 – 152]:

- «идеологические» причины;

---

<sup>1</sup> В настоящее время Республика Казахстан делает новую попытку создания МФЦ, сформулированную в Программе «Сто конкретных шагов» 2015 года.

- качество государства;
- множество нереализованных стратегических решений и прикладных мер, касающихся собственно финансового рынка.

Первые две группы причин находятся за рамками финансового сектора, но без их преодоления успешные реформы данного сектора (как и других секторов экономики) невозможны.

Группа «идеологических» причин находится за рамками рассмотрения в настоящем докладе.

Среди отличий, относящихся к качеству государства, необходимо выделить:

- обязательность выполнения стратегий и программ реформ, формируемая четко ориентированной на достижение целей реформ системой стимулов и мотивов чиновников, наличием контроля над реализацией, ориентированного на достижение измеряемых целевых показателей, безальтернативной политической ответственностью;
- последовательность, постоянно идущий процесс реформ, дополняемый постоянным процессом поиска долгосрочных проблем;
- приоритетное внимание вопросам стимулирования внутреннего инвестора, готовность и умение государства учитывать интересы мелкого частного инвестора;
- формулирование целей и задач как перечня целевых состояний (или условий функционирования) рынка, которые должны быть достигнуты (созданы) к определенному моменту (а не в виде перечня нормативных актов, которые нужно принять, как это часто практикуется);
- успешно реализованные стратегии развития финансового рынка и/или отдельных секторов финансового рынка тесно взаимоувязаны с планами и стратегиями социально-экономического развития, несмотря на возможное различие горизонтов планирования (из рассмотренных стран, по крайней мере, в 3 – в Китае, Корее и Индии программы развития финансовых рынков координируются с 5-летними планами развития страны);
- усиленное внимание к эффективности регуляторов и адекватности архитектуры финансового регулирования.

Среди касающихся собственно финансового рынка стратегических решений и прикладных мер, которые реализованы в странах, проводивших успешные финансовые реформы, и не реализованы в России, следует выделить [48, С. 58-59]:

- использование множества эффективно работающих институтов и механизмов защиты

инвесторов, отсутствующих в России, в том числе: компенсационные фонды, центры по защите прав инвесторов в ценные бумаги и программы защиты инвесторов, многочисленные механизмы, снижающие издержки инвесторов при разрешении спорных ситуаций (специализированные суды и арбитражи, многоуровневые механизмы разрешения споров, использование услуг профессиональных медиаторов, организация координации между медиацией и арбитражем) и т.д.;

- сочетание быстрого внедрения международных стандартов и передовой мировой практики с не менее активным использованием национальных особенностей в качестве конкурентных преимуществ;
- постепенное поступательное усиление роли институциональных инвесторов на национальном финансовом рынке;
- обеспечение полноты рынка (создание многоуровневого рынка акций, развитие процессов секьюритизации, стимулирование создания сложных синтетических продуктов, расширение инструментария срочного рынка, создание институтов и инструментов исламских финансов, активный допуск на национальный рынок иностранных финансовых инструментов);
- активное совершенствование технологий IPO/SPO и надзора в этой области;
- меры по обеспечению финансовой доступности (financial inclusion) для инвесторов, реципиентов инвестиций и других потребителей финансовых услуг;
- кодификация финансового законодательства.

### 3.2.2 Стратегические планы финансовых регуляторов

Кроме национальных стратегий развития финансового рынка в зарубежных странах большинство регуляторов финансового рынка имеют свои внутренние или публичные стратегические планы. Основным направлением таких планов является создание благоприятной правовой среды и системы регулирования, надзора и контроля для предотвращения нарушений, злоупотреблений в целях повышения конкуренции на финансовом рынке. Нами были проанализированы текущие Стратегические планы финансовых регуляторов 5 стран с развитыми рынками, а также аналогичные им по жанру Рабочая программа по надзору 2016 года и Рабочая программа по регулированию 2016 года Европейского управления по надзору за рынком ценных бумаг (программа ESMA)<sup>1</sup>.

Каждая из данных программ сфокусирована на отдельных структурных элементах финан-

---

<sup>1</sup> Использованы материалы аспирантки экономического факультета МГУ им. М. В. Ломоносова Евгении Кадыковой.

сового рынка и служит основой для более конкретных инициатив на этом рынке. В целом фокус большинства данных программ совпадает, что свидетельствует о высокой степени глобализации и интеграции финансовых рынков (см. таблицу 7).

Таблица 7. Основные мероприятия по развитию финансового рынка, предусмотренные в стратегических планах регуляторов.

| Основные мероприятия   | Южная Корея | Австралия | Швейцария | Великобритания | США | ЕС |
|--|-------------|-----------|-----------|----------------|-----|----|
| Обеспечение справедливого и эффективного финансового рынка     |             |           | +         | +              | +   | +  |
| Обеспечение защиты потребителей                                |             | +         | +         | +              | +   | +  |
| Содействие большей информированности инвесторов                | +           | +         |           |                | +   | +  |
| Содействие корректному исполнению финансового законодательства | +           | +         |           |                | +   | +  |
| Совершенствование пруденциального надзора                      |             |           | +         | +              |     |    |
| Минимизация и структурирование рисков                          | +           | +         |           | +              |     |    |
| Повышение устойчивости финансовой системы                      | +           |           |           |                |     | +  |
| Увеличение охвата финансовыми услугами                         | +           |           |           |                |     |    |
| Международное и национальное сотрудничество и интеграция       |             |           |           | +              | +   | +  |
| Содействие эффективному обеспечению исполнения обязательств    | +           | +         |           |                |     | +  |
| Увеличение участия регулятора                                  | +           |           | +         | +              | +   |    |
| Повышение кибербезопасности, структурные технические изменения | +           | +         |           | +              |     |    |

**Примечание.** Были проанализированы: Стратегический план 2014–2017 годов Комиссии по надзору за финансовым рынком Южной Кореи (план FSC); Корпоративный план с 2015–2016 по 2018–2019 годы Комиссии по ценным бумагам и инвестициям Австралии (план ASIC); Стратегические цели на 2013–2016 годы Управления по надзору за финансовыми рынками Швейцарии (план FINMA), Бизнес-план на 2015–2016 годы Управления по финансовому регулированию и надзору Великобритании (план FCA); Стратегический план на 2014–2018 годы Комиссии по ценным бумагам и биржам США (план SEC); Стратегический план на 2016–2018 годы, Рабочая программа по надзору 2016 года и Рабочая программа по регулированию 2016 года Европейского управления по надзору за рынком ценных бумаг (программа ESMA).

### 3.2.3 Важнейшие элементы лучшей практики развития отдельных сегментов финансового рынка

В определенном смысле классическим является опыт по переориентации небанковских финансовых организаций (далее – НФО) на обслуживание массового инвестора в США в ходе реформы данного рынка, которая была реализована с конца 1970-х годов. В последующем те или иные элементы данного опыта использовались всеми развивающимися странами, решавшими проблему ускоренного развития НФО (Чили, Республикой Корея, Польшей, Тайванем, Гонконгом и многими другими). В основе данного опыта лежал принцип синхронного развития разных механизмов, обеспечивающих необходимые условия для инвестиционной активности частных инвесторов.

На первом этапе в 1974 г. в США был принят закон о пенсионном обеспечении и страховании наемных работников (ERISA), согласно которому граждане получили возможность открывать индивидуальные пенсионные счета (IRAs) с льготным налогообложением в крупных финансовых организациях. В 1978 г. были введены поправки в Налоговый кодекс США, благодаря которым появились накопительные корпоративные пенсионные планы 401-k и др. Позднее, в 2006 г. планы 401-k стали квази-обязательными. Создание стимулируемых налоговыми льготами накопительных корпоративных пенсионных планов 2-го уровня и добровольных индивидуальных планов IRAs 3-го уровня, администраторами которых выступили крупнейшие НФО (T.Rowe Price, Fidelity Investments, Vanguard Group, Charles Schwab и др.), обладающие опытом обслуживания индивидуальных инвесторов, сделало доступными для рядового американца как корпоративные, так и индивидуальные пенсионные схемы.

Однако помимо этого, появление планов 401-k, IRAs, а потом и образовательных накопительных планов 529, вызвало революцию в области финансовых продуктов и методов работы финансовых организаций с частными инвесторами. В 1984 г. в брокерской компании Charles Schwab появился первый паевой супермаркет: клиенты брокера получили возможность с одного брокерского счета с низкими издержками покупать акции нескольких тысяч взаимных фондов. Огромную роль для работы паевых супермаркетов имело создание по инициативе Ассоциации брокеров-дилеров (NASD) и клирингового центра NSCC в 1986 г.

системы централизованных расчетов при дистрибуции акций взаимных фондов на базе NSCC. Создание открытой архитектуры продаж инвестиционно-финансовых продуктов является важным условием для принятия независимых инвестиционных решений. В 1986 г. в том же Charles Schwab, а потом и у других крупных брокеров начала формироваться сеть независимых инвестиционных консультантов (НИК)<sup>1</sup>. Это позволило сформировать вокруг крупных брокеров мощную сеть небольших компаний, работавших на основе фидуциарных стандартов при обслуживании клиентов. Сегодня вокруг Charles Schwab и Fidelity Investments работает сеть из примерно 6 тысяч таких компаний при каждом НФО. Наличие данной сети НИК позволяет данным НФО на равных конкурировать с продажными силами крупных розничных банков и страховых организаций. Конкуренция среди разных продавцов позволяет значительно улучшать и удешевлять услуги по долгосрочным сбережениям частных инвесторов. В 1984 г. была создана компания Morningstar, которая наряду со своими конкурентами (ресурсами Lipper, Блумберг и др.) сделала доступной для рядовых американских инвесторов аналитику по различным типам инвестиционных фондов.

В дальнейшем по схожему пути шли многие страны, пытавшиеся решить проблему привлечения на фондовый рынок (см. таблицу 8, стр. 68).

В таблице 8 приведены данные о пяти наиболее эффективных рынках коллективных инвестиций в мире по данным рейтинга 27 самых крупных рынков, который раз в два года составляется компанией Morningstar [49], в сравнении с российским рынком.

Для данных рынков свойственны следующие характеристики:

- значительные показатели активов институциональных инвесторов по отношению к ВВП, несмотря на различия в структуре данных НФО;
- наличие разных альтернативных каналов продаж финансовых продуктов, продажи основной массы акций (паев) взаимных фондов на условиях открытой архитектуры продаж;
- как правило, низкий уровень издержек инвесторов данных фондов;
- высокий уровень раскрытия информации о деятельности взаимных фондов и ее доступность для разных категорий инвесторов;
- удобный режим регулирования и налогообложения.

---

<sup>1</sup> В данном случае независимость инвестиционного консультанта предполагает, что данная компания получает вознаграждение от своих клиентов в виде платы в зависимости от стоимости активов, и не получает вознаграждения от брокера за привлечение клиента. Наоборот компания-НИК оплачивает стоимость ряда услуг, получаемых от брокера: депозитарных, доступа к аналитике, брокерских и др. Таким образом с самого начала НИК работали на условиях фидуциарных стандартов, предполагающих отсутствие конфликта интересов с клиентом.

По многим параметрам российские ПИФы отличаются от указанных лучших практик. На российском рынке практически не применяются методы открытой архитектуры продаж паевых фондов. Соответственно, частные инвесторы несут потери в доходности в результате ограничения их выбора только «in-house» продуктами. В отсутствие работающих сетей продаж паи ПИФов недоступны для массового инвестора. Вытекающая из этого недоступность эффекта масштаба бизнеса ведет к экономической неэффективности фондов, низкой результативности их портфелей. Отсутствие открытой архитектуры продаж препятствует развитию конкуренции среди управляющих компаний за инвесторов.

Таблица 8. Сравнительный режим лучших практик регулирования коллективных инвестиций согласно рейтингу Global Fund Investor Experience Study (GFIES) компании Morningstar и регулирования ПИФов в России.

|  | США   | Респ.Корея  | Нидерланды   |
|--|---|---|--|
| <b>Общий рейтинг GFIES Morningstar</b> | <b>A</b>  | <b>A</b>  | <b>A-</b>  |
| <b>Регулирование и налогообложение</b> | <b>C-</b>   | <b>A-</b>   | <b>C+</b>  |
|  | Наличие разных регуляторов с разными подходами к регулированию. Умеренный режим налогообложения доходов от инвестиций в фонды. Режим «soft dollar arrangements»* во взаимоотношениях УК и брокеров применяется по усмотрению УК.  | Самый эффективный режим регулирования фондов. Преобладают сделки на условиях «soft dollar arrangements»   | Не самый удобный для инвесторов режим налогообложения. Наличие уникального налога, взимаемого исходя из предположения о минимальном уровне доходности актива в размере 4% годовых.                         |
| <b>Раскрытие информации</b>            | <b>A</b>  | <b>B</b>  | <b>C+</b>  |
|  | Самый строгий в мире режим раскрытия информации. Например, ФИО портфельного управляющего должно включаться в проспект эмиссии фонда. Подлежит обязательному раскрытию информация о вознаграждении портфельных управляющих и их вложениях в фонд. Фонды обязаны раскрывать портфель ежеквартально, но половина из них делает это ежемесячно. | Прозрачность размеров вознаграждений и издержек инвесторов. Раскрытие полного портфеля только перед регулятором. Раскрывается имя портфельного управляющего. Применяется практика упрощенного проспекта эмиссии, но она не является обязательной. | Отчеты о портфелях раскрываются ежемесячно, но не по всем выпускам ценных бумаг. УК добровольно раскрывают имена портфельных управляющих. Раскрывается доля вложений менеджеров в фонд под их управлением. |

| Тайвань   | Великобритания  | Россия  |
|---|---|---|
| <b>A-</b>   | <b>B</b>  | <b>нет</b>  |
| <b>C+</b>   | <b>B</b>  | <b>нет</b>  |
| Один из лучших режимов налогообложения коллективных инвесторов. Обсуждается введение запрета на «soft dollar arrangements»                          | Регулирование по стандартам ЕС. Удобный режим налогообложения, включая низкие налоги на дивиденды. В данном случае уровень налогов ниже чем во многих других странах. | Конкурентный режим налогообложения ПИФов. Не ограничиваются сделки на условиях «soft dollar arrangements». Нестабильность режима регулирования.   |
| <b>A</b>  | <b>C+</b>   | <b>нет</b>  |
| Раскрытие полного портфеля — ежеквартально. Раскрывается имя портфельного управляющего. Наличие упрощенного проспекта эмиссии фонда на 4 страницах. | Наличие простых отчетов, разъясняющих издержки инвесторов в рамках KIID   | Раскрытие портфелей фондов на ежеквартальной основе. Имена портфельных управляющих в отчетности не раскрываются, отсутствует практика публикации упрощенного проспекта эмиссии. На практике финансовая отчетность фондов мало доступна инвесторам и практически не принимается ими в расчет при принятии решений. |

\* Практика, предполагающая, что при совершении сделки купли-продажи ценных бумаг через брокера его клиент (частное лицо, управляющий взаимного фонда и др.) в комиссии по сделке оплачивают не только вознаграждение за совершение данной сделки, но и стоимость аналитических услуг, предоставленных брокером данному клиенту.

|  | США  | Респ.Корея  | Нидерланды   |
|--|--|---|--|
| <b>Комиссии и затраты инвесторов</b>                                 | <b>A</b>   | <b>B+</b>   | <b>A</b>   |
|  | Позитивное влияние на снижение комиссии эффекта масштаба. Вознаграждение УК: фонды облигаций 0,59%, фонды акций 0,84%.                             | Вознаграждение УК: фонды облигаций 0,41%, фонды акций 1,60%. Очень высокий размер надбавок. Нет вознаграждения за успех.  | Вознаграждение УК: фонды облигаций 0,50%, фонды акций 0,80%.   |
| <b>Продажи и маркетинг</b>   | <b>B-</b>  | <b>B</b>  | <b>B</b>   |
|  | Активно используется практика открытых продаж фондов через инвестиционных консультантов и брокеров. Большое внимание СМИ к взаимным фондам и ETFs. | В 2013 г. начал работу онлайн паевой супермаркет. Многие крупные финансовые организации продают фонды разных УК, однако консультанты-продавцы отдают предпочтение in-house products. Специальное регулирование ограничивает объем продаж in-house фондов на уровне 50% выручки от продаж. | 80% фондов продаются на условиях открытой архитектуры. Публикации в СМИ о фондах на еженедельной основе. |
| <b>Размеры активов институциональных инвесторов к ВВП, % — всего</b> | <b>209,7</b>   | <b>77,5</b>   | <b>230,0</b>   |
| <b>в том числе:</b>  |  |   |  |
| пенсионных фондов  | <b>82,1</b>  | <b>7,7</b>  | <b>149,9</b>   |
| взаимных фондов  | <b>98,9</b>  | <b>24,9</b>   | <b>8,5</b>   |
| страховщиков   | <b>28,7</b>  | <b>44,9</b>   | <b>71,6</b>  |

Источник: составлено по данным Morningstar и OECD.

| Тайвань   | Великобритания   | Россия  |
|---|--|---|
| <b>D+</b>   | <b>B</b>   | <b>нет</b>  |
| Вознаграждение УК: фонды облигаций 1,36%, фонды акций 1,76%. Очень высокий размер надбавок.           | Вознаграждение УК: фонды облигаций 1,05%, фонды акций 1,65%. Внедряется новое регулирование Retail Distribution Review (RDR), которое влияет на повышение прозрачности информации об издержках и способствует их сокращению. | Вознаграждение УК: открытые ПИФы облигаций 1,45%, фонды акций 3,26%. Высокий размер комиссий, надбавок и скидок является результатом отсутствия эффективных каналов продаж фондов и низкой конкуренции. |
| <b>A-</b>   | <b>A-</b>  | <b>нет</b>  |
| Прямые покупки акций через брокеров запрещены. 80% фондов продаются на условиях открытой архитектуры. | Наличие полного спектра альтернативных каналов продаж.   | Доминирует практика продаж in-house фондов. Случаи открытой архитектуры продаж финансовых продуктов крайне редки. Практика продаж инвестиционно-финансовых продуктов практически не регулируется.       |
| <b>132,5</b>  | <b>189,1</b>   | <b>6,5</b>  |
| <b>11,0</b>   | <b>90,0</b>  | <b>5,0</b>  |
| <b>12,1</b>   | <b>55,4</b>  | <b>0,2</b>  |
| <b>109,4</b>  | <b>43,7</b>  | <b>1,3</b>  |

# 4.

## Концептуальные предложения по реформированию **небанковского** **финансового сектора** **в России**

### 4.1. Целевое состояние

На качественном уровне целью реформы видится превращение небанковского финансового сектора в эффективный механизм капиталообразования, перераспределения капиталов и рисков, ценообразования и вовлечения активов в финансовый оборот. В результате этого следует ожидать существенного улучшения параметров привлекаемых в экономику инвестиций (в первую очередь – общий рост объемов инвестиций; существенное повышение доли долгосрочных инвестиций; кардинальное улучшение ключевых параметров привлечения капитала российскими предприятиями).

Учитывая полностью глобализированный характер современного финансового рынка, в результате реформы российский небанковский финансовый сектор должен повысить уровень своей глобальной конкурентоспособности, а также значительно увеличить долю в глобальном финансовом рынке, став центром притяжения капиталов, реципиентов инвестиций и финансовых посредников в рамках стран ЕАЭС. Более амбициозные цели (состоящие в расширении поля тяготения российского финансового рынка, а также приближения его к уровню развития ведущих развивающихся рынков и развитых рынков) могут быть поставлены только после достижения вышеприведенной цели.

Небанковский финансовый сектор должен преодолеть отставание от банковского сектора, для чего должен быть обеспечен опережающий рост небанковского финансового сектора в течение всего периода рассматриваемых реформ. Это позволит придать динамизм большинству сегментов данного сектора.

Опережающий рост небанковского финансового сектора должен стать одной из основных задач реформы. Решение этой задачи позволит, в первую очередь, обеспечить существенное удлинение инвестиционных ресурсов, поступающих в экономику. На другом уровне данное решение должно стать одним из факторов ускорения экономического роста. Как было показано в обзоре теоретических аспектов реформ финансового сектора, проведение финансовых реформ может и должно способствовать созданию условий «роста для всех» (inclusive growth). Результаты свидетельствуют о том, что при проведении финансовых реформ, предусматривающих опережающий рост небанковского финансового сектора, последний может привести к более высокому долгосрочному экономическому росту и снижению уровня неравенства в экономике.

Важнейшей составной частью реформ должно стать повышение внутренней эффективности финансового рынка (рост ликвидности, снижение волатильности) и небанковского финансового сектора. Данный сектор должен стать максимально эффективным как для сберегателей, так и для реципиентов инвестиций, а также всех других потребителей финансовых услуг.

## 4.2. Выбор пути дальнейшего развития

Реальная альтернатива сегодня состоит в выборе между существующим трендом на постепенное исчезновение небанковского финансового сектора и реформой, нацеленной на его восстановление и опережающее развитие, обеспечение эффективного выполнения им своих социально-экономических функций и повышение его конкурентных позиций в рамках глобального финансового рынка. Представляется, что эта альтернатива лишь кажущаяся и единственно правильный выбор очевиден – необходима коренная реформа, в противном случае инерционное развитие приведет к необратимой деградации сектора.

Такая реформа должна опираться на классические (с точки зрения мирового опыта), но новые (с точки зрения истории российского финансового рынка последних 20 лет) ключевые элементы, позволяющие обеспечить кардинальное изменение ситуации и перейти к новой модели капиталообразования, а также к обеспечению полноценного выполнения небанковским финансовым сектором других социально-экономических функций. Реализация такой реформы требует опережающего роста небанковского финансового сектора.

Мы считаем, что нужно перейти от «точечного» инвестирования собственных средств предприятий, государственных средств и иностранных инвестиций к массовому инвестиционному процессу, в который вовлечены широкие массы домохозяйств, повышающему уровень конкуренции и эффективность экономики. Обязательные условия для проведения такой реформы («внешние условия» по отношению к финансовому сектору):

- повышение уровня защиты прав и законных интересов инвесторов;
- повышение доверия к финансовому рынку и к государству как гаранту исполнения законодательства;
- развитие системы добровольных пенсионных накоплений, включая закрепление права собственности в отношении пенсионных накоплений за будущими пенсионерами;
- активное проведение приватизации государственных предприятий и пакетов акций, принадлежащих государству, с преимущественным использованием механизмов, приводящих к распыленной структуре собственности, с учетом необходимости повышения конкурентной среды в экономике;
- высокий уровень конкуренции в каждом сегменте небанковского финансового рынка, и, соответственно, снижение транзакционных издержек мелких инвесторов;
- применение лучших мировых практик обеспечения прозрачности информации о ценных бумагах и финансовых продуктах, необходимой для принятия инвестиционных решений.

Как уже отмечалось, основная группа проблем развития небанковского финансового сектора Российской Федерации связана с проблемой капиталообразования. От решения именно этой проблемы в значительной мере зависит решение других выявленных нами проблем развития небанковского финансового сектора. Поэтому именно с точки зрения решения данной проблемы можно выделить следующие альтернативы.

### **Альтернатива 1: Откуда брать прирост инвестиционных ресурсов?**

Варианты решений (с точки зрения источников):

- 1)** сбережения домохозяйств;
- 2)** остатки на счетах предприятий реального сектора;
- 3)** государственные ресурсы;
- 4)** иностранные инвестиции.

Самым большим потенциальным источником инвестиционного ресурса являются средства населения. Даже без учета средств на валютных счетах и остатков наличной валюты это 25 трлн рублей, а в общей сумме – не менее 40 трлн рублей, из которых примерно 16,4 трлн рублей размещены нерационально с точки зрения потребностей экономики (наличная иностранная валюта и наличные рубли, валютные депозиты). Кроме того, необходимо учитывать также средства, размещенные в недвижимости с инвестиционными целями и, возможно, вложения за пределами РФ.

Прибыль предприятий ежегодно составляет примерно 10–12 трлн рублей, существует также ежегодно увеличивающийся запас нераспределенной прибыли предыдущих лет, который можно на сегодняшний день оценить в диапазоне от 9 до 13 трлн рублей. Суммарный объем банковских счетов и депозитов предприятий на 1 января 2017 г. составлял 16,4 трлн рублей, из которых 7,9 трлн рублей приходятся на валютные вклады. Кроме того, значительным ресурсом перенаправления ресурсов предприятий в инвестиции представляется сокращение оттока капитала.

Средства государства в последнее время теряют свое значение как источник инвестиций в связи с сокращением нефтегазовых доходов и общей дефицитностью консолидированного бюджета страны (в 2016 году дефицит составил 2,97 трлн руб. или 3,5% ВВП). Следовательно, публичный сектор становится заемщиком и конкурентом бизнеса за привлечение национальных сбережений на финансовом рынке, а в качестве источника инвестиций этот ресурс сокращается.

Вложения нерезидентов и возвращение российских капиталов из-за рубежа. На текущий момент в российскую экономику вложено примерно 372 млрд долларов прямых зарубежных инвестиций (накопленным итогом); примерно сопоставимый объем «прочих» инвестиций, а также 176 млрд долл. портфельных средств. Отток капитала устойчиво преобладает над его притоком; и ожидать перелома тенденции в условиях продолжающейся стагнации и действия международных санкций не приходится.

Существующие минимальные оценки неудовлетворенной потребности российской экономики в инвестиционных ресурсах варьируются в пределах 2,5–3,5 трлн рублей. Объем долгосрочных инвестиционных ресурсов, необходимых для коренной модернизации экономики и выхода на темпы роста устойчиво выше среднемировых (22–24 трлн. рублей ежегодных инвестиций в основной капитал) указывает на существенно больший дефицит – в размере около 7 трлн рублей в ценах 2015 года.

Ни один из потенциальных источников, кроме денег населения, не будет достаточным для того, чтобы обеспечить необходимый приток инвестиций. Поэтому

основное внимание в ходе преобразований должно уделяться ресурсам, находящимся в распоряжении домашних хозяйств.

Вместе с тем необходимо учитывать, что многие условия, необходимые для увеличения притока сбережений населения, также являются необходимыми и для повышения доли средств предприятий, направляемых в небанковский финансовый сектор, и для роста иностранных инвестиций. Поэтому меры, нацеленные на увеличение притока средств домохозяйств, в большинстве своем будут способствовать и увеличению притока средств предприятий и иностранных инвесторов.

Таким образом, правильный выбор в рамках первой альтернативы – вариант 1 (сбережения домохозяйств), возможно, в комбинации с вариантом 2 (значительные остатки на счетах предприятий реального сектора, прежде всего экспортеров). Такая комбинация может быть целесообразной, так как существует значительное количество общих предпосылок для успешной реализации вариантов 1 и 2, среди которых следует указать улучшение инвестиционного климата, повышение защиты инвесторов.

Вариант 1 предпочтительнее варианта 2 вследствие формирования более широкой структуры инвесторов, что положительно влияет на темпы экономического роста, темпы инфляции, уровень и структуру доходов домохозяйств.

Часть сбережений домашних хозяйств, безусловно, консолидируется в банковском секторе. Однако доля банковского кредита в источниках инвестиций в последние годы колеблется в промежутке 8-10% (или около четверти от привлеченных инвестиционных средств), что соответствует максимальным за историю наблюдения в современной России значениям. Значительное увеличение этой доли, скорее всего, не представляется возможным по макропруденциальным соображениям, а также в связи с ограниченностью спроса на банковский кредит как инвестиционный ресурс по причинам короткого временного профиля и высокого базового уровня стоимости.

Необходимы иные пути использования индивидуальных сбережений в инвестиционном процессе, однако автаркическая система неизбежно приводит к ограниченной вовлеченности сбережений населения в капиталообразование. Ответом на этот вызов служит развитие небанковского финансового сектора, который обеспечивает:

- а)** преодоление границ автаркической инвестиционной системы;
- б)** более длительные сроки инвестиционных средств;
- в)** приближение структуры инвестиционного капитала к существующим потребностям.

Необходимо отметить, что наряду с изменением фундаментальных факторов, лежащих в

основе реализации вариантов 1 и 2, вариант 2 может быть также реализован путем более простых и быстрых решений, не связанных ни с совершенствованием инвестиционного климата, ни с совершенствованием других фундаментальных параметров. Возникновение потенциального инвестиционного ресурса в виде остатков на счетах, прежде всего, валютных счетах, предприятий выступает как проблема омертвления капитала этими предприятиями.

Если со стороны структуры активов данная проблема предстает в виде роста финансовых вложений (валютных депозитов в банках), то со стороны структуры капитала и пассивов предприятий она же характеризуется значительным ростом доли нераспределенной прибыли в структуре капитала и пассивов. Переходя от представления данной проблемы в терминах структуры активов к терминам структуры пассивов и капитала, мы видим, что с этой точки зрения возникновение омертвленного капитала прямо связано с поведением предприятий-экспортеров, не соответствующей лучшей практике корпоративного управления. Соответственно, варианты вовлечения данного капитала в производительный оборот нужно искать на путях трансформации корпоративного поведения предприятий через приведение его в соответствие с лучшей мировой практикой. Исходя из этих рассуждений проблема омертвления капитала посредством накопления «валютных подушек» (и, соответственно, многолетнего роста нераспределенной прибыли) производственными корпорациями может быть решена двумя путями:

- 1)** более рыночный», но относительно долгий, предполагает, что упор должен быть сделан на совершенствование корпоративного управления, прежде всего в части работы совета директоров. Увеличение доли независимых директоров, повышение представительства миноритарных акционеров в совете директоров, ужесточение ответственности директоров, в том числе за недополучение прибыли акционерами (вследствие голосования за необоснованное недораспределение прибыли) могут способствовать разрешению данной проблемы.
- 2)** «менее рыночный» путь предполагает, что будут созданы необходимые стимулы для более активного инвестирования крупнейшими корпорациями со свободными финансовыми ресурсами в инструменты рынка ценных бумаг. В отличие от более рыночного варианта данный, «менее рыночный», вариант игнорирует нерыночное поведение самих корпораций по отношению к своим акционерам, но позволяет запустить рыночный механизм структурных трансформаций.

Вариант 3 (государственные ресурсы) недостаточен, кроме того, необходимо учитывать, что упор на государственные ресурсы еще более ухудшает национальный баланс финансовых активов и обязательств, вследствие чего данный вариант не может быть признан приемлемым.

Вариант 4 (иностранные инвестиции) в настоящее время малореалистичен (по крайней мере, для полного обеспечения потребностей страны в инвестиционных ресурсах), для его

актуализации необходимо кардинально изменить многие идеологические и внешнеполитические установки, кроме того, ответная реакция консервативных иностранных инвесторов будет характеризоваться значительным запаздыванием. Тем не менее, уже сейчас представляется возможным задействовать те группы долгосрочных иностранных инвесторов, которые не поддерживают санкции против России.

Приход краткосрочных иностранных инвесторов («горячих денег»), который наблюдается начиная со второго квартала 2016 года, не может рассматриваться в качестве стабильного инвестиционного ресурса, тем более на длительном временном диапазоне. Данный приток в основном связан с эффектом «carry trade». После приближения ключевой ставки к уровню инфляции, которое рано или поздно произойдет, данный капитал, скорее всего, покинет Российскую Федерацию.

Дополнительные условия для реализации варианта 1 в развилке 1:

- существенное повышение уровня финансовой и юридической грамотности; формирование эффективных инвестиционных навыков у населения;
- преодоление дефицита инвестиционных инструментов за счет внедрения на рынке инструментов, в наибольшей степени соответствующих инвестиционным предпочтениям населения (в т.ч. валютные облигации, аннуитеты, инфляционно-индексированные облигации, инструменты секьюритизации активов в сфере недвижимости);
- развитие коллективных инвестиций, снижающих издержки и риски частных инвесторов, в т.ч. за счет формирования современных сетей продаж финансовых продуктов с открытой архитектурой продаж;
- развитие услуг инвестиционных финансовых консультантов, работающих по стандартам приоритетного обеспечения интересов их клиентов.

## **Альтернатива 2. Как обеспечить приток сбережений населения на небанковский финансовый рынок?**

Приток сбережений населения на небанковский финансовый рынок может происходить за счет:

- 1)** общего повышения объема сбережений населения без существенных изменений их структуры;
- 2)** улучшения структуры сбережений без существенного изменения доли сбережений в расходах населения.

На наш взгляд, большой приток инвестиционных средств на рынок можно получить за счет улучшения структуры сбережений домохозяйств. Повышение объема сбережений населения без существенных изменений их структуры может быть достигнуто за счет снижения доли потребления, что негативно отразится на темпах экономического роста. В данном случае мы не рассматриваем вариант снижения налогов и обязательных платежей, хотя отдельные меры, увязывающие снижение обязательных платежей с повышением сбережений (например, предоставление льготы по подоходному налогу в объеме долгосрочных инвестиций, направленных физическим лицом в финансовые инструменты и продукты), могут быть реализованы. Выбор в качестве основного варианта изменения структуры сбережения населения вместо изменения структуры расходов населения обусловлен, в том числе, тем, что по мере ускорения экономического роста объем сбережений будет расти и при неизменной норме сбережений.

Вместе с тем существует достаточно много факторов, которые могут привести к росту нормы сбережения. Во-первых, повышение уровня финансовой грамотности и ужесточение надзора в области потребительского кредитования могут иметь одним из побочных следствий увеличение доли сбережений в использовании доходов населения. Во-вторых, увеличение экономического роста в России, как показывает анализ, как правило, ведет не только к росту сбережений при неизменной норме сбережений, но и стимулирует рост нормы сбережений населения. В-третьих, к росту нормы сбережения могут подтолкнуть меры, которые будут реализовываться в целях выполнения т. н. «майских указов» Президента 2012 года. Строго говоря, выполнение указов Президента РФ от 7 мая 2012 г. по уровню нормы накопления (см. Указ № 596) возможно при двух альтернативных вариантах: 1) значительное повышение нормы сбережений за счет снижения нормы потребления (на 5 процентных пункта); 2) полное снятие санкций и масштабный приток иностранного капитала. Так как второй вариант в настоящее время следует признать маловероятным, не следует исключать реализацию первого варианта.

Изменение структуры сбережений населения в пользу инструментов финансового рынка предполагает ликвидацию всех форм дискриминации небанковского финансового сектора по сравнению с банковским сектором, повышение уровня защиты инвесторов и их информирования, внедрение новых инструментов инвестирования, соответствующих инвестиционным предпочтениям населения, повышение финансовой доступности и др.

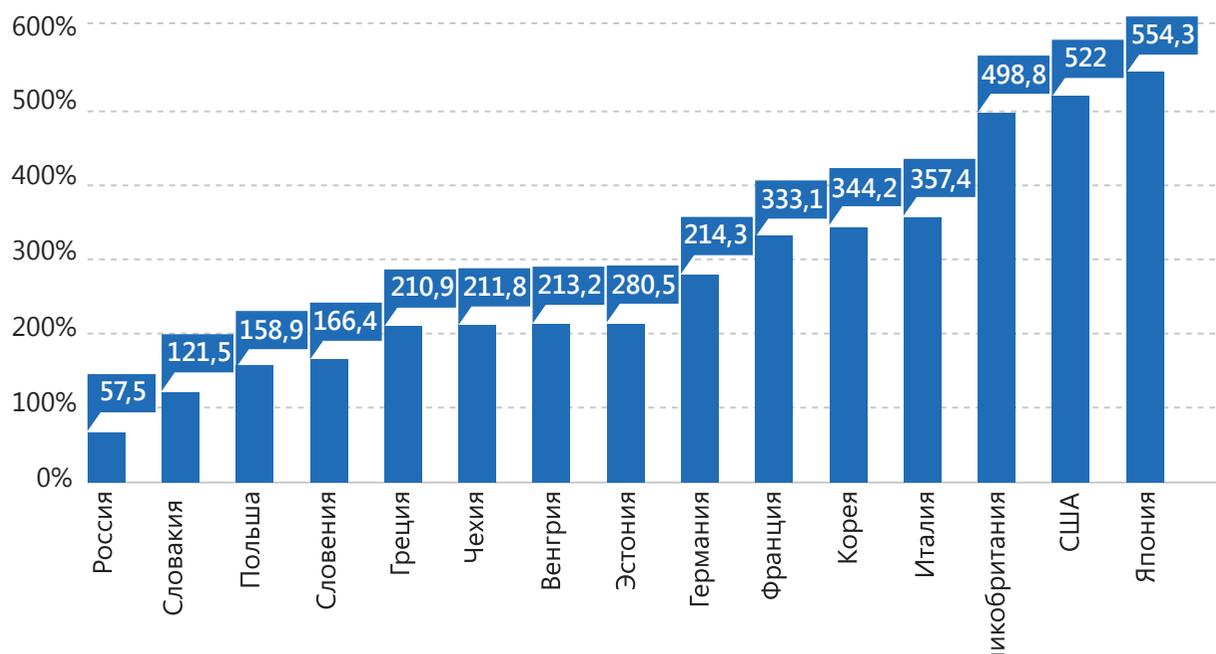
Таким образом, предпочтительным вариантом выбора в рамках альтернативы 2 является следующий: основные меры, направленные на повышение инвестиционной активности населения, должны быть нацелены на совершенствование структуры сбережений населения (повышение доли ценных бумаг, продуктов индустрии коллективных инвестиций, страховой отрасли и пенсионного сектора за счет сокращения доли недвижимости и наличной иностранной валюты; при определенных условиях — также и за счет незначительного сокращения отдельных категорий банковских вкладов населения).

Деформированная структура сбережений населения России, которая в настоящее время справедливо рассматривается как важнейшее препятствие для опережающего развития небанковского финансового сектора, в то же время является важнейшим ресурсом роста этого сектора. Мы считаем, что не существует никаких специфических национальных особенностей, обусловленных фундаментальными факторами, которые искажают структуру сбережений населения относительно иностранных аналогов. Поэтому при условии надлежащего усовершенствования условий инвестирования в институты небанковского финансового рынка структура сбережений населения России будет сближаться с аналогами в странах Восточной Европы.

Такое предположение указывает на потенциал роста:

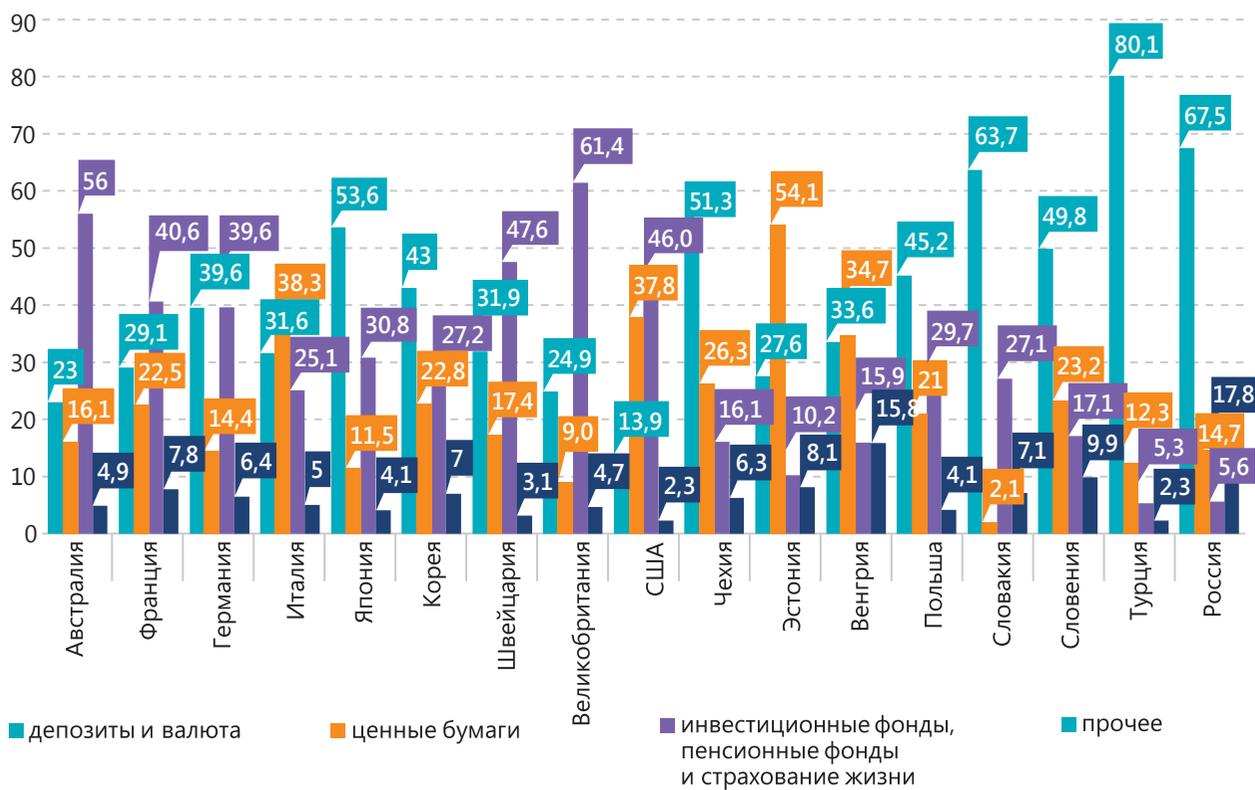
- соотношения финансовых активов домохозяйств и ВВП в России от 2 до 4 раз (см. рис. 19);
- доли ценных бумаг в структуре финансовых активов домохозяйств России от 2 до 3 раз;
- доли инструментов инвестиционных фондов, пенсионных инструментов и инструментов страхования жизни в структуре финансовых активов домохозяйств России от 3 до 6 раз (см. рис. 20).

Рисунок 19. Соотношение размеров финансовых активов домохозяйств и валового национального дохода, в %.



Рассчитано по данным ОЭСР (OECD.Stat).

Рисунок 20. Структура финансовых активов домохозяйств, по странам.



Нормализации структуры сбережений населения препятствуют следующие факторы:

- по соотношению риск/доходность инструменты небанковского финансового рынка проигрывают более популярным в России инструментам организации сбережений населения, в т. ч. вследствие:
  - сохранения налоговой дискриминации;
  - недостаточной информированности инвесторов об инвестиционных инструментах и их ключевых характеристиках, их эмитентах, о результатах деятельности управляющих компаний, а также о способах защиты своих интересов и т. д.
- слабый уровень развития коллективных инвестиций, минимизирующих издержки и риски частных инвесторов;
- высокие транзакционные издержки частных инвесторов, в т.ч. вследствие отсутствия механизмов снижения рисков, эффективных механизмов правоприменения, неоптимальной модели бизнеса финансовых посредников, низкой финансовой доступности;

- недостаточное информирование инвесторов о надежности посредников, транзакционных издержках, результатах управления активами (в т. ч. ПИФами и пенсионными накоплениями);
- отсутствие независимых сетей продаж финансовых продуктов и финансового консультирования, розничных финансовых супермаркетов, вместо этого существует крайне невыгодная для инвесторов практика продаж финансовых продуктов, сохранение которой блокируется конфликтом интересов в рамках банков и крупных финансовых групп;
- дискриминация на первичном рынке ценных бумаг, в т. ч. при приватизации.

**Альтернатива 3. Как сокращать разрыв между банковским сектором и небанковским финансовым сектором, обеспечив опережающее развитие последнего? Возможные следующие варианты:**

- 1) отменить страхование депозитов и/или ввести налог на депозиты;
- 2) ввести отдельные ограничения на операции кредитных организаций с ценными бумагами;
- 3) внедрить в рамках небанковского финансового сектора механизмы снижения рисков инвесторов (компенсационные фонды; эффективные механизмы разрешения споров и защиты интересов инвесторов), снижения издержек инвесторов, снижения налоговой нагрузки на инвестиции через небанковский сектор.

Как представляется, наиболее правильный выбор в рамках данной развилки — вариант 3, позволяющий, не прибегая к искусственному ограничению развития банковского сектора, одновременно предоставить максимально благоприятные возможности для развития небанковского финансового сектора. Несмотря на наличие работ зарубежных авторов, указывающих на нецелесообразность применения на современном этапе финансового развития механизмов страхования вкладов, мы считаем, что в России данный механизм полезен, так как объем долгосрочных вкладов все еще недостаточен. Выравнивание условий конкуренции между банковским сектором и небанковским финансовым сектором в России должно сегодня идти не за счет ухудшения конкурентной позиции банковского сектора (в том числе в результате введения налогов на депозиты), а за счет улучшения конкурентной позиции небанковского финансового сектора, в первую очередь институциональных инвесторов.

## 4.3 Ключевые направления реформ

Все предлагаемые направления реформы небанковского финансового сектора мы подразделили на три группы:

- «макрореформы» – меры, выходящие за рамки финансового сектора, но являющиеся обязательными условиями эффективности реформ небанковского финансового сектора;
- «мезореформы» – меры, направленные на развитие небанковского финансового сектора в целом, общие для всех или нескольких его сегментов;
- реформы отдельных сегментов финансового сектора. При этом реформирование отдельных сегментов небанковского финансового сектора может осуществляться в основном в рамках Стратегических планов регулятора; для отдельных сегментов (рынок страховых услуг; сегмент небанковских кредитных организаций<sup>1</sup>; регистраторы и депозитарии; рынок лизинговых услуг; коллекторы) потребуются специальные программы.

### 4.3.1 Обязательные внешние условия для проведения реформ небанковского финансового сектора («макрореформы»)

Применительно к реформе финансовых рынков и небанковского финансового сектора макрореформы должны быть сформулированы в виде необходимых «внешних условий», при которых становятся возможны мезореформы и реформы отдельных сегментов финансового сектора. Современное состояние, в котором находится небанковский финансовый сектор, делает невозможным его сколь-нибудь эффективное развитие без кардинального изменения таких «внешних условий». Поэтому важнейшей группой реформ финансового сектора являются внешние по отношению к сектору реформы, кардинально меняющие условия функционирования финансового рынка и небанковского финансового сектора.

Направление, в котором двигается финансовый рынок и страна в целом, по нашему мнению, не соответствует долгосрочным общественным интересам. Поэтому содержанием большинства реформ должен стать переход к формированию условий для поступательного долгосрочного развития на принципиально иных основах.

---

<sup>1</sup> Микрофинансовые организации; кредитные кооперативы; ломбарды.

Улучшение внешних (по отношению к финансовому сектору) условий, при котором становятся возможны реформы в самом финансовом секторе, должно обязательно включать следующие группы изменений:

### **1. Совершенствование государства, являющееся необходимым условием реализации реформ в рамках финансового рынка и небанковского финансового сектора:**

- a.** изменение иерархии целей общественного развития и стимулов деятельности государственных служащих;
- b.** обеспечение обязательности и точности реализации реформ;
- c.** введение политической ответственности за выполнение стратегий;
- d.** совершенствование стратегического планирования, разработка Национальной стратегии развития финансового сектора, 6-летнего документа, являющегося основой для разработки 3-летнего Стратегического плана регулятора.

### **2. Улучшение инвестиционного климата и институтов, являющееся условием эффективности мер по защите интересов инвесторов и прав потребителей финансовых услуг:**

- a.** совершенствование законодательства в области защиты прав и законных интересов инвесторов и предпринимателей, перенос на уровень закона ряда положений нормативных актов, исключение возможностей для регуляторов устанавливать запреты в отношении инвесторов;
- b.** воссоздание у реципиентов инвестиций стимулов к использованию финансового рынка как источника долгосрочных инвестиций (в т.ч. исключение опасности силовых захватов в связи с повышенной информационной открытостью и/или повышенной инвестиционной привлекательностью компаний);
- c.** мораторий на изменение «правил игры» на 5-7 лет с момента введения новых норм в действие.

### **3. Сокращение доли государства в экономике, создающее необходимые условия для роста финансовой глубины:**

- a.** активная приватизация, обеспечивающая не только количественный рост частного сектора, но и качественные изменения, для чего она должна проводиться с преимущественным использованием механизмов (в т.ч. биржевых), приводящих к распыленной струк-

туре собственности, и с учетом обязательности условия повышения конкурентной среды в экономике;

- b.** в качестве основных критериев эффективности приватизации вместо максимизации цены размещения использовать показатели опережающей долгосрочной доходности акций.

### 4.3.2 Реформы небанковского финансового сектора в целом («мезореформы»)

На наш взгляд, в течение периода 2018-2024 гг. для преодоления разрушительных тенденций и формирования тренда на развитие небанковского финансового сектора должны быть осуществлены реформы по следующим направлениям:

- 1.** Повышение уровня защиты инвесторов и других клиентов финансовых организаций с использованием мирового опыта в этой сфере. Внедрение современных механизмов и институтов защиты инвесторов. Повышение уровня информированности клиентов финансовых организаций и их финансовой и юридической грамотности.
  - 1.1.** формирование системы компенсационных фондов, обеспечивающих страхование нерыночных рисков граждан на небанковском финансовом рынке;
  - 1.2.** усиление стимулов к выплате дивидендов, в том числе за счет привязки возможности реализации бонусных программ менеджеров к факту выплаты дивидендов, а также привязки размеров этих программ к размеру дивидендных выплат;
  - 1.3.** принятие новой редакции Федерального закона от 5 марта 1999 г. № 46-ФЗ «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг», предусматривающей закрепление полного спектра механизмов защиты прав инвесторов и иных клиентов финансовых организаций, обеспечение законных прав миноритарных акционеров;
  - 1.4.** введение фидуциарных стандартов деятельности финансовых посредников, предусматривающих при оказании финансовых услуг соблюдение приоритетности интересов клиентов и избежание конфликта интересов с ними;
  - 1.5.** внедрение механизмов специализированных судов (специальных составов судов с судьями должной квалификацией в области финансов) и профессиональной медиации;
  - 1.6.** распространение практики деятельности финансового омбудсмена на все сегменты небанковского финансового сектора;

- 1.7.** активизация использования регулятором предписаний по устранению нарушений прав клиентов финансовых организаций и других механизмов их защиты, сокращающих транзакционные издержки, возникающие при защите клиентами своих прав, в т.ч. в части использования ими судебных механизмов;
  - 1.8.** введение предконтрактного раскрытия информации о финансовых услугах в форме паспорта финансовой услуги;
  - 1.9.** повышение полноты раскрытия информации о результатах деятельности финансовых и нефинансовых организаций; снижение транзакционных издержек внутренних инвесторов при получении такой информации;
  - 1.10.** введение стандартов управления кредитными рисками посредников, стимулирование введения СРО норм делового оборота, не допускающих недобросовестное использование активов клиентов;
  - 1.11.** введение унифицированных стандартов продажи инвестиционно-финансовых продуктов банками и небанковскими финансовыми организациями, предотвращающих применение недобросовестных практик нарушения прав и интересов потребителей финансовых услуг.
- 2.** Повышение полноты рынка. Новые инструменты и новые продукты и услуги. Повышение ликвидности существующих сегментов рынка. Масштабное вовлечение активов в финансовый оборот.
- 2.1.** снятие препятствий в нормативных актах для выпуска секьюритизированных продуктов, основанных в том числе на недвижимости и рентных потоках, драгоценных металлах, квотах, товарах на складе и т. д.;
  - 2.2.** придание активам (с том числе лежащим в основе секьюритизированных продуктов) рыночной оценки, в том числе в целях использования в качестве залога, за счет организации биржевой торговли соответствующими инструментами, упрощения выпуска и обращения складских расписок и т. д.;
  - 2.3.** формирование национального рынка современных продуктов в области коллективных инвестиций, таких как биржевые паевые инвестиционные фонды (ETFs), биржевые инвестиционные фонды недвижимости (ru-REITs) и других, позволяющих использовать преимущества коллективных инвестиций и биржевых технологий при заключении сделок и расчетов с паями данных фондов, за счет снятия нормативных препятствий.
  - 2.4.** расширение сферы применения индивидуальных инвестиционных счетов (ИИС)

- за счет внедрения целевых ИИС (пенсионных, медицинских, образовательных), предусматривающих дополнительные налоговые льготы в случае соответствия накоплений целевым критериям;
- 2.5.** расширение предложения облигаций с инвестиционными характеристиками, на которые есть запрос со стороны домохозяйств (индексированные облигации), в том числе за счет расширения спектра выпускаемых долговых инструментов в практике эмиссионной деятельности государственных (индексированные (по нефти, по золоту, по доллару и т.д.) облигации) и субфедеральных (проектные облигации) заемщиков;
- 2.6.** устранение правовых препятствий для массового выпуска и свободного обращения инновационных финансовых продуктов и услуг (продукты с полной или частичной защитой капитала; структурные продукты; дефолтные деривативы и пр.).
- 3.** Создание условий для опережающего развития небанковских финансовых институтов и увеличения доли соответствующих форм организации сбережений населения. Повышение доступности рынка финансовых услуг. Повышение устойчивости небанковской финансовой индустрии. Снижение транзакционных издержек.
- 3.1.** повышение доступности рынка финансовых услуг, в том числе путем расширения электронного документооборота, создания независимых сетей продаж финансовых продуктов и финансового консультирования, розничных финансовых супермаркетов (то есть создания открытой архитектуры продаж финансовых продуктов с использованием современных финансовых технологий);
- 3.2.** повышение устойчивости небанковских финансовых институтов (за счет организации прямого доступа к ресурсам кредитора последней инстанции; обеспечения дифференцированных требований к капиталу и т.д.);
- 3.3.** снижение транзакционных издержек за счет обеспечения конкуренции в секторе, а также снижения надзорных издержек небанковских финансовых организаций;
- 3.4.** прекращение «заморозки» пенсионных накоплений, передачи права собственности на пенсионные накопления застрахованным лицам;
- 3.5.** устранение дискриминации небанковских финансовых институтов (завершение выравнивания налоговых условий инвестирования в инструменты небанковского сектора относительно банковских депозитов, иностранной валюты и недвижимости; выравнивание степени защиты прав на инструменты небанковского сектора с уровнем защиты прав на недвижимость);



- 5.1.** закрепление функции развития финансового рынка за Правительством, оптимизация структуры документов стратегического планирования в области развития финансового рынка;
- 5.2.** переход к надзору на основе содержательных оценок, внедрение мотивированного суждения и соответствующих компенсирующих механизмов (принцип рационального инвестора; возможность оспорить суждение в специализированном суде с приостановлением мотивированного решения до завершения судебного разбирательства и др.);
- 5.3.** устранение конфликтов интересов путем оптимизации структуры функций регулятора и создания хорошей конкурентной среды (в т. ч. за счет постепенного выхода регулятора из капиталов поднадзорных организаций по мере повышения устойчивости небанковских финансовых организаций);
- 5.4.** снижение надзорных издержек регулятора и поднадзорных организаций, в том числе путем расширения регулятивных полномочий СРО, введения «регуляторных песочниц», а также выдачи писем о невмешательстве;
- 5.5.** следование мегарегулятора международным стандартам регулирования и надзора рынков ценных бумаг и рынков страховых услуг, нераспространение на небанковские сегменты финансового сектора банковских стандартов регулирования и надзора;
- 5.6.** формирование современной модели поведенческого надзора, предоставление органу поведенческого надзора права представления интересов инвесторов и потребителей финансовых услуг в судебных инстанциях.

### 4.3.3. Реформирование отдельных сегментов небанковского финансового сектора.

Реформирование отдельных сегментов небанковского финансового сектора может осуществляться в основном в рамках Стратегических планов регулятора; для отдельных сегментов (рынок страховых услуг; сегмент небанковских кредитных организаций<sup>1</sup>; регистраторы и депозитариусы; рынок лизинговых услуг; коллекторы) потребуются специальные программы.

Далее в настоящем докладе рассмотрим подробнее предложения по реформированию страхового сектора и институтов учетной инфраструктуры.

---

<sup>1</sup> Микрофинансовые организации; кредитные кооперативы; ломбарды.

#### 4.3.3.1. Предложения по реформе страхового сектора

В рамках реформы страхового сектора наиболее важными представляются следующие меры<sup>1</sup>:

- 1)** Внедрить интегрированный надзор, как за смешанными финансовыми группами (в т. ч., включающими в себя страховые организации), так и за страховыми группами, с целью контроля, в первую очередь, за:
  - консолидированным уровнем риска, принимаемого группой;
  - качеством активов, находящихся на консолидированном балансе группы;
  - достаточностью собственного капитала группы;
  - внутригрупповыми операциями участников группы.
- 2)** Разработать и утвердить план последовательного перехода от существующего нормативного расчета маржи платежеспособности через полное внедрение требований, реализованных в Solvency I, к постепенному (адаптированному к условиям рынка) внедрению требований Solvency II, основывающемуся на дистанционном мониторинге широкого набора коэффициентов и соотношений, описывающих ключевые области деятельности страховщика/перестраховщика с одновременным безусловным уведомлением Регулятора о существенных отклонениях для принятия им необходимых мер воздействия.
- 3)** Ввести регуляторное требование об обязательности наличия актуальной оформленной программы перестрахования, содержащей обоснования применяемых инструментов перестрахования и прогнозные расчетные показатели ее реализации.
- 4)** Разработать и внедрить нормативное требование выполнения каждым страховщиком обязательного ежегодного (впоследствии – ежеквартального) стресс-тестирования, позволяющего определить чувствительность страховщика к негативным экстремальным воздействиям и достаточность его собственного капитала для того, чтоб противостоять таким воздействиям, с последующим информированием регулятора о полученных результатах теста.

---

<sup>1</sup> Использованы материалы В. О. Шокина.

**5) Установить специальные нормативные требования к:**

- собственникам страховщика;
- к образованию, опыту работы, а также, деловой репутации членов Совета директоров (при наличии), а также к ответственности за принимаемые ими решения по управлению страховщиком.

**6) Установить требование ведения регулятором единого реестра страховых посредников (включив в него не только брокеров, но и агентов), который подтверждал бы профессиональную принадлежность посредника и позволял бы обеспечить его ответственность за недобросовестное поведение на рынке.**

**7) Установить специальные требования к страховым агентам (включая юридических лиц, индивидуальных предпринимателей и физических лиц), предусматривающие ряд обязательных требований (наличие гражданства РФ, либо вида на жительство; высшего, либо среднего специального образования; успешная сдача экзамена на право ведения профессиональной деятельности; размещение в уполномоченном банке депозита в пользу страховщика на срок действия агентского договора; наличие актуального договора страхования гражданской ответственности агента; отсутствие действующей профессиональной дисквалификации, либо иных законодательных ограничений на осуществление профессиональной деятельности; регистрация в уполномоченном органе в качестве страхового агента). Рассмотреть вопрос введения требования о работе агента исключительно на одного страховщика с одновременным введением ответственности страховщика за деятельность такого агента.**

**8) Установить требование обязательного наличия денежного резервного депозита в российской кредитной организации на весь период деятельности иностранного страховщика на территории РФ. Размер депозита определяется в зависимости от вида операций с ежегодным пересчетом исходя из объема страховых операций данного страховщика.**

**9) Установить требование обязательного ежегодного представления иностранными участниками (инвесторами) страховщика в Центральный Банк РФ отчета о финансовом положении, отчета о совокупном доходе, отчет об изменениях в капитале и аудиторского заключения по итогам года. Установить нормативные ограничения на возможности инвестирования иностранными страховщиками, действующими на территории РФ, средств страховых резервов в активы, размещенные/обращаемые за пределами РФ.**

#### 4.3.3.2 Концептуальные предложения по развитию сектора услуг регистраторов и депозитариев (учетная инфраструктура)<sup>1</sup>

Магистральный путь развития учетной системы финансового рынка – снятие барьеров межсегментной конкуренции. Поэтому основной мерой реформирования учетной инфраструктуры является обеспечение возможности регистраторам, депозитариям и центральному депозитарию конкурировать на равных условиях в рамках единого рынка услуг учетной инфраструктуры. Для того, чтобы эта конкуренция была эффективной, необходимы элементы антимонопольного регулирования, нацеленные на предотвращение использования своего монопольного положения центральным депозитарием. Тарифы, устанавливаемые центральным депозитарием, транслируются через тарифы всех остальных институтов учетной инфраструктуры на издержки инвесторов.

Существуют несколько развилок в концептуальных вопросах регулирования институтов учетной инфраструктуры.

- 1) Выбор оптимального формата регулирования тарифов на услуги регистраторов, обеспечивающего, с одной стороны, минимальную рентабельность данного вида бизнеса, а с другой стороны, минимизацию издержек инвесторов. Существующий в настоящее время подход, использующий установление тарифов в рамках определенной шкалы, на наш взгляд, неоптимален. Возможно, было бы целесообразно вернуться к подходу на основе установления предельных размеров тарифов, выраженных в виде процента от суммы сделки.
- 2) Способы обеспечения минимальной рентабельности регистраторов. Существующий в настоящее время подход, реализуемый через регулирование тарифов, на наш взгляд, может постепенно трансформироваться в направлении подхода, в соответствии с которым компенсация издержек по основной деятельности регистраторов могла бы обеспечиваться за счет расширения поля их деятельности и включения их в конкуренцию на рынках услуг, характеризующихся недостаточным уровнем конкуренции. Наиболее ярким примером такого рынка, который традиционно монополизирован нотариусами, устанавливающими монопольно высокие цены, является рынок услуг регистрации сделок по переходу прав на доли владельцев ООО.

В более долгосрочной перспективе стратегическим направлением развития учетной системы представляется переход на технологии распределенных баз данных – РБД (Distributed Ledger Technologies) <sup>2</sup>. Такой подход полностью соответствует представлению о перспективах финтех, описанному в последнем по времени докладе ИОСКО по данной тематике [50]. В рамках этого представления каждый конкретный реестр

---

<sup>1</sup> Использованы предложения П. М. Ланскова

<sup>2</sup> Блокчейн относится к одной из таких технологий, но для целей модернизации учетной системы потребуются только отдельные элементы этой технологии.

крупного акционерного общества будет вестись той или иной группой учетных институтов (регистраторов и депозитариев) по технологиям РБД, несущих распределенную ответственность за достоверность учета/перехода прав собственности на основе единого реестра персональных идентификаторов.

## 4.4 Конечные результаты реформ и целевые показатели

В результате реализации предлагаемой реформы будут достигнуты следующие конечные результаты:

- повышение объема инвестиций и опережающий рост доли долгосрочных инвестиций в экономике;
- ускорение экономического роста, снижение инфляции;
- диверсификация структуры доходов населения, повышение в ней доли доходов от собственности, и снижению потенциала социально-политической нестабильности.

Достижение указанных социально-экономических результатов будет свидетельствовать о повышении эффективности выполнения финансовыми рынками и небанковским сегментом финансового сектора своих социально-экономических функций.

Кроме того, в результате реформ следует ожидать повышения глобальной конкурентоспособности российского финансового рынка, что также будет оказывать благоприятное влияние на условия привлечения инвестиций российскими предприятиями (удлинение временного горизонта предоставляемых инвестиционных ресурсов, снижение стоимости привлечения долговых ресурсов, повышение объема привлекаемых долевыми инвестициями).

Значения целевых индикаторов представлены в таблице 9, при этом вместе с ними приведены текущие значения этих же показателей, и их значения, которые будут достигнуты при условии сохранения существующих трендов развития небанковского финансового рынка (инерционного развития).

Таблица 9. Целевые индикаторы реформы небанковского финансового сектора, текущие значения, прогнозные и целевые значения на 2024 г.

| Индикаторы   | Текущее значение | Инерционное развитие (прогнозные значения) | Реформирование (целевые значения) |
|--|------------------|--|-----------------------------------|
| Объем сбережений домохозяйств, ежегодно поступающих в экономику в виде долгосрочных инвестиций (средняя за период в 3 года), без учета инвестиций в недвижимость (в ценах 2015 г.) | 1,14 трлн рублей | 1–1,2 трлн рублей                          | 3–4 трлн рублей                   |
| Соотношение долгосрочных инвестиций, привлеченных российскими предприятиями на внутреннем рынке ценных бумаг и совокупного объема инвестиций в основной капитал                    | 0,102            | 0,1–0,12                                   | 0,2–0,24                          |
| Соотношение доходов от собственности к сумме всех доходов наемных работников и всех социальных трансфертов   | 0,098            | 0,08–0,1                                   | 0,24–0,28                         |
| Соотношение активов всех небанковских финансовых организаций и ВВП, в %  | 8,5%             | 7–9%                                       | 18–20%                            |
| Соотношение финансовых активов домохозяйств и ВНД  | 0,575            | 0,60–0,65                                  | 1,3–1,4                           |
| Соотношение СЧА ОПИФ и ВВП, в %  | 0,11%            | 0,1%                                       | 1,2–1,5%                          |
| Доля России в мировом рынке капитала по объему биржевой торговли акциями, %  | 0,12%            | 0,06–0,08%                                 | 1–1,2%                            |
| Доля России в мировом рынке капитала по премиям страхования жизни, %   | 0,37%            | 0,1–,12%                                   | 1–1,2%                            |

\* Сокращения: СЧА ОПИФ – стоимость чистых активов открытых паевых инвестиционных фондов; ВНД – валовой национальный доход; ВВП – валовой национальный продукт.

**Примечание.** Целевые значения показателя «Соотношение активов всех небанковских финансовых организаций и ВВП, в %» в 2024 году приведены исходя из предположения о прекращении заморозки пенсионных накоплений и возврате ранее замороженных активов в пенсионную систему. В случае отсутствия такого решения данный показатель составит 14–15%.

# Заключение

Состояние российского небанковского финансового сектора в последние годы характеризуется стагнацией или отчетливо выраженной негативной динамикой. Так, в различных сегментах рынка (институты коллективных инвестиций, профессиональные участники рынка ценных бумаг, субъекты страхового дела, негосударственные пенсионные фонды, микрофинансовые организации) сокращается число операторов, снижается соотношение объема их активов (средств в управлении) к ВВП, а также степень реализации финансовым сектором в целом своих основных функций в рамках социально-экономической системы, в том числе:

- трансформации сбережений в инвестиции;
- обеспечения адекватной оценки финансовых активов;
- эффективного распределения ресурсов и рисков.

Одновременно Россия утрачивает свои позиции с точки зрения международной конкурентоспособности и сопоставимых характеристик развития национального финансового рынка, что стимулирует дополнительный отток капитала и вынос процессов внутреннего капиталобразования и трансформации рисков за пределы страны.

Таким образом, российский финансовый сектор в целом на нынешнем этапе неспособен выполнять важнейшую задачу содействия преодолению инвестиционного застоя и вывода экономики страны на траекторию устойчивого роста. И наоборот, решение этой задачи, а также тесно связанных с нею задач исправления деформированной структуры сбережений и доступных источников капитала, обеспечения эффективного управления рисками и денежными потоками невозможно без выполнения указанных функций национальным финансовым сектором.

В ходе неоднократных предыдущих попыток реформирования небанковского финансового сектора в России были достигнуты определенные положительные результаты, но в целом они не принесли желаемой отдачи. На нынешнем этапе правительство фактически отказалось от преобразований в финансовой сфере. Однако в случае продолжения проводимой в настоящее время государственной политики по отношению к данной сфере неизбежны дальнейшая деградация небанковского финансового сектора и утрата им своих позиций как внутри страны, так и в региональном/глобальном масштабе.

Переход от стагнации небанковского финансового сектора к его развитию и превращению в значимый механизм социально-экономического развития является сложной комплексной задачей, в рамках решения которой потребуются преодолеть многочисленные препятствия. Часть этих препятствий (групп проблем) выходят за рамки финансового сектора (деформированная структура российской экономики, дефицит рыночного доверия, доминирование государства и его низкое качество). Остальные проблемы характерны для самого сектора. Среди них мы выделили такие укрупненные проблемные области, как капиталообразование, управление рисками и ценовая эффективность рынка. Ключевой из них является проблема капиталообразования, не позволяющая сектору концентрировать долгосрочные инвестиционные ресурсы в крупных объемах.

Главной ресурсной базой будущего инвестиционного рывка могут стать только финансовые средства, находящиеся в распоряжении домашних хозяйств (по оценкам, свыше 40 трлн. рублей или примерно 50% ВВП страны). Вовлечение этих незадействованных капитальных ресурсов в активный оборот возможно главным образом за счет изменения деформированной структуры сбережений (сокращение доли наличности в рублях и иностранной валюте, а также инвестиционных вложений в недвижимость в пользу соответствующего увеличения доли инструментов фондового рынка, коллективных инвестиций, страховых и пенсионных продуктов и пр.).

Международные сопоставления указывают на потенциал роста:

- соотношения финансовых активов домашних хозяйств и ВВП от 2 до 4 раз;
- доли ценных бумаг в структуре финансовых активов домашних хозяйств от 2 до 3 раз;
- инструментов инвестиционных фондов, пенсионных инструментов и инструментов страхования жизни — от 3 до 6 раз.

С учетом приоритизации раскрытия инвестиционного потенциала населения в качестве обязательных условий для реформы должны рассматриваться в первую очередь следующие:

- повышение уровня защиты прав и законных интересов инвесторов;
- повышение доверия к институтам финансового рынка и к государству как регулятору и гаранту соблюдения справедливых «правил игры»;
- стимулирование развития системы пенсионных накоплений, включая закрепление за будущими пенсионерами права собственности в отношении их пенсионных накоплений;
- приватизация пакетов акций, принадлежащих государству, с преимущественным использованием механизмов, приводящих к неконцентрированной (распыленной) структуре

собственности, а также препятствующих дальнейшему росту монополизации экономики;

- стимулирование конкуренции во всех сегментах небанковского финансового рынка в целях снижения транзакционных издержек мелких инвесторов и недопущения их дискриминации;
- использование лучших мировых практик обеспечения прозрачности информации о ценных бумагах и финансовых продуктах.

Решаемые в ходе преобразований задачи условно можно разделить на три тесно взаимосвязанных между собой уровня. Метазадачи выходят далеко за рамки функционирования финансового сектора и связаны с системными проблемами российской политической экономики и должны рассматриваться в более широком контексте. Задачи микроуровня и мезоуровня соответствуют внутренним для финансового сектора проблемам, одновременно затрагивающие соответственно один или несколько его сегментов.

В части «мезореформ» ключевыми направлениями являются:

- 1)** повышение уровня защиты инвесторов и других клиентов финансовых организаций; повышение уровня информированности клиентов финансовых организаций и их финансовой и юридической грамотности;
- 2)** наращивание «полноты» рынка, внедрение новых современных инструментов, продуктов и услуг, повышение ликвидности существующих сегментов рынка, вовлечение активов в финансовый оборот;
- 3)** создание условий для опережающего развития небанковских финансовых организаций и объемов опосредуемых ими сбережений посредством повышения доступности рынка финансовых услуг, повышение устойчивости его институтов, снижение транзакционных издержек;
- 4)** совершенствование стимулов для использования финансового рынка как источника долгосрочных инвестиций;
- 5)** модернизация системы регулирования и надзора финансового сектора, устранение конфликтов интересов и снижение надзорных издержек.

Решение задач реформы финансового рынка на микро- или мезоуровнях может позволить устранить многие препятствия для реализации им своих коренных функций, однако успех возможен только при последовательном решении метазадач, таких, как защита прав собственности, преобразование судебной системы, поддержание макроэкономической стабильности, повышение эффективности экономической политики, последовательной демо-

нополитизации и разгосударствления российской экономики. Кроме того, успешно реализованные в различных странах программы развития финансового рынка и/или реформирования его ключевых секторов были тесно интегрированы в национальные планы/стратегии социально-экономического развития.

Эффективные преобразования небанковского финансового сектора позволят добиться увеличения объема инвестиций при опережающем росте доли долгосрочных капиталовложений, расширения возможностей для структурных реформ, ускорения экономического роста, повышения эффективности денежно-кредитной политики, диверсификации структуры и повышения доходов населения.

# СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ

- 1 Ross Levine. Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda // Journal of Economic Literature, Vol. 35, No. 2 (Jun., 1997), pp. 688-726.
- 2 Stiglitz J. Financial Systems for Eastern Europe's Emerging Democracies. ICS Press. — San Francisco, 1993.
- 3 Jack Glen. International of Stock Trading Practice. Paper presented at the World Bank Conferences on Stock Markets, Corporate Finance and Economic Growth, February 1995.
- 4 A Hundred Small Steps. Report of the Committee on Financial Sector Reforms. — New Delhi, 2009.
- 5 Thorsten Beck, Asli Demirgüç-Kunt and Ross Levine, (2000), "A New Database on Financial Development and Structure," World Bank Economic Review 14, 597-605.
- 6 Thorsten Beck, Asli Dermiguc-Kunt, Ross Levine The Financial Structure Database / Financial Structure and Economic Growth: A Cross-country Comparison of Banks, Markets, and Development. — Mass.: MIT Press, 2004.
- 7 Martin Čihák, Asli Dermiguc-Kunt, Erik Feyen, Ross Levine, «Benchmarking Financial Systems Around the World», Policy Research Working Paper, World Bank, August 2012.
- 8 Martin Čihák, Asli Demirgüç-Kunt, Erik Feyen, Ross Levine. Financial Development in 205 Economies, 1960 to 2010. NBER Working Paper Series. Working Paper 18946. — NBER, April 2013. Режим доступа: <http://www.nber.org/papers/w18946>
- 9 Demirguc-Kunt, Asli; Klapper, Leora; Singer, Dorothe; Van Oudheusden, Peter. 2015. The Global Findex Database 2014: measuring financial inclusion around the world. Policy Research working paper; no. WPS 7255. Washington, D.C.: World Bank Group. <http://documents.worldbank.org/curated/en/2015/04/24368699/global-findex-database-2014-measuring-financial-inclusion-around-world>
- 10 Ratna Sahay, Martin Čihák, Papa N'Diaye, Adolfo Barajas, Ran Bi, Diana Ayala, Yuan Gao, Annette Kyobe, Lam Nguyen, Christian Saborowski, Katsiaryna Svirydzenka, and Seyed Reza Yousefi.

Rethinking Financial Deepening: Stability and Growth in Emerging Markets. — IMF Staff Discussion Notes (SDN 15/08), May 2015.

- 11 Katsiaryna Svirydzienka. Introducing a New Broad-based Index of Financial Development. IMF Working Paper WP/16/5 — IMF, January 2016.
- 12 Rajan R., Zingales L. Financial Dependence and Growth. // The American Economic Review. 1998. Vol. 88. # 3. P. 559 — 586;
- 13 Arrow, K. The Role of Securities in the Optimal Allocation of Risk Bearing, Review of Economic Studies, 1964, 31, 91-96.
- 14 William Baumal. The Stock Market and Economic Efficiency. — New York: Fordham University Press, 1968.
- 15 Eugene F. Fama. Random Walks in Stock Market Prices. // Financial Analysts Journal, 1965, September/October.
- 16 McLean, R. David, Tianyu Zhang, and Mengxin Zhao (). Why does the Law Matter? Investor Protection and its Effects on Investment, Finance, and Growth. // Journal of Finance, 2012, LXVII, 313-350.
- 17 Arrow, Kenneth J. (1971). Insurance, Risk and Resource Allocation. In Essays in the Theory of Risk-Bearing, Vol. 1, p. 134-143.
- 18 Joseph E. Stiglitz and Andrew Weiss. Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. //The American Economic Review, 1981, Vol. 71, No. 3, pp. 393-410.
- 19 Rajan Raghuram G. and Luigi Zingales. Financial Dependence and Growth. // The American Economic Review, 1998, Vol. 88, No. 3, June, pp. 559-586.
- 20 Евстигнеев В. Р. Портфельные инвестиции в мире и в России: выбор стратегии. — М.: Эдиториал УРСС, 2002.
- 21 Миркин Я. М. и др. Финансовые стратегии модернизации экономики: мировая практика. — Москва, Магистр, 2014.
- 22 Данилов Ю. А. Опыт реформ финансовых рынков в странах — конкурентах России на глобальном рынке капитала. М.: Изд-во Ин-та Гайдара, 2016. (Научные труды / Ин-т экономической политики им. Е.Т. Гайдара; № 171Р).
- 23 Schumpeter, J. A. A Theory of Economic Development. — Harvard University Press, 1911.

- 24 Robinson, J. *The Rate of Interest and Other Essays*. — London: Macmillan, 1952.
- 25 King, R. G. and Levine, R. Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right. // *Quarterly Journal of Economics*. 1993. #108, p. 717–738.
- 26 Levine, Ross. Finance and Growth: Theory and Evidence. *Handbook of Economic Growth*. / Philippe Aghion & Steven Durlauf (ed.). *Handbook of Economic Growth*, edition 1, 2005, volume 1, chapter 12, pp. 865–934.
- 27 Demirgüç-Kunt, Asli, and Ross Levine, 2008, “Finance, Financial Sector Policies, and Long Run Growth,” M. Spence Growth Commission Background Paper, No 11, World Bank, Washington, DC.
- 28 Demirgüç-Kunt, A. and Levine, R. (2001). *Financial Structure and Economic Growth: A Cross-Country Comparison of Banks, Markets, and Development*. Cambridge, MA: MIT Press.
- 29 Arcand, Jean-Louis, Enrico Berkes, and Ugo Panizza. 2012. “Too Much Finance?” IMF Working Paper 12/161, International Monetary Fund Washington.
- 30 Boris Cournède, Oliver Denk, Peter Hoeller. *Finance and Inclusive Growth*. OECD Economic Policy Paper. June 2015 No. 14. — OECD, 2015.
- 31 Ahrend, R. and A. Goujard (2012), “International Capital Mobility and Financial Fragility — Part 3: How Do Structural Policies Affect Financial Crisis Risk? Evidence from Past Crises across OECD and Emerging Economies”, OECD Economics Department Working Papers, No. 966, OECD Publishing, Paris.
- 32 Mikael C. Bergbrant, Kaysia T. Campbell, Delroy M. Hunter, James E. Owers. Does deposit insurance retard the development of non-bank financial markets? // *Journal of Banking & Finance*. May 2016. Vol. 66. Pp. 102–125.
- 33 Asli Demirguc-Kunt, Erik Feyen, Ross Levine. *The Evolving Importance of Banks and Securities Markets*. Policy Research Working Paper WPS5805. The World Bank, September 2011.
- 34 Levine R., Zervos S. Stock Market, Banks, and Economic Growth. // *The American Economic Review*. 1998. Vol. 88. P. 537 — 558.
- 35 Российский фондовый рынок: первое полугодие 2016 года. События и факты. — М.: Национальная ассоциация участников фондового рынка, 2016.
- 36 Данилов Ю. Оценка места Российской Федерации и ее конкурентов на глобальном финансовом рынке. // *Вопросы экономики*. 2016. № 11.

- 37 <http://streetwiseprofessor.com/?p=10281>
- 38 Шароян С. В 2014 Сбербанк и ВТБ получили половину кредитов ЦБ. РБК, 30 марта 2015 г.  
Опубликовано: <http://top.rbc.ru/finances/30/03/2015/5516aaed9a794763fa1878fb>
- 39 Хасанова С. Разрешенный препарат: обойдутся ли банки без допинга ЦБ. Banki.ru, 14 марта 2016 г., опубликовано на: <http://www.banki.ru/news/daytheme/?id=8768464>
- 40 План мероприятий (дорожная карта) «Создание международного финансового центра и улучшение инвестиционного климата в Российской Федерации». Утвержден распоряжением Правительства Российской Федерации от 19.06.2013 № 1012-р.
- 41 Распоряжение Правительства Российской Федерации от 5 октября 2016 г. № 2085-р.
- 42 О мерах по преодолению кризисных процессов в экономике России. — М.: Издание Государственной Думы, 2015.
- 43 <https://7x7-journal.ru/item/67980>
- 44 Буклемишев О.В., Данилов Ю.А., Кокорев Р.А. Мегарегулятор как результат эволюции финансового регулирования // Вестник МГУ Серия 6, Экономика. 2015. № 4.
- 45 Доклад о состоянии конкуренции в Российской Федерации. — М.: ФАС, 2016.
- 46 Данилов Ю. Новая роль фондового рынка в России. // Вопросы экономики. 2003. № 7.
- 47 Данилов Ю.А. Оценка качества стратегических документов развития финансового рынка и его сегментов. // Управленческое консультирование. 2016. № 11.
- 48 Данилов Ю. Реформирование финансовых рынков: факторы успеха. // Мировая экономика и международные отношения. 2016. Том 60. № 10.
- 49 Alpert B., Justice P., Serhan A., West C. Global Fund Investor Experience Study. Morningstar, June 2015.
- 50 IOSCO Research Report on Financial Technologies (Fintech). February 2017.









ЦЕНТР  
СТРАТЕГИЧЕСКИХ  
РАЗРАБОТОК

125009, Москва, ул. Воздвиженка, дом 10

тел.: (495) 725 78 06, 725 78 50

e-mail: [info@csr.ru](mailto:info@csr.ru)

web: [csr.ru](http://csr.ru)