

**Федеральное государственное бюджетное образовательное
учреждение высшего образования
«РОССИЙСКАЯ АКАДЕМИЯ НАРОДНОГО ХОЗЯЙСТВА
И ГОСУДАРСТВЕННОЙ СЛУЖБЫ
ПРИ ПРЕЗИДЕНТЕ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ»**

Данилов Ю.А.

**Стимулирование долгосрочных инвестиций
домохозяйств в финансовые инструменты**

Москва 2019

Аннотация. В работе рассматриваются вопросы стимулирования долгосрочных инвестиций домохозяйств в финансовые инструменты. Анализируется применение как финансовых (налоговых), так и нефинансовых (прежде всего, институциональных) стимулов. Приводятся основные результаты анализа иностранного опыта аналогичного стимулирования, а также первые результаты применения индивидуальных инвестиционных счетов в Российской Федерации. Сформулированы предложения по применению налоговых стимулов, расширению сферы применения индивидуальных инвестиционных счетов, в том числе для формирования пенсионного капитала, а также по развитию механизмов подавления нерыночных рисков, препятствующих инвестициям домохозяйств на финансовом рынке, среди которых особое внимание уделено проекту создания компенсационного фонда.

При подготовке работы использовались также материалы сотрудников РАНХиГС Кадыковой Е.А., Пивоварова Д.А., Шаталовой С.С.

Данилов Ю.А., ведущий научный сотрудник лаборатории структурных исследований ИПЭИ Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ

Данная работа подготовлена на основе материалов научно-исследовательской работы, выполненной в соответствии с Государственным заданием РАНХиГС при Президенте Российской Федерации на 2018 год

Содержание

Введение	4
Глава 1. Роль инвестиций домохозяйств в финансовом и социально-экономическом развитии	7
1.1. Место домохозяйств в обмене финансовыми ресурсами между секторами народного хозяйства.....	7
1.2. Влияние инвестиций домохозяйств на экономический рост	10
1.3. Факторы, предопределяющие сберегательное поведение домохозяйств.....	12
1.4. Классификация стимулов инвестиционной деятельности домохозяйств на финансовых рынках	18
Глава 2. Модель выбора домохозяйствами инструмента инвестирования, роль в этом выборе налоговых стимулов и их совершенствование.....	21
2.1. Факторы выбора инструментов инвестирования	21
2.2. Последовательность выбора инструментов инвестирования и его критерии на различных этапах выбора	22
2.3. Предложения по совершенствованию налогового стимулирования домохозяйств к инвестированию в финансовые инструменты	29
Глава 3. Анализ первых результатов применения индивидуальных инвестиционных счетов в России и предложения по расширению сферы их применения	34
Глава 4. Экономическая модель компенсационного фонда в России	41
4.1. Зарубежный опыт формирования компенсационных фондов и компенсационных систем	41
4.2. Предложения по формированию компенсационного фонда в России	50
Список использованных источников.....	55

Введение

Проблема неактивного участия домохозяйств в инвестициях в инструменты финансового рынка уже почти 20 лет указывается в качестве одной из основных причин недостаточного уровня развития российского финансового рынка, а также дефицита «длинных денег» в финансировании реального сектора российской экономики. Наряду с этим до настоящего момента в российской экономической литературе существует дефицит исследований, в которых формулируются предложения по стимулированию инвестиций домохозяйств в инструменты финансового рынка.

Актуальность стимулирования участия домохозяйств в инвестициях в инструменты финансового рынка связана с устойчиво неоптимальной (с точки зрения потребностей народного хозяйства в долгосрочных инвестициях) структурой сбережений домохозяйств. В этой структуре маргинально велики доли иностранной валюты и недвижимости, а в периоды стабильного развития избыточна доля банковских депозитов. Напротив, доля финансовых инструментов, включая инструменты коллективного инвестирования, в сбережениях российских домохозяйств крайне мала по сравнению с зарубежными аналогами. Размер финансовых активов домохозяйств в России крайне мал в сопоставлении даже со странами Восточной Европы и Прибалтики и на порядок меньше, чем в развитых странах.

В настоящее время в Российской Федерации существует дефицит долгосрочных инвестиционных ресурсов, поступающих на финансовый рынок со стороны инвесторов [1, С. 40]. Данный дефицит, названный также «дефицитом длинных денег», был существенно усилен в последние годы заморозкой (а фактически конфискацией) пенсионных накоплений, а также отсечением России от глобальных финансовых рынков в результате санкций. В этих условиях преодолеть, или, по крайней мере, смягчить дефицит долгосрочных инвестиционных ресурсов возможно только за счет повышения степени вовлечения в финансовый оборот сбережений населения.

При разработке проекта Стратегии социально-экономического развития России на период 2018 – 2024 гг. в части развития небанковского финансового сектора именно средства населения были указаны в качестве наиболее крупного источника формирования долгосрочных инвестиционных ресурсов. «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» [1, С. 75-76].

Дефицит долгосрочных инвестиций в российской экономике препятствует повышению темпов экономического роста, что кардинально актуализирует проблему формирования национальной инвестиционной модели, аналогичной моделям, существующих в развитых странах. Формирование такой модели предполагает резкую активизацию использования сбережений населения в качестве ресурсов для таких инвестиций.

В роли инструментов государственной политики, направленной на стимулирование инвестиций домохозяйств в инструменты финансового рынка, могут являться как финансовые (в основном - налоговые), так и нефинансовые стимулы для населения, которые могут влиять на экономику в целом, влияя на распределение сбережений населения.

С начала 21 века наблюдается значительное расширение спектра изучаемых механизмов стимулирования инвестиций домохозяйств в финансовые инструменты. Многочисленные работы по рекомендациям в части государственной политики, направленной на стимулирование сбережений домохозяйств, вышли при участии О. Аттанасио (особо следует выделить работу 2010 года [2]). Усилилось внимание к вопросам поведенческих финансов. Наиболее значимой работой в этой сфере, связанной с изучением особенностей сберегательного и инвестиционного поведения домохозяйств стала работа Роберта Шиллера [3]. Были проведены исследования влияния увеличения продолжительности жизни на объем сбережений [4].

Ведущие мировые биржи регулярно проводят мониторинг портретов розничного инвестора и инвестиционных склонностей и предпочтений домохозяйств (см. например, наиболее полные обзоры данного вида, подготовленные Гонконгской биржей: [5], [6]). Эти биржи на этой основе формулируют не только выводы для собственного развития, но и рекомендации для государственной политики в области финансового сектора, налоговой политики, демографической политики и других смежных областях.

Важным шагом в развитии представлений о природе сберегательной активности домохозяйств и об изменении модели сбережения в будущем стал доклад Всемирного банка 2013 года «Capital for the Future: Saving and Investment in an Interdependent World» [7]. В последние годы усилилось внимание к вопросам экономических последствий неравенства доходов населения [8], к влиянию сбережений населения на экономический рост [9].

В России вопросы стимулирования инвестиций домохозяйств в инструменты финансового рынка в последние годы наиболее активно рассматривались в работах А.Е. Абрамова [10] и Ю.А. Данилова [11], [12].

Глава 1. Роль инвестиций домохозяйств в финансовом и социально-экономическом развитии

1.1. Место домохозяйств в обмене финансовыми ресурсами между секторами народного хозяйства

В восприятии российскими экономистами вопроса о роли домохозяйств в перераспределении финансовых ресурсов между секторами народного хозяйства, к сожалению, нет однозначного понимания, аналогичного аксиоматичному консенсусу по данному вопросу, который присутствует в западной экономической мысли. Поэтому необходимо дать предварительные комментарии по данному вопросу.

В укрупненном разрезе секторов народного хозяйства (домохозяйства – корпорации – государство) роль домохозяйств с точки зрения их места в потоках финансовых ресурсов определена однозначно как роль нетто-кредиторов (чистых поставщиков капитала), в то время как государство и корпоративный сектор определены как нетто-реципиенты (чистые потребители капитала). Такая позиция давно стала азбучной истиной, поэтому она отсутствует в современных научных дискуссиях, и зафиксирована в экономических учебниках (см., например, [13, с. 16 - 17]).

Это не отменяет того факта, что домохозяйства могут не только предоставлять финансовые ресурсы (инвестировать), но и привлекать финансовые ресурсы в виде ипотечных и потребительских кредитов и т.п. Но сальдо финансовых потоков сектора домохозяйств в нормальной ситуации предполагает преобладание потока капитала от домохозяйств в остальные сектора экономики над потоком от остальных секторов экономики домохозяйствам. Нарушение этой закономерности ведет к нестабильности экономики, которая с высокой степенью вероятности может закончиться финансовым или финансово-экономическим кризисом.

Подобное нарушение, наблюдавшееся в США перед кризисом 2007 года, называется отдельными исследователями в качестве фундаментальной причины данного кризиса [14, р. 7]. В работе был проведен детализированный анализ структуры экономики, которая была подразделена на 5 секторов: домохозяйства, нефинансовые корпорации, банки и финансовые корпорации, государство, остальной мир. Данный анализ показал, что ключевую роль в отходе от нормальной ситуации сыграл рост задолженности домохозяйств перед финансовым сектором. Процесс превращения сектора домохозяйств США в нетто-должника кардинально ускорился в результате активного использования секьюритизации. Если ранее возможности банковского сектора по выдаче кредитов

домохозяйствам были ограничены пруденциальными нормативами, то с помощью секьюритизации данные кредиты списывались с баланса кредитной организации, многократно умножая потенциал выдачи кредитов. Как показали исследования межсекторальных балансов активов и обязательств, домохозяйства США стали нетто-должниками финансового сектора в 1992 году, а в 2001 году они стали нетто-должниками по отношению ко всей экономике [14, р. 9 - 10].

Домохозяйства были и остаются доминирующими владельцами богатства в экономике развитых стран. Валовые активы домашних хозяйств, например, в экономике США, на конец 2006 года составляли 5,7 годовых ВВП. Из них активы, создающие долг, - банковские депозиты, акции фондов денежного рынка, отданные в кредит ценные бумаги и владение инструментами кредитного рынка - составляли всего 14 процентов. Основными элементами структуры богатства домохозяйств являются, во-первых, акции, паи паевых фондов, вклады в резервы пенсионного страхования и страхования жизни, а во-вторых, инвестиции в сфере недвижимости - с акциями 37-56 процентов и без акций 30-42 процента, соответственно, в 1952 и 2010 годы [14, р. 7].

Анализируя причины отсутствия в российском дискурсе однозначного признания домохозяйств в качестве нетто-кредиторов в народном хозяйстве, необходимо обратить внимание на существующее заблуждение следующего рода – российские экономисты путают объем инвестиционных ресурсов, перераспределяемых между секторами народного хозяйства, с объемом сбережений, формируемых в рамках отдельного сектора народного хозяйства. Разоблачение данного заблуждения одновременно может являться хорошим объяснением неизбежности занятия домохозяйствами позиции нетто-кредиторов в национальной экономической системе.

Кейнс, давая приблизительные оценки объемам сбережений, формируемых в различных секторах экономики, отмечал, что «помимо сбережений, накапливаемых отдельными лицами, значительная часть доходов, составляющая, вероятно, от 1/3 до 2/3 всего накопления в современных промышленно развитых странах ... сберегаются центральными правительствами и местными органами власти, коммерческими корпорациями и прочими учреждениями, и организациями...» [15, С. 7]. Исходя из этих оценок, такая же доля сбережений - от 1/3 до 2/3 всего накопления в национальной экономике – формируется в секторе домашних хозяйств.

Но при этом, в отличие от других секторов народного хозяйства, домохозяйства не могут превратить сбережения в инвестиции внутри своего сектора, они должны передать эти сбережения в другие сектора. Если они не передают сбережения в другие сектора, то

эти ресурсы не сберегаются, а потребляются. Корпоративный сектор в нормальных условиях большую часть сбережений, сформированных в рамках сектора, инвестирует в рамках самого сектора, не осуществляя обмен ресурсами с другими секторами. Примерно аналогично действует сектор государства и местного самоуправления. Безусловно, введение в рассмотрение сектора финансовых институтов и сектора «Остальной мир» значительно усложняет анализ, но оно не отменяет того факта, что сбережения домохозяйств инвестируются в других секторах, а сбережения других секторов – в значительной мере в самих секторах формирования сбережений.

При этих допущениях от 1/3 до 2/3 всего накопления в национальной экономике, сформированного в секторе домашних хозяйств, превращаются в подавляющее большинство всех национальных сбережений, перераспределяемых между секторами экономики (исходя из предположений Кейнса и из предположения о том, что лишь 1/6 сбережений, сформированных в секторах «Государство» и «Корпорации», перераспределяются между секторами, то оценка доли сектора «Домохозяйства» в перераспределяемых между секторами объемами сбережений находится в промежутке от 3/4 до 12/13).

Необходимо остановиться еще на одной особенности трансляции финансовых ресурсов из сектора «Население» в другие сектора экономики. Она состоит в том, что такая трансляция происходит в значительной мере через сектор «Банки и небанковские финансовые организации», т.е. с использованием института финансового посредничества. Поэтому финансовый баланс потоков между этими двумя секторами может рассматриваться как аппроксимация взаимодействия между сектором «Население» и остальной экономикой.

Исходя из этого предположения, в Российской Федерации сектор домохозяйств является нетто-кредитором, в полном соответствии с классическими представлениями о его роли в народном хозяйстве. Заметное увеличение превышения активов данного сектора над его обязательствами по отношению к сектору «Банки» началось после кризиса 1999 года [16]. Последующий анализ показал, что каждый следующий кризис способствовал резкому увеличению данного показателя, переводя его на новый уровень. В результате в 2018 г. сальдо активов и обязательств сектора домохозяйств по отношению к банковскому сектору приблизился к 14 трлн. рублей [17], несмотря на активный процесс роста ипотечного и потребительского кредитования населения.

Необходимо отметить, что такое поведение домохозяйств вряд ли может быть однозначно оценено как оптимальное, так как взаимодействие домохозяйств с

финансовым сектором в России в значительной мере сводится к взаимодействию домохозяйств с коммерческими банками. Поэтому приведенные данные не только свидетельствуют о роли домохозяйств в российской экономике как нетто-кредитора, но и фактически обосновывают задачу государственной экономической политики по стимулированию роста инвестиций населения в финансовые инструменты, не ограничивающиеся только банковскими продуктами.

Анализ финансовых потоков между сектором домохозяйств и всеми другими секторами российской экономики (государство, центральный банк, коммерческие банки, корпорации, финансовые корпорации), и остальным миром также привел к выводу о том, что домохозяйства в Российской Федерации в 2007 – 2013 гг. были ярко выраженными нетто-кредиторами [18, С. 81 - 82].

Таким образом, роль домохозяйств как нетто-кредитора в рамках народного хозяйства предполагает, что для увеличения притока инвестиционных ресурсов в реальный сектор экономики важнейшей задачей государственной экономической политики должна стать задача стимулирования роста инвестиций домохозяйств.

1.2. Влияние инвестиций домохозяйств на экономический рост

Несмотря на то, что последние исследования выявили нелинейную зависимость экономического роста от финансовой глубины [19], для стран со средним и малым финансовым сектором (к которым относится Россия) сохраняется положительная зависимость долгосрочного экономического роста от финансовой глубины [8]. Соответственно, логично предположить, что вовлечение сбережений домохозяйств в финансовый сектор также оказывает положительное воздействие на экономический рост, так как увеличение финансовых ресурсов в финансовом секторе способствует росту финансовой глубины.

Однако в реальности воздействие на экономический рост осуществляется в более сложной форме. Как отмечают Гоулд и Мелески, финансовое развитие влияет на экономический рост через несколько измерений, а не только через финансовую глубину. Для совокупного роста наиболее экономически важными параметрами являются финансовая эффективность, устойчивое включение и стабильность [9, Р. 50].

Данная закономерность проявляется и в регионе Восточной Европы и Средней Азии (ЕЦА). Финансовое развитие положительно связано с экономическим ростом в ЕЦА. В целом по региону, самые сильные статистические связи наблюдаются между финансовым развитием и общим ростом (перечисляются в порядке убывания) по

показателям финансовой инклюзии фирм (коэффициент индекса 0,622), эффективности (коэффициент индекса 0,611), финансовой глубины (коэффициент 0,445), финансовой стабильности (0,354) и финансовой инклюзии домохозяйств (коэффициент индекса 0,266). Для 40 процентов экономик региона с самыми низкими темпами роста только финансовая инклюзия фирм и финансовая инклюзия домохозяйств характеризуются значимой связью с ростом доходов (коэффициенты перед этими экзогенными переменными составляют, соответственно, 0,505 и 0,369) [9, Р. 56].

Более высокий, чем ожидалось, рост совокупного дохода и доходов 40% наиболее медленно растущих экономик региона в значительной степени связан с показателями финансового развития, характеризующимися глубиной, стабильностью, эффективностью и инклюзивностью. Каждый коэффициент представляет собой предельный вклад выше традиционных долгосрочных детерминантов роста к ежегодным темпам роста ВВП и доходам 40 процентов наиболее медленно растущих экономик региона. При этом необходимо отметить, что финансовая инклюзия домохозяйств положительно влияет на экономический рост в данном регионе (в рамках 5-процентного доверительного интервала) [9, Р. 53 - 54].

Слабая связь между финансовой глубиной, эффективностью и стабильностью, с одной стороны, и ростом доходов, с другой стороны, выявленная для 40 процентов наиболее медленно растущих экономик региона может быть обусловлена их первичной зависимостью от заработной платы, выплачиваемой наличными деньгами, что означает, что они не имеют значительных взаимодействий с формальным финансовым сектором. Таким образом, традиционные меры финансового развития – показатели финансовой глубины и эффективности, вероятно, влияют на доход 40 процентов наиболее медленно растущих экономик региона лишь косвенно, воздействуя на заработную плату и на способность людей находить работу. Более того, даже если прямые эффекты глубины и эффективности экономически важны для доходов 40 процентов наиболее медленно растущих экономик региона, неполные и, возможно, значительно искаженные («зашумленные») данные о росте доходов в этих экономиках могут скрывать эту взаимосвязь [9, Р. 57].

Полученные результаты указывают на то, что для наименее успешно развивающихся экономик нашего региона особое значение для экономического роста имеет финансовая инклюзия. При этом влияние инклюзии фирм на экономический рост оказывается выше, но и влияние финансовой инклюзии домохозяйств оказывается весьма значимым. Отсюда очевидно следует важность стимулирования инвестиций домохозяйств

в финансовые активы для обеспечения более высоких темпов экономического роста, особенно в ситуации низких темпов экономического роста.

Вместе с тем, на практике, как отмечают специалисты Всемирного банка, задача стимулирования экономического роста через повышение финансовой инклюзии, в том числе инклюзии домохозяйств, может наталкиваться на определенные ограничения, которые необходимо учитывать при разработке стратегий развития финансового сектора.

Глобальный долгосрочный анализ показывает, что наибольшая отдача может быть вызвана политикой, направленной на увеличение финансовой инклюзии фирм. Однако, учитывая тот факт, что в регионе ЕЦА уже имеются относительно высокие уровни финансовой инклюзии фирм, это, возможно, не будет давать большего выигрыша в росте. Фактически, политики, направленные на повышение финансовой эффективности, в этих странах могут иметь большую общую отдачу. На практике взаимосвязи между развитием финансового сектора и экономическим ростом связаны с компромиссами (trade-offs). Например, страна не может достичь высокой финансовой глубины или финансовой инклюзии, не жертвуя некоторой стабильностью [9, Р. 59 - 60].

Таким образом, вывод о том, что стимулирование инвестиций домохозяйств в финансовые активы должно находиться в центре внимания стратегий развития финансового сектора должен быть дополнен рекомендацией учитывать естественные ограничения, и при стимулировании роста финансовой инклюзии домохозяйств обращать пристальное внимание на контроль уровня финансовой стабильности.

1.3. Факторы, предопределяющие сберегательное поведение домохозяйств

Детерминанты сберегательного поведения экономических агентов, в первую очередь домохозяйств, являются частным случаем детерминант финансового развития.

В работе [20] проведена классификация детерминант финансового развития, ранее предложенных различными исследователями:

- макроэкономические (инфляция, ВВП на душу населения, уровень процентных ставок, динамика обменного курса национальной валюты, доля ресурсной ренты в ВВП);
- внутренние параметры национальной финансовой системы (взаимное влияние секторов финансовой системы, тип собственности банков);
- институциональные (тип правовой системы и степень защиты прав собственности инвесторов, раскрытие информации и т.д.);
- демографические.

Как представляется, такая классификация не является полной, поэтому мы сформировали свой вариант классификации детерминант финансового развития. Предлагаемый вариант классификации использует большее количество подходов и придерживается более четко структурированной иерархической системы классификации. Вся совокупность факторов, которые влияют на степень развития финансового сектора, может быть разделена на 2 агрегированные группы [21]:

- «естественные» факторы, существующие вне связи с осуществляемой в настоящее время государственной экономической политикой;

- факторы, являющиеся результатами (следствиями) осуществляемой государственной политики, которые, возможно, оказывают существенно большее влияние на параметры финансового сектора и на процесс финансового развития.

Безусловно, как и всякая классификация, данный вариант классификации детерминант финансового развития носит в определенной степени условный характер, и может быть подвергнут критике. В частности, к «естественным» факторам отнесены и ряд факторов, являющихся следствием сложившейся политической системы и сложившейся правовой системы, которые носят вполне «рукотворный» характер. Но, в отличие от детерминант, предопределяемых реализуемой государственной политикой, эти факторы значительно более инерционны, и поэтому в данной классификации «вписываются» в «естественный» ландшафт.

К «естественным» факторам следует отнести [21]:

- исторический фактор;
- политический фактор;
- культурные, религиозные и национальные факторы;
- географическое положение и климатические условия.

Факторы, являющиеся результатами (следствиями) осуществляемой государственной политики, оказывают воздействие на финансовое развитие по следующим каналам [21]:

- политическое и макроэкономическое окружение;
- правовая и информационная инфраструктура;
- регулирование и надзор;
- конкурентоспособность и эффективность;
- государственная собственность в финансовых институтах;
- финансовая либерализация;
- увеличение доступности.

В работе [22] были предложены следующие факторы, объясняющие активность частных сбережений, описываемую соотношением валовых частных сбережений и валового частного располагаемого дохода - Gross private saving/GPDI:

- 1) показатели реальных доходов (реальный частный располагаемый доход на душу населения и темп роста этого дохода), положительно влияющие на сбережения;
- 2) финансовые переменные (реальная ставка процента, уровень монетизации экономики, соотношение потоков частных кредитов и валового частного располагаемого дохода), в большинстве своем отрицательно влияющие на сбережения;
- 3) показатель фискальной политики (соотношение государственных сбережений и валового частного располагаемого дохода), отрицательно влияющий на сбережения;
- 4) демографические переменные (уровень урбанизации и доли молодых и старых иждивенцев в совокупном населении), отрицательно влияющие на сбережения;
- 5) показатель макроэкономической неопределенности (темп инфляции), положительно влияющий на сбережения.

Кроме того, в данной работе была показана устойчивость частных сбережений – наивысший коэффициент в регрессионном уравнении оказался у переменной нормы сбережений, взятой с определенным лагом.

В работе также содержатся объяснения механизма воздействия выбранных объясняющих показателей на сберегательную активность.

Самый простой механизм – у показателей дохода: по мере того, как частные экономические агенты становятся богаче и/или их доходы растут быстрее, темпы роста их сбережения возрастают. В целом политика, стимулирующая рост уровней доходов и повышение темпов их роста, является косвенным, но наиболее эффективным способом повышения уровня сбережений. В той степени, в которой значительная часть увеличенных сбережений направляется на производительные внутренние инвестиции, успешная политика роста доходов может способствовать циклическому росту сбережений, накопления капитала и экономического роста.

Реальная процентная ставка негативно влияет на ставку частных сбережений, что свидетельствует о том, что эффект дохода перевешивает сумму замещения этого дохода и эффектов человеческого богатства. Увеличение реальной процентной ставки на 1 процентный пункт приводит к сокращению частных сбережений на 0,25 процентных пункта в краткосрочной перспективе. Показатель финансовой глубины ($M2 / ВВП$) оказывает незначительное и статистически незначительное влияние на уровень частных сбережений. Размер потоков частного внутреннего кредита относительно дохода имеет

значительный отрицательный коэффициент. Это связано с тем, что ослабление кредитных ограничений приводит к снижению частного сбережения (в соответствии с доказательствами в [23]). Когда поток частного кредита растет на 1 процент, частный уровень сбережений уменьшается на 0,32 процентных пункта.

Повышение нормы государственных сбережений приводит к статистически значимому снижению частного сбережения. В частности, частный сектор снижает уровень сбережений на 0,29 процентных пункта для каждого 1 процентного пункта в соотношении государственных сбережений в течение того же года, когда происходит рост государственных сбережений. Однако в долгосрочной перспективе коэффициент замещения возрастает до 0,69. Поэтому постоянный рост государственных сбережений на 4% от валового национального располагаемого дохода (GNDI) увеличит национальные сбережения на 2,8% от GNDI в течение года, но лишь на 1,2% от GNDI в долгосрочной перспективе.

Все три рассматриваемые демографические переменные, а именно коэффициент урбанизации и доли молодых и старых иждивенцев¹, оказывают значительное отрицательное влияние на уровень частных сбережений. Отрицательный эффект коэффициента урбанизации можно объяснить по соображениям мотивов предосторожности: отсутствие средств для диверсификации в условиях высокой неопределенности их преимущественно сельскохозяйственного дохода заставляет сельских жителей, как правило, сберегать большую часть их доходов. Отрицательные коэффициенты при показателях доли молодых и старых иждивенцев соответствуют стандартным образцам потребления жизненного цикла.

Во многих экономических исследованиях по экономическому росту основным прокси-фактором для макроэкономической неопределенности является темп инфляции. Темп инфляции имеет положительный коэффициент регрессии: снижение инфляции на 10 процентных пунктов уменьшает частные сбережения более чем на 1 процентный пункт. Это говорит о том, что повышенная неопределенность в отношении макроэкономики побуждает людей сберегать большую часть своего дохода по соображениям предосторожности.

Из перечисленных выше детерминант сберегательного поведения далеко не все подвержены управлению посредством реализации краткосрочных и среднесрочных государственных политик и стратегий. Наиболее быстрые изменения могут быть реализованы через изменение детерминант второй и, отчасти, третьей группы

¹ Под молодыми иждивенцами обычно понимаются неработающие лица моложе 16 лет; под старыми иждивенцами – неработающие лица 65 лет и старше.

(финансовые переменные и показатель фискальной политики). Показатель инфляции, во-первых, достаточно трудно управляем, и, во-вторых, подвержен воздействию множества факторов, находящихся вне возможностей государственных органов, отвечающих за денежную, финансовую и экономические политики. Доходы населения – весьма инерционный показатель, нацеленные изменения которого могут проявиться лишь через несколько лет реализации соответствующей стимулирующей политики. И наконец, демографические показатели – самые инерционные и самые слабо поддающиеся управлению детерминанты из всего перечня детерминант.

Существуют значительные национальные различия в моделях сберегательного поведения домохозяйств. Большая часть увеличения сбережений в развивающихся странах связана с Китаем, хотя и другие крупные развивающиеся страны, такие как Индия и Индонезия, также внесли значительный вклад. Норма сбережений существенно различалась в основных развивающихся странах: норма сбережений в Индии неуклонно росла; Бразилия демонстрировала медленно растущую тенденцию к сбережению до пика в 1989 году и отчетливую тенденцию к снижению после этого; и норма сбережений в Российской Федерации была неустойчивой после распада Советского Союза [7, p. 64].

Изменение распределения населения по возрасту в Китае, по-видимому, является важным фактором, когда учитывается мотив сбережения. Другим ключевым фактором является относительно несбалансированная модель развития финансового рынка в Китае; домашние хозяйства и малые и средние предприятия часто сталкиваются с жесткими кредитными ограничениями, поэтому они должны экономить на самофинансировании, в то время как государственные предприятия обычно имеют легкий доступ к кредитам. Но, пожалуй, наиболее важным фактором высокого уровня сбережений в Китае в последние десятилетия был его высокий темп экономического роста, который имеет тенденцию повышать нормы сбережений.

Частные и государственные компоненты сбережений значительно различаются между странами, а также в различных временных диапазонах. Частные сбережения, как правило, являются лучшими как источники долгосрочных инвестиций, но исторически частные сбережения имели тенденцию колебаться больше, чем государственные сбережения. Для многих стран одни только сбережения домохозяйств составляют большую часть национальных сбережений, хотя после того, как данные по странам были агрегированы на региональном уровне, выяснилось, что объем сбережений домохозяйств существенно различается. Доля домохозяйств в общей сумме сбережений колебалась от примерно 25 процентов в Латинской Америке до в среднем 68 процентов в Индии с 1950-

х годов. Одна из причин относительно низких сбережений в латиноамериканских домохозяйствах, вероятно, заключается в том, что корпоративные сбережения там высоки, и поскольку фирмы в конечном итоге принадлежат главным образом домохозяйствам, корпоративные сбережения заменяют сбережения домохозяйств. Поскольку сбережения домохозяйств чувствительны как к экономическому росту, так и к демографическим изменениям, различия в сроках демографического перехода и роста в предстоящие десятилетия могут повлиять на глобальные модели сбережений за счет их влияния на решения о сбережениях домохозяйств [7, р. 66].

Все это, однако, не означает, что государственные политики, направленные на стимулирование сберегательной активности, бессмысленны или неэффективны. Вышеприведенные рассуждения ведут к иному выводу – о том, что для действенного изменения сберегательных детерминант требуется долгосрочная стратегия, включающая в себя согласованные меры по всем 5 группам детерминант.

Однако при этом необходимо отметить, что описанная нами теоретическая концепция, утверждающая о наличии устойчивых детерминант сберегательного поведения, не является общепринятой. Стоит отметить, что согласно относительно недавнему исследованию Аттанасио и Вебера [2] окончательная теория о детерминантах, однозначно определяющих сбережения, пока не сформирована. Тем не менее, существует консенсус в отношении того, что экономический рост, демография и некоторые структурные переменные, такие как развитие финансового сектора непосредственно влияют на сбережения. Теоретические модели, наряду с эмпирическими исследованиями, показывают значимость этих переменных [7, р. 68].

Прогнозируя изменения глобальных инвестиций и сбережений к 2030 году, сотрудники Всемирного банка пришли к следующим результатам. Несмотря на имеющиеся тенденции старения населения и тенденцию к снижению нормы сбережений, сбережения вряд ли обязательно станут ограничением для глобального роста. Хотя этот вывод применяется к глобальному уровню, на уровне различных стран и даже регионов мира будут наблюдаться значительные различия в нормах сбережений (между странами и регионами), и некоторые из них могут столкнуться в связи с низкой нормой сбережений с трудностями в будущем.

Изменения в нормах сбережений в развивающихся странах со временем будут определяться тремя основными факторами:

- старение населения,
- темпы экономического роста,

- углубление финансовых рынков [7, р. 61].

Прогнозируя изменения в сбережениях населения к 2030 году, доклад Всемирного банка [7, р. 80] указывает, что ожидаемое влияние асинхронных демографических изменений на сберегательную активность наиболее очевидно при сравнении путей нормализации сбережений в развивающихся странах. В странах, в которых одновременно произойдет резкое сокращение доли трудоспособного населения и увеличение доли пожилого населения, таких как Индонезия и Россия, норма сбережений значительно снизится. Более умеренное снижение нормы сбережений в Мексике будет отчасти связано с ее относительно более позитивной демографической эволюцией. Такой прогноз в отношении России в части нормы совокупных сбережений (снижение за период с 2010 г. по 2030 г. с уровня примерно 30% до уровня около 25%) заставляет рассматривать сбережения домохозяйств как особо ценный ресурс для долгосрочных инвестиций, и при этом ресурс интенсивно убывающий. Поэтому крайне важно максимально быстро обеспечить увеличение доли долгосрочных инвестиций домохозяйств в структуре их сбережений, что требует стимулирования их инвестиций в финансовые инструменты.

1.4. Классификация стимулов инвестиционной деятельности домохозяйств на финансовых рынках

Стимулы, которые мы далее рассматриваем – это фактически те факторы формирования экономического и финансового поведения домохозяйств, на которые государство может непосредственно повлиять посредством своей политики. Исходя из этого, мы не рассматриваем в качестве стимулов, например, демографические характеристики, на которые, безусловно, государственная политика оказывает влияние, и тем самым, посредством изменения этих характеристик, на финансовое поведение домохозяйств. Демографические характеристики в любой социально-экономической системе в условиях мирного времени изменяются крайне медленно, и государственная политика, нацеленная на изменение этих характеристик, может повлиять на экономическое и финансовое поведение домохозяйств лишь через значительный временной лаг (возможно, несколько десятилетий). Непосредственное влияние государственной политики на поведение домохозяйств предполагает значительно более быстрый отклик, в течение нескольких лет.

В этом смысле стимулы к инвестированию сбережений домохозяйств принципиально отличаются от выделяемых в экономической теоретической литературе детерминант сберегательного поведения домохозяйств. Вместе с тем выделяемый с точки

зрения совершенствования правовой среды механизм защиты интересов инвесторов, напротив, является наиболее мощным стимулом к инвестированию.

В самом общем виде классификация стимулов к инвестированию сбережений домохозяйств предполагает разделение их на финансовые и нефинансовые стимулы.

В свою очередь, финансовые стимулы подразделяются на:

- налоговые (формирование налоговой системы, включая соотношение налогов; размер ставок; льготы по налогам и т.д.) стимулы;
- субсидирование затрат инвесторов (домохозяйств) на осуществление инвестиций на финансовом рынке;
- софинансирование.

Нефинансовые стимулы подразделяются на:

- институциональные стимулы;
- макроэкономические стимулы (например, уровень ставок).

Среди вышеперечисленных элементов классификации системы стимулов к инвестированию сбережений домохозяйств дополнительной классификации требуют стимулы, которых мы обозначили как институциональные. Очевидно, что основной целью внедрения таких стимулов является повышение уровня защиты инвесторов, но необходимо отметить, что они не ограничиваются только защитой инвесторов. Институциональные стимулы нацелены в целом на снижение транзакционных издержек, одной из разновидностей которых являются риски домохозяйств как инвесторов. Другими разновидностями транзакционных издержек домохозяйств, выступающих в качестве инвесторов, являются затраты денег и времени на осуществление инвестиционных операций.

Денежные затраты складываются из оплаты услуг финансовых посредников (брокеров, управляющих, депозитариев, расчетных систем, организаторов торговли, инвестиционных консультантов, банков). Временные затраты возникают из необходимости посетить офисы финансовых посредников, а также осуществлять действия в рамках систем удаленного доступа. В совокупности эти затраты составляют характеристику доступности соответствующих финансовых услуг для домохозяйств. Мерами государственной политики, стимулирующими инвестиции домохозяйств, в данном случае будут являться те меры, которые нацелены на повышение финансовой доступности (в широком смысле), включая меры конкурентной политики, нацеленные на снижение уровня оплаты услуг финансовых посредников.

Современные исследования разделяют доступность в части удобства доступа к финансовым услугам (Accessibility) и доступность в части наличия соответствующих финансовых услуг (Availability) [24]. Используемая в зарубежных странах государственная политика, нацеленная на стимулирование инвестиций домохозяйств посредством расширения финансовой доступности, учитывает оба этих аспекта.

Институциональные стимулы в части повышения уровня защиты интересов инвесторов в зарубежной практике чрезвычайно разнообразны. В работе [25] приведены наиболее успешно применяемые механизмы и институты, активно используемые в рамках государственной политики по повышению защиты инвесторов в Китае, Индии, Гонконге, Южной Корее.

Среди налоговых механизмов, используемых в иностранных практиках стимулирования инвестиций домохозяйств, для современных российских условий наиболее полезными представляются следующие:

- максимальное льготирование долгосрочных инвестиций, в том числе за счет внедрения и реализации различных пенсионных программ (либо, наоборот, - за счет встраивания пенсионного компонента в удачно функционирующие механизмы более широкой направленности);

- активное использование налоговых льгот на целевые инвестиции домохозяйств, соответствующие долгосрочным (сопоставимым по срокам с продолжительностью жизни одного поколения) целевым установкам домохозяйств;

- активное использование конструкции «прирост капитала», с полным выводением прироста капитала из-под налогообложения (налог может взиматься только с реализованного дохода).

Вопрос об использовании налоговых механизмов, перераспределяющих налоговое бремя на потребление за счет максимального освобождения от налогообложения сбережений домохозяйств, направляемых на инвестиции в финансовый сектор, для современных российских условий остается дискуссионным, требующим дополнительного обсуждения. Однако в этой части полезным элементом конструкции, ослабляющей налоговое давление на инвестиции, представляется принцип взимания налогов на инвестированные активы только после их реализации, с выводом полученной прибыли (дохода) на цели потребления.

Среди институциональных стимулов инвестиций домохозяйств, применяемых в иностранной практике, в современных российских условиях могут быть наиболее эффективны следующие:

- создание компенсационных фондов;
- создание специализированных финансовых судов;
- создание механизмов разрешения споров на финансовом рынке, основанных на механизмах медиации, находящихся вне влияния финансовых посредников или их ассоциаций;
- введение в правила торговли фондовых бирж критериев листинга, стимулирующих высокую долю акций в свободном обращении.

Среди всех этих мер, стимулирующих инвестиции домохозяйств, выделяется создание компенсационных фондов, как мера, которая для современных российских условий является крайне актуальной.

Глава 2. Модель выбора домохозяйствами инструмента инвестирования, роль в этом выборе налоговых стимулов и их совершенствование

2.1. Факторы выбора инструментов инвестирования

Вариант выбора домохозяйствами инструментов инвестирования в условиях существующего российского регулирования (в том числе налогового) и накопленной информации о функционировании рынков зависит от следующих параметров:

- текущих и перспективных потребностей семьи, и сроков, на которые предполагается инвестировать сбережения;
- самооценки уровня финансовой опытности, субъективных инвестиционных предпочтений и склонности к риску;
- ранее продемонстрированных и прогнозируемых доходностей альтернативных инструментов, с учетом фактора налоговых льгот;
- размера располагаемых сбережений, в том числе в сопоставлении с размерами налоговых и инвестиционных вычетов;
- субъективной (чаще всего наивной) оценки рисков различных альтернатив.

Следует особо подчеркнуть, что в большинстве случаев приведенные выше параметры являются не столько объективными факторами, сколько субъективными оценками лиц, принимающих решения об инвестировании сбережений домохозяйств. Так, например, при использовании только сугубо экономических критериев выбора вариант инвестирования в ценные бумаги через брокера является более доходным по сравнению с вариантом инвестирования в недвижимость. С одной стороны, ретроспективный анализ

свидетельствует о более высокой доходности инвестиций в ценные бумаги в последние 5 лет. С другой стороны, при прогнозировании будущих доходов учитывается более высокий размер налоговых льгот в варианте инвестирования в ценные бумаги.

Однако факторами, влияющими в пользу противоположного варианта выбора, т.е. в пользу инвестирования в недвижимость, выступают факторы восприятия инвестиций в недвижимость как более надежных, менее рискованных, по сравнению с инвестированием в ценные бумаги. Очевидно, что это далеко не всегда так, но такое представление продолжает существовать и оказывает влияние на выбор вариантов инвестирования сбережений домохозяйств.

Анализ поведения курса иностранных валют по отношению к рублю показывает, что вариант покупки иностранной валюты с инвестиционными целями характеризуется высоким риском в терминах дисперсии. Минимальная 3-летняя доходность инвестиций в доллары США за последние 5 лет отрицательна и составляет -22%. Максимальная 3-летняя доходность инвестиций в доллары США за последние 5 лет составляет 41%. Выбор данного варианта достаточно сложно описать рациональными критериями. Можно предположить, ориентируясь на показатели доходности и риска, что этот вариант подходит для высокорисковых инвесторов и для сверхдолгосрочных инвесторов. Но такое предположение не вполне сочетается со среднестатистическим портретом покупателя иностранной валюты. Очевидно, что выбор этого варианта в значительной мере зависит от индивидуальных инвестиционных предпочтений, которые, в свою очередь, основаны на не всегда рациональных поведенческих моментах.

2.2. Последовательность выбора инструментов инвестирования и его критерии на различных этапах выбора

Процедуру выбора варианта инвестирования сбережений домохозяйств можно представить в виде реализации последовательных альтернатив.

На первом шаге альтернативами являются: 1) депозиты; 2) покупка иностранной валюты; 3) все остальные варианты инвестирования.

На этом этапе выбор осуществляется под влиянием в основном индивидуальных инвестиционных предпочтений, в значительной мере основанных на субъективных моментах и на индивидуальном уровне финансовой грамотности (понимаемой в качестве финансовой опытности), а также от оценки вероятности кризиса. Оценить, насколько значимыми являются в данном выборе различия в налоговом режиме альтернатив, достаточно сложно, так как подавляющее большинство домохозяйств России не задаются

вопросом сравнения всех трех альтернатив, выбирая, как правило, между депозитами и покупкой иностранной валюты. В обоих этих вариантах налоги на доходы физических лиц от данных операций отсутствуют. Выбор между этими двумя вариантами инвестирования сбережений домохозяйств сильно зависит от наличия или отсутствия признаков наступления кризиса. В отсутствие кризиса наблюдается переток сбережений в депозиты, в кризисные периоды – напротив, наблюдается усиление покупок иностранной валюты.

Включение в рассмотрение третьей альтернативы, которую мы на данном этапе рассмотрения обозначили как «все остальные варианты инвестирования» фактически превращает первый этап в выбор между привычными и простыми вариантами инвестирования (депозиты и иностранная валюта) и всеми остальными вариантами, большинство из которых воспринималось домохозяйствами как более сложные. Альтернатива, объединяющая более сложные варианты инвестирования долгое время оценивалась как заведомо менее интересная в связи с существовавшими макроэкономическими условиями (высокие ставки номинального процента и отрицательные ставки реального процента; высокая волатильность национальной валюты). Кроме того, эта альтернатива принималась во внимание лишь теми домохозяйствами, размер сбережений которых был достаточен для включения в рассмотрение иных вариантов инвестирования сбережений, кроме депозитов и иностранной валюты.

Однако в последнее время произошло изменение ряда макроэкономических параметров, что актуализировало анализ домохозяйствами иных вариантов сбережений, кроме вложений в банки и иностранную валюту. По мере снижения ставок процента в экономике (в том числе ставок процента по депозитам) будет происходить перемещение средств домохозяйств из варианта «депозиты» в другие варианты организации сбережений, выступающие альтернативами на этом шаге. Также по мере стабилизации национальной валюты можно ожидать снижения популярности варианта инвестирования «иностранная валюта». Таким образом, несмотря на высокую значимость субъективных факторов, предопределяющих выбор на данном шаге, существуют и усиливают свое значение объективные экономические процессы, сдвигающие «водоразделы» между этими вариантами.

Оценить важность налоговых факторов выбора альтернативы «все остальные варианты инвестирования» можно только на основании социологических измерений в рамках выборки домохозяйств, уровень финансовой опытности которых позволяет им

рассматривать данный вариант в качестве допустимого. Однако таких исследований, насколько нам известно, в России не проводилось.

В случае, если на первом шаге выбран вариант «депозиты» или вариант «иностранная валюта», выбор завершен. В противном случае (который, как уже подчеркивалось, свойственен относительно небольшому числу домохозяйств в России) выбор домохозяйствами варианта инвестирования продолжается.

На втором шаге рациональный выбор осуществляется, прежде всего, исходя из размера располагаемых сбережений, которые предполагается инвестировать. Рациональный выбор на этом шаге состоит в инвестировании в индивидуальный инвестиционный счет (ИИС), страховые продукты и в НПФ ежегодных сумм в 640 тыс. рублей (400 + 120 + 120), а все, что сверх этой суммы, инвестируется в ценные бумаги через брокера и в недвижимость. Такой выбор связан с тем фактом, что при инвестировании через ИИС, в страховые продукты и в НПФ налоговый вычет (в пределах указанных сумм) осуществляется (либо такой вариант может быть выбран инвестором) «на входе», т.е. домохозяйство уже в самом начале инвестиционного процесса получает дополнительные ресурсы. Эти ресурсы, исходя из положительности процентных ставок в экономике России, имеют более высокую приведенную стоимость, чем аналогичные по номинальному размеру вычеты, которые могут быть получены в конце периода инвестирования. Домохозяйство с располагаемыми сбережениями в пределах 400 тыс. рублей в год ограничится инвестированием в ИИС, либо страховые продукты, либо инструменты негосударственного пенсионного обеспечения; домохозяйство с более крупным размером годовых сбережений, скорее всего, воспользуется как данными вариантами инвестирования, так и вариантами инвестирования в ценные бумаги через брокера и в недвижимость.

Однако следует подчеркнуть, что в данном случае речь идет именно о полностью рациональном (основанном на «голых» математических вычислениях) и при этом упрощенном выборе, не предполагающем вариативности будущего поведения рынка. Между тем в реальности на данный выбор влияют и многие субъективные факторы. Так, для инвесторов, достаточно давно инвестирующих в ценные бумаги с использованием услуг брокера, сложившиеся привычки мешают перейти к инвестированию с использованием ИИС.

Кроме того, более значимым фактором выбора в данном случае является самооценка уровня финансовой опытности, которая, являясь субъективной по своей природе, вместе с тем, оперирует математически точными количественными параметрами.

Так, при сопоставлении варианта инвестирования через ИИС и варианта инвестирования в ценные бумаги через брокера важным фактором для принятия решения становится оценка инвестором доходности своих инвестиций. Допустим, инвестор предполагает, что результаты его инвестирования будут настолько высокими (в терминах доходности), что ему выгоднее использовать налоговую льготу в конце процесса инвестирования, а не вначале. В случае реализации предположения о высокой доходности инвестиций экономия на налоге (размер налогового или инвестиционного вычета) в конце процесса инвестирования превзойдет налоговый вычет в начале инвестирования (даже увеличенный на дополнительный доход, который может быть получен от использования этого налогового вычета в инвестировании). В сочетании с наличием ограничений по вносимым суммам на ИИС данное обстоятельство делает более привлекательным вариант инвестирования в ценные бумаги через брокера. Такой инвестор (располагающий значительными ресурсами для инвестирования – более 1 млн. рублей, – и высоко оценивающий вероятность получения высокой доходности) сделает выбор в пользу инвестирования в ценные бумаги с использованием услуг брокера.

Безусловно, оценка возможного будущего дохода зависит от тех инструментов, в которые предполагает инвестировать инвестор. Достичь высокого уровня доходности крайне сложно как при инвестировании в облигации, так и при инвестировании в акции. Несмотря на то, что льгота не распространяется на доходы от операций с ПФИ, более склонный к риску инвестор будет использовать и производные финансовые инструменты, которые не могут применяться при использовании ИИС (кроме как в целях хеджирования). Поэтому выбор между вариантами инвестирования в данном случае зависит от выбора используемых инструментов инвестирования, который также напрямую связан с самооценкой уровня финансовой опытности и с инвестиционными предпочтениями инвестора.

Существует еще один аспект, влияющий на выбор между вариантами инвестирования в ценные бумаги с использованием ИИС или стандартных брокерских услуг – долгосрочность держания купленных ценных бумаг. В рамках ИИС бумаги могут меняться (продаваться одни бумаги и покупаться другие), в рамках стандартного брокерского договора для получения инвестиционного вычета инвестор должен держать купленную ценную бумагу не менее 3 лет. Следовательно, вариант ИИС более привлекателен для инвесторов, склонных к активному стилю управления своим портфелем, в то время как вариант инвестирования через брокера больше подходит для

долгосрочных инвесторов с низкой частотой переформатирования инвестиционного портфеля.

Применительно к выбору между вариантами инвестирования в ценные бумаги с использованием ИИС и с использованием традиционного брокерского обслуживания важнейшими факторами выбора являются:

- размер инвестируемых сбережений;
- инвестиционные предпочтения в части выбора инструментов инвестирования (по уровню риска) и в части стиля управления портфеля (частота переформатирования портфеля и срок держания отдельных элементов этого портфеля);
- самооценка потенциального будущего дохода от инвестирования.

Третий шаг распадается на две цепочки, относительно независимые друг от друга (впрочем, следует учитывать постоянное наличие выбора между инвестициями в ценные бумаги через ИИС и через брокера). Выбор между ИИС, страховыми продуктами и НПФ не имеет экономического смысла при простом («непродвинутом») выборе, если сбережений достаточно для распределения по всем трем вариантам сбережений. Но вместе с тем на выбор могут влиять индивидуальные инвестиционные предпочтения, которые могут подтолкнуть инвестора к отказу от инвестирования в страховые продукты или в НПФ. В этом случае неизрасходованная сумма в случае рационального выбора будет использована для инвестирования в ценные бумаги через брокера или в недвижимость. Налоговые аспекты в рамках выбора между ИИС, страховыми продуктами и НПФ имеют значение только в виде различия размеров налоговых вычетов «на входе» (не более 400 тыс. рублей в год по ИИС против не более 120 тыс. рублей в год по страховым продуктам и НПФ), и не имеют значения в виде ставок налога – во всех случаях предполагается именно налоговый вычет по НДФЛ на инвестированную сумму. Вместе с тем, если учесть одновременное наличие льгот по НДФЛ (в виде освобождения от этого налога) в отношении выплат по договорам страхования (при соблюдении ряда условий, среди которых 5-летний срок «держания позиции» по страховому полису) и в отношении выплат по негосударственному пенсионному страхованию (при условии заключения соответствующего договора с российским НПФ, имеющим соответствующую лицензию), то инвестирование в НПФ и долгосрочные страховые продукты оказывается выгоднее инвестирования в ИИС. В настоящее время меньшая выгодность инвестирования в ИИС компенсируется существенно более крупным налоговым вычетом «на входе».

Вторая цепочка на третьем шаге – выбор между инвестированием в ценные бумаги через брокера и покупкой недвижимости. Рациональный выбор в данном случае в большинстве случаев – покупка ценных бумаг, но на выбор могут оказать влияние также субъективные предпочтения домохозяйства и его социальные потребности. Рациональность выбора в пользу покупки ценных бумаг в большинстве случаев обусловлена более высоким размером оцениваемого инвестиционного вычета в данном случае: до 3 млн. рублей дохода ежегодно в случае инвестирования в ценные бумаги против 2 млн. рублей один раз в жизни в случае инвестирования в недвижимость. Существует также не поддающийся оценке (в привязке к размеру получаемого чистого дохода) объем льготы по инвестициям в недвижимость, реализуемой в том случае, если владение недвижимостью продолжалось не менее 5 лет (в отдельных случаях – 3 лет), и состоящей в освобождении от налогообложения налогом на доходы физических лиц.

Все процедуру выбора варианта инвестирования сбережений домохозяйств можно представить в схематическом виде (см. рисунок 1).

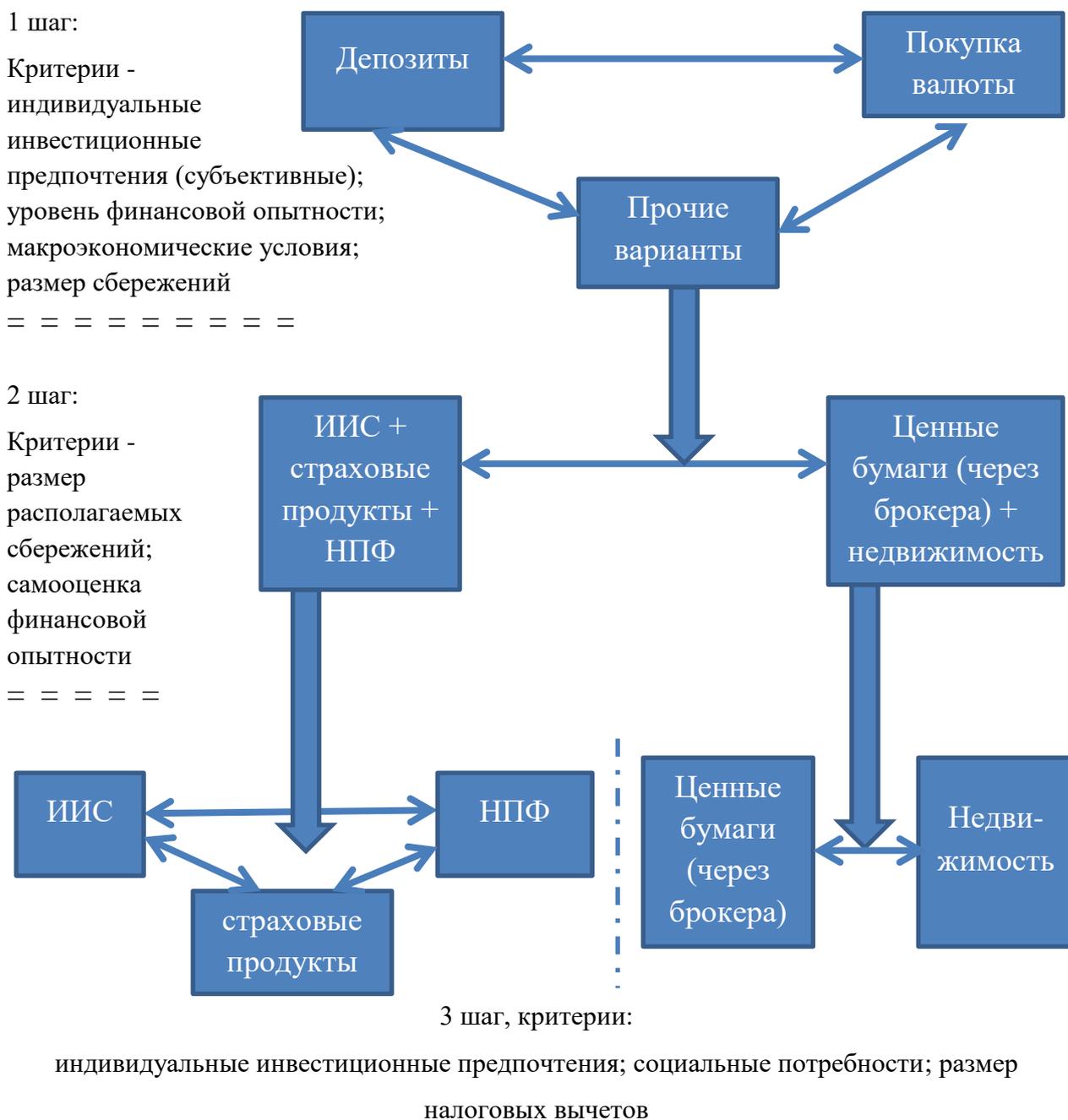


Рисунок 1 - Схема последовательного выбора вариантов инвестирования сбережений домохозяйств

Если оценивать эффективность сложившейся в России системы налогового стимулирования инвестиций домохозяйств в финансовые инструменты, то необходимо отметить, что налоговые стимулы играют в этом плане достаточно пассивную роль. Налоговые аспекты значимы на втором шаге выбора, так как влияют на выбор между двумя расходящимися цепочками вариантов (в силу различия в размерах доходов, по которым предоставляются льготы). Однако они малозначимы на третьем шаге - для

выбора между ИИС, страховыми продуктами и НПФ (в силу одинаковости применяемой льготы; различается только размер льготы, предопределяя рациональное распределение инвестиций между данными вариантами пропорционально размера льготы).

2.3. Предложения по совершенствованию налогового стимулирования домохозяйств к инвестированию в финансовые инструменты

Нужно четко понимать, что налоговые льготы (как и большинство финансовых льгот) могут воздействовать только на одну характеристику потенциальных инвестиций домохозяйств, а именно – на уровень доходности планируемой инвестиции. Другая характеристика (в условиях эффективного рынка являющаяся зеркальным отражением первой) – уровень риска по инвестиции – не поддается корректировке с помощью налоговых льгот. Поэтому применение налоговых льгот в отношении тех или иных направлений инвестирования домохозяйств целесообразно только в случае необходимости изменения уровня конечной доходности для домохозяйства того или иного направления инвестирования относительно другого направления.

Применительно к инвестициям домохозяйств классические модели оценки того или иного финансового актива, основанные на предположениях о рациональности инвесторов, работают крайне плохо. В данном случае, кроме доходности и риска, существует не менее важный фактор принятия инвестиционных решений, - индивидуальные инвестиционные предпочтения, носящие сугубо субъективный характер (хотя они и зависят от массовых стереотипов). Более того, в ситуации инвестирования домохозяйств сами параметры доходности и риска заменяются на субъективную оценку этих параметров потенциальным инвестором. Этот инвестор в большинстве случаев не является достаточно квалифицированным, и поэтому такая субъективная оценка доходности и риска может весьма далеко отстоять от фундаментально обусловленных оценок данных параметров.

Важнейшим качеством субъективных оценок доходности и риска потенциальной инвестиции является их инерционность. Недвижимость достаточно давно уже стала в России низкодходным объектом инвестирования, но массовое сознание до сих пор предполагает в своих оценках будущих инвестиций высокую доходность вложений в недвижимость. Поэтому принятие решений о введении или отмене налоговых льгот должно учитывать фактор запаздывающей реакции населения на изменившиеся в реальности параметры доходности того или иного инструмента инвестирования.

Абсолютно корректно сопоставить различные льготы, применяемые к различным вариантам организации сбережений населения, в количественном плане невозможно. Как

было показано, на первом и третьем шагах выбора варианта размещения сбережений домохозяйства пользуются преимущественно неформализуемыми методами, основанными на субъективных оценках. Поэтому при разработке предложений по совершенствованию налоговых стимулов необходимо опереться, во-первых на сложившуюся систему налоговых стимулов, и во-вторых, на сопоставление размеров дополнительных доходов (или сбереженных затрат, в т.ч. на налоговые платежи) домохозяйств при различных вариантах инвестирования.

Сложившаяся структура стимулов инвестиционной деятельности домохозяйств, по крайней мере, имеет своим соответствием то распределение сбережений населения между различными направлениями инвестирования, которое фиксируется статистическими методами и инструментами (в первую очередь - балансом денежных доходов и расходов населения). Изменяя структуру льгот, мы сможем увидеть реакцию домохозяйств на эти изменения.

Сопоставление получаемых домохозяйствами выгод (вследствие применения ими налоговых льгот) может быть напрямую привязано к целям государственной политики в области стимулирования инвестирования домохозяйств, сформулированным в терминах приоритетов развития того или иного направления инвестирования. Так, например, если требуется увеличить объем инвестирования домохозяйств в ценные бумаги при сохранении или снижении объема инвестирования в недвижимость, то естественным решением в данном случае будет увеличение льгот по инвестициям в ценные бумаги относительно льгот по инвестированию в недвижимость. При этом необходимо учитывать, что часть дополнительных доходов от инвестирования в недвижимость домохозяйства получают не только в виде законных льгот, но и за счет незаконных занижений оценки недвижимости при проведении операций с ней. В ситуации, когда часть этих незаконных доходов будет пресечена, привлекательность инвестирования в недвижимость сократится и без какого-либо изменения налоговых льгот по данному направлению инвестирования.

Если мы хотим сократить количество инвестиций домохозяйств с повышенным уровнем риска, следует увеличивать объем льгот по инвестициям в надежные (низкорискованные) инструменты инвестирования по сравнению с льготами при инвестировании в более рискованные инструменты. И наоборот, если необоснованно высокая доля сбережений населения концентрируется в высоконадежных инструментах, требуется относительное увеличение льгот в отношении более рискованных инвестиций.

То же самое касается управления временным горизонтом инвестирования. Если стоит задача увеличить дюрацию инвестиций домохозяйств, требуется постепенно нарастить размер льгот для наиболее длинных инвестиций относительно более краткосрочных. Так, как представляется, после введения льгот для инвестирования в ценные бумаги на срок более 3 лет следующим шагом должно стать не увеличение размера льготуемых инвестиций на срок более 3 лет, а введение дополнительных льгот для инвестирования на срок 5 или 7 лет. Такими дополнительными льготами могут быть, например, увеличение объема льготуемых инвестиций со сроком держания 5 и более лет по сравнению с инвестициями на срок 3 года и более (от 3 до 5 лет).

Для увеличения вовлечённости населения в финансовый рынок стимулы должны быть более существенными, особенно в части «длинных» инвестиций в пенсионное страхование и страхование жизни, поскольку такие инвестиции положительно сказываются на экономике, в отличие от «коротких» или спекулятивных. В целях повышения срочности инвестиций домохозяйств в финансовые инструменты, следует разработать более гибкие условия по налоговым вычетам в зависимости от объёмов и сроков инвестирования, как это существует в других странах, где долгосрочные инвестиции зачастую полностью исключаются из-под налогообложения, как и средства, направляемых на страхование жизни и пенсионное страхование.

Налоговые льготы по инвестициям домохозяйств в различные финансовые продукты и инструменты в настоящее время (вследствие сложившейся системы налоговых льгот) являются инструментом изменения пропорций между:

- ИИС, страховыми продуктами и отчислениями в НПФ;
- инвестициями в ценные бумаги через брокера и вложениями в недвижимость.

В рамках пропорций между данными направлениями инвестиций домохозяйств желательными являются следующие изменения:

- повышение доли инвестиций в продукты страхования жизни и в НПФ;
- повышение инвестиций в ценные бумаги, осуществляемые через брокера, по сравнению с инвестициями в недвижимость.

Но в данном случае необходимо учитывать следующие дополнительные обстоятельства:

- ИИС как инструмент организации долгосрочного инвестирования домохозяйств зарекомендовал себя исключительно хорошо, в связи с чем нецелесообразно стимулировать снижение его доли в структуре сбережений населения;

- учитывая инерционный характер реакции домохозяйств (в части изменения их инвестиционных предпочтений) на произошедшие изменения в параметрах риск/доходность по инвестициям в недвижимость, в ближайшей перспективе следует ожидать перераспределения инвестиций в пользу ценных бумаг за счет сокращения инвестиций в недвижимость, поэтому дальнейшее повышение привлекательности инвестиций в ценные бумаги через брокеров следует осуществлять с осторожностью;

- объем инвестиций в ценные бумаги через брокеров в гораздо большей степени связан не с параметрами доходности, а с параметрами риска: частные инвесторы опасаются инвестировать в ценные бумаги без наличия механизмов гарантирования инвестиций;

- сроки инвестирования в ценные бумаги, как показала практика внедрения инвестиционных налоговых вычетов, чувствительны к таким налоговым льготам.

Опираясь на вышеизложенное, предлагаем не проводить комплексную реформу налогового стимулирования инвестиционной деятельности домохозяйств, а провести постепенные точечные изменения, повышающие эффективность системы такого стимулирования:

1) Установить единый совокупный предел ежегодных налоговых вычетов для тех категорий инвестиционных продуктов для населения (ИИС, полисы страхования жизни, отчисления в НПФ), по которым в настоящее время такие вычеты предусмотрены, в размере 600 тысяч рублей. При этом внутри данного предела в отношении каждого отдельного инвестиционного продукта из перечисленных предел не устанавливается, налоговый вычет может колебаться от 0 до 600 тысяч рублей, главное, чтобы суммарно налоговые вычеты по всем трем инструментам не превысили этой величины. Тем самым будут повышены пределы вычетов на каждый из трех инвестиционных продуктов, но сумма вычетов по трем продуктам – снижена. Между этими тремя продуктами может осуществляться максимально свободная конкуренция за деньги домохозяйств, что заставит участников всех трех систем повышать качество своих услуг.

2) Установить дополнительный налоговый вычет (размер должен обсуждаться и обосновываться отдельно) для инвестиций в ИИС, полисы страхования жизни, отчисления в НПФ, при условии продолжительности инвестиций на более длительный срок – например, не менее 7 лет.

- 3) Рассмотреть вопрос о включении в перечень инвестиционных продуктов для населения, по которым действуют налоговые льготы в виде налоговых вычетов, открытые паевые инвестиционные фонды (ОПИФ).
- 4) Установить дополнительный инвестиционный вычет в 1 млн. рублей в год для инвестиций в ценные бумаги, осуществляемые через брокера, при условии держания этих ценных бумаг не менее 5 (или 7) лет.
- 5) В качестве альтернативного варианта предусмотреть освобождение от налогообложения доходы физических лиц, получаемые в виде дивидендов и процентов по эмиссионным ценным бумагам, после 5 лет их непрерывного нахождения в собственности таких лиц.
- 6) Предусмотреть снижение ставки НДФЛ на суммы страховых взносов, внесённые работодателем, в зависимости от их размеров и для срока от трёх лет для заключенного договора добровольного страхования жизни;
- 7) Предусмотреть снижение ставки НДФЛ на суммы взносов в НПФ по пенсионным договорам, заключённым организациями или иными работодателями в пользу работников.

Данные меры могут одновременно содействовать долгосрочным инвестициям в экономику и увеличивать благосостояние домохозяйств в долгосрочном периоде. Кроме того, данные меры соответствуют общепринятой мировой практике, в которой налоговые преференции для пенсионного страхования и страхования жизни являются самыми распространёнными вариантами налогового стимулирования, и где, кроме того, поощряется долгосрочное владение финансовыми инструментами, особенно теми, которые дают наиболее значимый эффект в части увеличения долгосрочных инвестиций в экономике. В совокупности с иными стимулирующими неналоговыми механизмами (преимущественно институционального характера), облегчающими доступ домохозяйств к различным инструментам финансового рынка, а также снижающими нерыночные риски, такие меры могут положительно отразиться на всей экономике в целом и расширить возможности для увеличения благосостояния каждого отдельного домохозяйства.

Глава 3. Анализ первых результатов применения индивидуальных инвестиционных счетов в России и предложения по расширению сферы их применения

Важнейшим элементом системы налогового стимулирования инвестиций домохозяйств в финансовые активы в России стал механизм индивидуальных инвестиционных счетов (ИИС), который начал функционировать с 1 января 2015 года. Данный механизм был разработан на основе существующего мирового опыта (прежде всего, опыта США в части счетов IRA и других аналогичных механизмов), но в соответствии с российской спецификой, включая специфику инвестиционного поведения российских домохозяйств.

В настоящей работе предпринята попытка собрать воедино различные характеристики развития системы ИИС в России. Основные показатели развития системы ИИС приведены в таблице 1.

Таблица 1 - Показатели развития системы ИИС в России

	2015	2016	II квартал 2017	2017	II квартал 2018
Количество открытых ИИС, тыс. ед.	88,9	195,2	231,3	302,0	366
Количество активных ИИС, тыс. ед.	17,1	63,8	88	118,3	Н.д.
Количество ИИС, ставших первым брокерским счетом инвестора, тыс. ед.	22	67	91	141	193
Доля впервые пришедших инвесторов, % от общего количества открытых ИИС	25	34	39	47	53
Количество уже имевших брокерский/ДУ счет, тыс. чел.	67	128	140	161	173
Оборот ИИС во вторичных торгах, млрд. руб.	5 667,5	22 129,2	19 752,4 (*)	Н.д.	Н.д.
Доля ИИС в обороте акций на Московской бирже, % (**)	0,79	2,63	3,52	4,06	4,8
Доля ИИС в обороте облигаций на Московской бирже, % (**)	1,04	1,65	0,76	1,08	0,91
Доля активных ИИС в общем количестве открытых ИИС, %	19,2	32,7	38,0	39,2	Н.д.
Доля ИИС в общем количестве открытых ИИС, по которым не менее 1 сделки в месяц, %	9,92	7,88	17,1	20,3	17,3
Объем активов на ИИС, млрд. руб.	7,5	20,0	Н.д.	51,2	Н.д.

Количество профессиональных участников рынка ценных бумаг, открывающих клиентам ИИС	Н.д.	102	Н.д.	112	Н.д.
---	------	-----	------	-----	------

Примечания: (*) – за первые два квартала года; (**) - за последний квартал периода.

Источники: Банк России ([26], [27]); НАУФОР ([28], [29], <http://www.naufor.ru/tree.asp?n=15236>); Московская биржа ([30], <https://www.moex.com/n20652/?nt=106>).

До последнего времени не проводилось комплексного анализа основных результатов внедрения механизма ИИС. Вместе с тем Московская биржа вместе с Национальной ассоциацией участников фондового рынка (НАУФОР) проводит регулярный мониторинг основных показателей данного сегмента рынка, основанный не только на официальной отчетности и торговой статистике, но и на опросах владельцев ИИС и профессиональных участников рынка ценных бумаг, оказывающих услуги по открытию и ведению ИИС. Банк России также проводит анализ данного сегмента рынка, в значительной мере опирающийся на результаты мониторинга Московской биржи и НАУФОР. При этом пока еще не сложилось единой методики такого мониторинга, и отдельные показатели рассчитываются Банком России иным способом, нежели они рассчитываются в рамках мониторинга Московской биржи и НАУФОР.

Общее количество зарегистрированных на Московской бирже ИИС по состоянию на 20 ноября 2018 года достигло 502 тысяч. Свыше 55% (279 тыс.) счетов открыты новыми частными инвесторами, которые никогда не имели брокерских счетов, или счетов доверительного управления ценными бумагами [31].

Роль ИИС в привлечении на рынок финансовых инструментов новых домохозяйств обращает на себя особое внимание. Собираемая Московской биржей и Национальной ассоциацией участников фондового рынка (НАУФОР) информация о параметрах рынка услуг по открытию и ведению ИИС позволяет вычлнить среди всей массы инвесторов, открывающих ИИС, тех, кто ранее не присутствовал на рынке в качестве клиентов брокерских и/или управляющих компаний. Доля вновь пришедших на рынок среди всех владельцев ИИС устойчиво растет: если по итогам 2015 года таких было 25%, то по итогам 2-го квартала 2018 года уже большинство (53%) владельцев ИИС – это люди, для которых открытый ИИС стал первым брокерским счетом или счетом доверительного управления ценными бумагами.

Более того, к середине 2018 года вновь приходящие инвесторы остались единственной группой открывающих ИИС, которые задают высокие темпы роста количества открытых счетов. Прирост лиц, уже имевших брокерский счет или счет

доверительного управления ценными бумагами, стабилизировался на уровне 33 тысячи человек в год. Именно настолько приросло количество лиц данной категории среди владельцев ИИС как за период с конца 2016 года по начало 2017 года, так и за период с конца 2-го квартала 2017 года по конец 2-го квартала 2018 года. Такая ситуация ставит вопрос о необходимости совершенствовать стимулы к открытию ИИС по двум направлениям:

- увеличить перечень стимулов открытия ИИС для лиц, уже являющихся клиентами брокерских и управляющих компаний;

- формировать расширенный пакет возможностей, связанных с ИИС, для тех лиц, которые задумываются о переводе части сбережений из банковских депозитов, иностранной валюты и недвижимости в финансовых инструментах.

В данном случае, как представляется, соответствующими решениями, лежащими в рамках этих двух направлениях, являются:

- увеличение размера налоговых льгот, увязанное с увеличением длительности держания активов, купленных посредством ИИС;

- внедрение специализации ИИС, позволяющей учесть более широкий спектр инвестиционных потребностей домохозяйств.

Важной структурной характеристикой рынка ИИС является разбиение его на два сегмента в зависимости от природы договора, в соответствии с которым открывается ИИС. ИИС может быть открыт на основании договора на брокерское обслуживание или на основании договора доверительного управления. Результаты анализа рынка ИИС в разбивке по брокерским ИИС и ИИС доверительного управления приведены в таблице 2.

Таблица 2 - Основные характеристики ИИС, в разбивке по брокерским ИИС и ИИС доверительного управления

Показатели	2016 г.	2017 г.
Брокерские ИИС		
Размещенные активы, млрд. руб.	Н.д.	32,7
Приток денежных средств, млрд. руб.	8,8	18,7
Размер среднего ИИС, тыс. руб.	313	463
Доля самостоятельно управляемых ИИС, %	75	84
Доля пассивно управляемых (*) ИИС, %	25	16
ИИС доверительного управления (ДУ)		
Размещенные активы, млрд. руб.	Н.д.	10,7
Приток денежных средств, млрд. руб.	1,4	8,5

Размер среднего ИИС, тыс. руб.	Н.д.	460
Суммарно – активы, размещенные на брокерских ИИС и на ИИС ДУ	20,0	51,2

Примечание: (*) – пассивно управляемые ИИС объединяют ИИС, управляемые клиентом методами автоследования, соответствия модельному портфелю, следования рекомендациям брокера.

Источник: [30].

Наличие двух принципиально разных вариантов управления ИИС (брокерский ИИС и ИИС ДУ) позволяет максимально полно учесть предпочтения различных категорий инвесторов (различающихся, прежде всего, по возрасту и по половому признаку). По данным Московской биржи [30], брокерские счета более активно используют мужчины (63% против 37% женщин), при этом возрастная структура владельцев брокерских счетов указывает на достаточно равномерное распределение их по возрастным группам 25 – 35 лет, 35 – 45 лет, 45 – 55 лет и свыше 55 лет. Счета доверительного управления по этим демографическим характеристикам их владельцев существенно отличаются. Во-первых, значительно чаще выбор счетов ДУ делают женщины (распределение в данной категории ИИС: 55% мужчины и 45% женщины). Во-вторых, ИИС ДУ гораздо больше привлекают старшую возрастную группу (55 лет и старше), доля которой в структуре владельцев ИИС ДУ составляет 44%.

Структура активов ИИС представлена акциями, государственными и корпоративными облигациями и биржевыми фондами. По оперативным данным Московской биржи, наибольшей популярностью среди инвестиций в ценные бумаги посредством ИИС по-прежнему пользуются акции, доля которых в портфелях ИИС на конец октября 2018 года составила 50%. На государственные облигации приходится 27,4%, на корпоративные облигации – 19,4% и на биржевые фонды – 3,2% [31]. При этом операции проводятся в основном с акциями: более 90% в суммарном объеме сделок, совершаемых с использованием средств ИИС, приходятся на акции.

Одна из причин активного развития ИИС – стабилизация процентных ставок на достаточно низком уровне. Снижение ставки рефинансирования Банка России повлекло за собой снижение коммерческими банками ставок по депозитам. Новый уровень депозитных ставок перестал устраивать значительную часть вкладчиков, которые постепенно начали переходить от депозита как основного вида организации сбережений к другим вариантам размещения сбережений.

Механизм ИИС активно принимается домохозяйствами в основном в нестоличных регионах с относительно высоким уровнем дохода населения. Лидерами по уровню проникновения ИИС по итогам 2017 года стали Ямало-Ненецкий автономный округ (0,52%), Магаданская область (0,45%), Мурманская область (0,36%), Республика Коми (0,35%), Тюменская область (0,34%) при среднем показателе по России 0,21% [30].

Как представляется, ИИС – весьма привлекательный механизм, который способен оттянуть на себя значительную часть ресурсов домохозяйств, уходящих из банковских депозитов. Учитывая, что альтернативными вариантами перетока этих ресурсов все более активно выступают различного рода финансовые пирамиды (объявляющие об инвестициях в криптовалюты и обыгрывающие другие «модные темы»), государственная политика должна быть нацелена на усиление притока сбережений населения в этот инструмент (наряду со страховыми продуктами и НПФ).

Механизм ИИС показал высокую привлекательность для частных инвесторов, особенно для тех, кто ранее не имел открытых счетов в брокерской компании или в управляющей компании. В большинстве случаев инвесторов интересует вариант вычета, который делается в начале периода инвестирования. Если этот вычет сопоставить с вариантом вычета в конце периода инвестирования, то простейшие математические расчеты укажут на более высокую выгодность «стартового» вычета в подавляющем большинстве случаев. Поэтому никаких принципиальных изменений в режим ИИС вносить не требуется.

Вместе с тем в перспективе целесообразно постепенно повышать лимит вычетов, доведя его в течение 10 – 15 лет до 1 млн. рублей в год. Наиболее разумно делать это с одновременным повышением срока, в течение которого ИИС продолжает функционировать. Так, например, рост лимита ежегодного вычета с 600 тыс. рублей до 800 тыс. рублей целесообразно осуществлять при выполнении условия функционирования ИИС (т.е. сохранения инвестиционных позиций) не менее 7 лет, а до 1 млн. рублей – не менее 10 лет.

Высокая привлекательность и технологичность ИИС заставляет поставить вопрос о расширении применения данного подхода. На наш взгляд, осуществление пенсионных накоплений с использованием технологии ИИС гораздо привлекательнее для инвестора (работника), чем проект «Индивидуального пенсионного капитала» (далее – ИПК), в связи с чем предлагается сделать технологию ИИС базовой для развития в России частных пенсионных систем. Сравнение параметров ИИС и ИПК приводится в таблице 3.

Таблица 3 – Основные параметры ИИС и проекта ИПК применительно к условной годовой зарплате 1 млн. р.

ИИС		ИПК	
Параметр	Величина (и ее расчет)	Параметр	Величина (и ее расчет)
Годовая зарплата (усл.)	1 000 000 р.	Годовая зарплата (усл.)	1 000 000 р.
Размер ресурсов, направляемых на накопление (инвестиции)	400 000 р.	Вложения в ИПК за счет средств работника	60 000 (6% от 1 млн. р.)
Налоговый вычет (вариант А)	52 000 р. (13% от 400 тыс. р.)	«Государственный финансовый стимул»	6 600 р. (22%/2 от 60 тыс. р.)
НДФЛ	78 000 р.	НДФЛ	122 000 р.
Суммарная льгота инвестора	52 000 р. (13% от 400 тыс. р.)	Суммарная льгота	14 400 р. (13% от 60 тыс. + 6 600)

Более высокая привлекательность ИИС для формирования пенсионных накоплений с точки зрения лица, формирующего ресурсы для своей будущей пенсии, связана, на наш взгляд, со следующими моментами:

- большой объем ресурсов, направляемых на накопление;
- большой размер льготы (и, соответственно, меньший размер НДФЛ), т.е. более выгодное распределение значительного денежного ресурса между инвестором (работником) и государством.

Следует отметить, что последнее обстоятельство может служить дополнительным субъективным стимулом. Налоговый вычет «на входе» совершенно четко выделяется и может восприниматься в качестве «подарка от государства», в то время как т.н. «государственный финансовый стимул» скрыт в бухгалтерских проводках, и его будущий пенсионер не видит в качестве отдельного составляющего элемента налоговой льготы.

Вместе с тем, существует и другой взгляд на приведенное в таблице 3 сопоставление параметров ИИС и ИПК. С этой точки зрения ИПК может выглядеть более привлекательно, так как соотношение льготы и накапливаемых ресурсов в данном проекте выше, чем в случае применения ИИС с вариантом вычета «А» (24% против 13%).

Следует также обосновать использование в качестве условного примера достаточно высокой (в сравнении со средней зарплатой) зарплаты в 1 млн. рублей. Как

представляется, в целом накопительный элемент пенсионной системы ориентирован на лиц с существенно более высокими доходами, уровень которых позволяет им без ущерба для текущего потребления осуществлять накопления, в том числе в пенсионных целях. Для лиц с меньшими уровнями доходов основным элементом пенсионного обеспечения останется, при прочих равных условиях, страховая компонента пенсионного обеспечения.

Вопрос о социальной справедливости при предоставлении налоговых вычетов на достаточно большие суммы, инвестируемые на длительные сроки, на наш взгляд, должен решаться в компромиссе с вопросом о значимости длинных денег для экономики России. В условиях санкций, фактически закрывших доступ значительной части российских реципиентов инвестиций к долгосрочным инвестиционным ресурсам на мировых рынках капитала, ценность сбережений населения как источника долгосрочных инвестиций существенно возрастает. Предоставление значительных льгот для стимулирования существенного увеличения интенсивности потока долгосрочных инвестиций от домохозяйств в реальный сектор экономики является совершенно оправданным.

Предложение сделать механизм ИИС базовым для развития специализированных «пенсионных ИИС» не означает призыва отказаться от реализации проекта ИПК. Вместе с тем следует заметить, что, по-видимому, данный проект стал все менее активно продвигаться его инициаторами. В «Основных направлениях развития финансового рынка Российской Федерации на период 2019 – 2021 годов» об ИПК упоминается крайне мало, хотя он продолжает характеризоваться как ключевой элемент программы по формированию «длинных денег» [32]. Однако в «Основных направлениях...» нет более или менее детального описания данного проекта, которое присутствовало в подготовленной годом ранее презентации МФ и Банка России «Концепция модернизации накопительной части пенсии» [33]. В любом случае наличие ряда альтернативных вариантов формирования пенсионного капитала будет способствовать повышению эффективности данных вариантов и, соответственно, улучшению условий формирования пенсионного капитала для будущих пенсионеров.

В случае реализации программ «пенсионных ИИС» естественным шагом, повышающим привлекательность этого механизма в качестве механизма пенсионного накопления, является предоставление лицу, открывшему ИИС, при выходе на пенсию, получать выплаты без удержания налога на доходы физических лиц (при сохранении «стартового» налогового вычета). Такая дополнительная льгота может быть обусловлена как минимум, двумя критериями: а) накопление не менее 10 лет; б) переход в статус пенсионера. При этом в «пенсионные ИИС» могут быть трансформированы и ИИС,

предусматривающие налоговый вычет после окончания срока инвестирования. В этом случае целесообразно рассмотреть вариант возвращения из бюджета пенсионеру всех ранее осуществленных налоговых выплат с сумм, которые были инвестированы через «пенсионный» ИИС.

Необходимость предусмотреть налоговые вычеты как «на входе», так и «на выходе» инвестиционного процесса, осуществляемого в целях формирования пенсионных накоплений, связана с наличием возможности формировать пенсионное обеспечение посредством вкладов в негосударственные пенсионные фонды. Последние предполагают как наличие налоговых вычетов «на входе» (в настоящее время – в размере 120 тыс. рублей в год), так и отсутствие налогообложения пенсионных выплат «на выходе». Поэтому в противном случае «пенсионные ИИС» окажутся неконкурентными по сравнению с существующими альтернативами в виде взносов в НПФ.

Безусловно, к составу портфеля «пенсионных ИИС» должны предъявляться дополнительные требования, обеспечивающие снижение рисков ликвидности по мере приближения к возрасту выхода на пенсию и, соответственно, к моменту начала пенсионных выплат.

Создание на базе механизма ИИС нового механизма формирования пенсионных накоплений фактически возвращает данный механизм к его исходной точке – ведь российские ИИС были созданы в значительной мере «по образу и подобию» льготированных пенсионных накопительных счетов, успешно применяемых в США и некоторых других странах.

Привлекательность ИИС заставляет поставить вопрос еще шире. Предлагается осуществить в перспективе расширение сферы применения индивидуальных инвестиционных счетов (ИИС) за счет внедрения различных целевых ИИС (не только пенсионных, но и медицинских и образовательных), предусматривающих дополнительные налоговые льготы в случае соответствия накоплений целевым критериям. Однако формирование концепции таких инструментов требует отдельного исследования.

Глава 4. Экономическая модель компенсационного фонда в России

4.1. Зарубежный опыт формирования компенсационных фондов и компенсационных систем

Компенсационные фонды и/или системы существуют во многих странах мира, как с развитыми, так и с развивающимися финансовыми рынками.

В *США* функционирует компенсационный фонд корпорации по защите прав инвесторов в ценные бумаги (Securities Investor Protection Corporation - SIPC), который был создан в 1970 году. Целевой уровень фонда был установлен в уставе SIPC, он увеличился с первоначального целевого показателя в 150 миллионов долларов в 1970 году до нынешнего целевого показателя в 2,5 миллиарда долларов. Целевой уровень – это тот уровень, ниже которого размер данного фонда снижаться не может. В случае если такое снижение происходит, члены SIPC перечисляют определенный процент от их доходов для восполнения размера фонда до целевого уровня. Компенсационный фонд SIPC также имеет кредитную линию в размере 2,5 млрд. долларов США в казначействе США. По состоянию на 31 декабря 2017 года размер компенсационного фонда Корпорации по защите прав инвесторов в ценные бумаги составляет 2 млрд. 946 млн. долл. США [34].

Компенсационный фонд SIPC был создан одновременно с самой Корпорацией по защите прав инвесторов в ценные бумаги, которая была учреждена Конгрессом США в соответствии с Законом о защите ценных бумаг в форме некоммерческой членской корпорации. Она контролирует ликвидацию профессиональных участников рынка ценных бумаг в тех случаях, когда брокер-дилер является банкротом или сталкивается с финансовыми проблемами, а достаточные для разрешения этих проблем активы отсутствуют. При ликвидации брокера-дилера SIPC и назначенный судом доверительный управляющий работают над тем, чтобы как можно быстрее возвращать ценные бумаги и денежные средства клиентам. В пределах своих возможностей и ограничений SIPC ускоряет возврат отсутствующей клиентской собственности, защищая каждого клиента на сумму до 500 000 долларов США, суммарно за утраченные ценные бумаги и денежные средства (включая лимит в размере 250 000 долларов США на денежные средства).

Не каждый инвестор и не каждая финансовая операция защищается SIPC, но в целом не менее 99 процентов лиц, имеющих право на защиту своих инвестиций в ценные бумаги, вернули утраченное с помощью SIPC. С момента своего создания Конгрессом в 1970 году по декабрь 2017 года SIPC выделил 2,8 млрд. долл. США для того, чтобы обеспечить возмещение потерь в размере 138,7 млрд. долл. США активов для примерно 773 000 инвесторов.

По данным Банка России, «формирование компенсационного фонда SIPC происходит за счет взносов его участников, размер которых на 2017 г. составляет 0,0015% от чистого операционного дохода каждого члена SIPC (но не менее 150 USD)» [27, с. 10]. Четкого указания на этот факт на сайте SIPC нет, там описана несколько иная процедура пополнения фонда членами Корпорации: задействование средств брокеров-дилеров

возникает только в тех случаях, когда размера компенсационного фонда падает ниже целевого уровня (в том числе в тех случаях, когда принимается решение о повышении данного уровня). В остальное время основными источниками формирования компенсационного фонда выступают проценты по государственным ценным бумагам США, купленные SIPC, которые депонируются в компенсационном фонде.

В *Великобритании* существует Компенсационная программа в сфере финансовых услуг (Financial Services Compensation Scheme - FSCS). FSCS представляет собой единую компенсационную систему на различных сегментах финансового рынка и действует в отношении банков, жилищных накопительных кооперативов, кредитных кооперативов, страховых компаний и страховых брокеров, инвестиционных фирм, финансовых консультантов и ипотечных брокеров [27, с. 10].

FSCS независима от правительства и от финансовой индустрии; она была создана в соответствии с Законом о финансовых услугах и рынках 2000 года, вступившим в силу 1 декабря 2001 года. FSCS обладает уставным фондом, сформированным в соответствии с законодательством Великобритании, который может расходоваться лишь в крайнем случае для компенсации потерь клиентов лицензированных фирм на рынках финансовых услуг. Это означает, что FSCS может выплачивать компенсацию, если финансовая фирма не может или, возможно, не сможет, оплатить свои обязательства и выставленные против нее претензии. FSCS финансируется за счет отчислений от доходов, полученных в результате предоставления финансовых услуг, перечень которых специально определен. Размеры компенсаций различаются в зависимости от категории защищаемого лица, от категории финансового посредника и, в рамках отдельных финансовых услуг – от вида требований. Пределы компенсаций на 1 человека в размере 85 тыс. фунтов установлены для клиентов банков и страховых обществ, кредитных союзов, пенсионных институтов; в размере 50 тыс. фунтов – для клиентов инвестиционных фирм, компаний по управлению на рынках долговых обязательств, бенефициаров эндаумент-фондов, финансовых посредников в области домашних финансов. Для клиентов страховых компаний и других институтов рынка страховых услуг устанавливается 100% или 90% выгоды или платежей клиентов, в зависимости от категорий страховых продуктов [35].

Средства компенсационного фонда формируются за счет взносов лицензированных финансовых организаций, при этом размер взносов зависит от категории лицензии (самые высокие лимиты взносов установлены для депозитных банков, самые низкие – для компаний по управлению на рынках долговых обязательств).

Любая компания во **Франции** в качестве условия получения лицензии на осуществление какого-либо вида финансовых услуг должна стать участником Фонда гарантирования сбережений при несостоятельности финансовых институтов (Fonds de garantie des dépôts et de resolution- FGDR) и уплачивать взносы в FGDR.

Французский подход к формированию компенсационного фонда интересен тем, что в рамках одной организации оказались фактически объединены три гарантийных фонда: 1) собственно компенсационный фонд; 2) фонд страхования депозитов; 3) фонд гарантирования обязательств по облигациям. На 31 декабря 2016 года Fonds de Garantie des Dépôts et de Résolution насчитывал 530 членов, многие из которых участвуют в нескольких программах. Если рассматривать эти программы (механизмы, фонды) отдельно, то они характеризуются следующими количествами участников: фонд страхования депозитов - 404 участника, фонд компенсации инвесторов - 325 членов, фонд гарантирования исполнения обязательств эмитентов облигаций: 344 члена [36]. Кроме того, участником данной системы с недавних пор стал также Национальный фонд оздоровления (National Resolution Fund).

По состоянию на 31 декабря 2016 года капитал FGDR составлял 3,6 млрд. евро. Суммарный капитал FGDR состоит из фонда гарантирования депозитов в размере 3,4 млн. евро, компенсационного фонда инвесторов в размере 153 миллиона евро, фонда гарантирования исполнения обязательств эмитентами облигаций в размере 38 млн. евро и Национального фонда оздоровления в размере 15 млн. евро [36].

FGDR осуществляет компенсационные выплаты клиентам финансовых организаций, действующих на рынке ценных бумаг, в том случае, если финансовая организация не способна вернуть своим клиентам их ценные бумаги или финансовые инструменты – акции, облигации, опционы, свопы, другие финансовые контракты. Максимальный размер компенсации на человека составляет 70 000 EUR [27, с. 11].

В **Гонконге** к настоящему времени сложилась полноценная национальная компенсационная система, включающая несколько компенсационных фондов, между которыми происходит взаимный перелив средств. В 2003 году учрежден Фонд компенсаций инвесторам (Investor Compensation Fund) в целях выплаты компенсаций инвесторам (вне зависимости от их резидентной принадлежности), потерпевшим убытки в результате нарушений со стороны лицензированных финансовых посредников при проведении операций с финансовыми инструментами, торгуемыми на Гонконгской бирже. Лимит выплат из фонда установлен на уровне 150 тыс. гонконгских долларов. По состоянию на конец 2015 года размер данного фонда, используемого для компенсаций на

рынках финансовых инструментов Гонконга, достиг 2,2 млрд. долл. США [37, p. 42]. Кроме него также функционируют Объединенный биржевой компенсационный фонд (Unified Exchange Compensation Fund) и Компенсационный фонд товарной биржи (Commodity Exchange Compensation Fund). Эти фонды существовали до учреждения Investor Compensation Fund, представляя собой компенсационные схемы, учрежденные и администрируемые Гонконгской биржей.

В качестве основного источника формирования Фонда компенсаций инвесторам используется специальный сбор на компенсации инвесторам (Investor Compensation Levy), взимаемый с операций с финансовыми инструментами, торгуемыми на бирже (ставка сбора составляет 0,002% с суммы каждой сделки, уплачивается как покупателем, так и продавцом). Кроме того, используются также доход от размещения средств фонда на банковских депозитах; трансферы от других национальных компенсационных фондов, приведенных выше.

Вопросами управления Фонда компенсаций инвесторам занимается специальная компания (The Investor Compensation Company Limited - ICC), находящаяся в полной собственности Комиссии по ценным бумагам и фьючерсам.

В *Kumae* в 2005 году начал работу Фонд защиты прав инвесторов на рынке ценных бумаг (SIPF) с оплаченным капиталом в размере 6,3 млрд. юаней (по курсу на тот момент – 0,8 млрд. долл.) под управлением Китайской корпорации по защите инвесторов [38, с. 299]. Председатель совета директоров данной корпорации утверждается Госсоветом (Правительством КНР) на основе представления финансового регулятора - Комиссии по регулированию рынка ценных бумаг.

В качестве источников формирования доходов Фонда были назначены [39]:

- 20% комиссионных доходов фондовых бирж;
- от 0,5% до 5% операционных доходов профессиональных участников рынка ценных бумаг;
- процентные доходы по денежным средствам, временно заблокированным на период проведения подписки на акции и конвертируемые облигации;
- выручка от продажи компаний, прошедших процедуру банкротства;
- пожертвования китайских и иностранных физических и юридических лиц.

В структуре доходной части бюджета Фонда ведущая роль принадлежит взносам профессиональных участников рынка ценных бумаг [40, С. 144], однако можно заметить, что кроме этой статьи дохода существуют и многие другие статьи, в совокупности позволяющие обеспечить устойчивую финансовую модель функционирования фонда.

В *Индии* на формирование компенсационных фондов оказала влияние весьма своеобразная архитектура инфраструктуры индийского финансового рынка. Индийская модель компенсационных фондов предполагает создание при каждой из крупнейших фондовых бирж своего отдельного компенсационного фонда. Деятельность данных фондов регламентирована руководством, утвержденным министерством финансов [38, с. 279].

Компенсационный фонд при Бомбейской фондовой бирже составляет 6,5 млрд. рупий, компенсационный фонд при Национальной фондовой бирже Индии – 5,9 млрд. рупий (по состоянию на 31 марта 2014 года).

Компенсационный фонд при Бомбейской фондовой бирже формируется за счет следующих источников [41]:

- взносы членов биржи в размере 0,00001% от их валового оборота;
- взносы биржи в размере 1% от биржевой комиссии за листинг;
- средства, уплачиваемые нарушителями законодательства о предотвращении манипулирования рынком, в соответствии с решением регулятора;
- доходы от инвестирования средств фонда.

Данный фонд управляется доверительным управляющим, выбранным биржей. Максимальный размер каждой компенсации, которая может быть выплачена из средств фонда, составляет 1,5 млн. рупий.

В настоящее время в Индии ставится вопрос о создании централизованного компенсационного фонда, который бы находился под контролем регулятора рынка [42].

В *Бразилии* существует похожая система, в которой компенсационные фонды создаются биржами. Выплата компенсаций производится только по убыткам, полученным клиентами фирм-членов биржи в результате невыполнения или некорректного выполнения поручений клиентов, поставки недействительных ценных бумаг, операционных ошибок и т.д. Источниками финансирования компенсационных фондов являются взносы членов биржи, которые складываются из части членских взносов, а также ежемесячных специальных выплат, осуществляемых членами биржи, размер которых определяется в соответствии с правилами биржи. В данном случае биржа сознательно идет на снижение своих поступлений от членских взносов, обеспечивая формирование компенсационного фонда.

В *Южной Африке* в соответствии с законом о контроле за деятельностью фондовой биржи Йоханнесбургская фондовая биржа управляет гарантийным фондом и страховым фондом. Гарантийный фонд (JSE Guarantee Fund) образован для

удовлетворения исков по обязательствам брокеров, работающих с ценными бумагами, если такая ответственность возникает вследствие купли-продажи ценных бумаг от имени клиентов. Страховой фонд предназначен для самой биржи и для фирм-членов биржи в случае хищения или подделки ценных бумаг, кражи денег, ценных бумаг, доходов, а также для страхования брокерской фирмы от хищения и подделок ценных бумаг [43].

Целевой уровень гарантийного фонда установлен в размере 50 млн. рэндов. В случае, если размер гарантийного фонда снижается ниже целевого уровня, управляющий фондом направляет членам биржи требование об осуществлении взносов в целях восстановить фонд на целевой уровне. Активы гарантийного фонда могут инвестироваться в определенные группы финансовых инструментов (деньги и денежные заменители, в облигации и долговые обязательства, в акции; в производные финансовые инструменты – только в целях хеджирования), доход от которых пополняет средства фонда [43].

На основе проведенного анализа зарубежного опыта создания и функционирования компенсационных фондов можно сделать ряд выводов и обобщений, полезных для использования при формировании компенсационного фонда в России.

Первый из таких выводов касается роли государства в формировании компенсационных фондов. Как правило, государство прямо не участвует в финансировании компенсационных фондов - как в развитых, так и в развивающихся странах. Как представляется, это связано, прежде всего, с необходимостью обеспечить полноценную независимость компенсационным фондам от любого государственного органа, а также предотвратить саму возможность конфликта интересов.

Вместе с тем государство в большинстве рассмотренных нами стран принимает участие в создании и поддержке компенсационных фондов. Такое участие принимает несколько форм, которые могут сочетаться в ряде стран.

Во-первых, государство чаще всего выступает учредителем компенсационного фонда или, по крайней мере, инициатором учреждения такого фонда. В ряде стран законодательство прямо предусматривает возможность получения лицензии на деятельность на рынках финансовых услуг условием участия лицензируемой компании в компенсационных фондах. В Китае компенсационный фонд (SIPF) является государственной компанией.

Во-вторых, и это, возможно, самая главная форма участия государства в поддержке компенсационных фондов, государство выступает в качестве последней инстанции – либо в качестве кредитора последней инстанции по отношению к компенсационному фонду,

либо в качестве гаранта последней инстанции. Использование государственных финансовых ресурсов в качестве «последнего рубежа обороны» существенно повышает доверие инвесторов к компенсационным схемам, при том, что задействовать этот ресурс, как правило, не приходится (по крайней мере, литература не предоставляет примеров действительных трат финансовых ресурсов государства на компенсацию потерь инвесторов). Из 5 стран, рассмотренных в докладе Банка России для общественных консультаций «Создание системы гарантирования на рынке ценных бумаг», в 3 странах предусмотрена возможность финансовой поддержки национального компенсационного фонда (или национальной компенсационной системы) со стороны государства. Так, в Великобритании предусмотрена возможность предоставить компенсационному фонду льготный казначейский кредит; в США предусмотрена возможность задействовать кредитную линию Казначейства США; в Канаде предусмотрена кредитная линия в двух банках на общую сумму 125 млн. долларов США [27, с. 12].

В-третьих, в ряде стран государство изыскивает возможность поддержать компенсационные фонды либо временно неиспользуемыми финансовыми ресурсами, либо финансовыми ресурсами частных структур. Особенно активно данное направление поддержки используется в Китае, и в целом это направление свойственно странам с развивающимися финансовыми рынками.

Второй вывод (обобщение) касается закономерностей структуры источников формирования компенсационных фондов. При этом необходимо отметить, что для России наиболее интересны те подходы, которые реализованы в странах, являющихся прямыми конкурентами России на мировом рынке капитала. Результаты анализа структуры доходов компенсационных фондов в этих странах приведены в таблице 4.

Таблица 4 - Источники формирования компенсационных фондов в странах-конкурентах России

Источники	Гонконг	Китай	Индия	Бразилия
Оплачивают участники индустрии в виде:				
Процент с оборота	+		+	+
Часть операционного дохода		+		+
Оплачивает биржа в виде:				
Часть комиссионного дохода		+	+	+

Участие государства в виде:				
Инвестиционный доход от размещения заблокированного эмиссионного дохода		+		
Выручка от продажи активов в ходе банкротств		+		
Штрафы			+	
Иные источники (доходы от иных участников), в том числе:				
Инвестиционный доход от размещения средств компенсационного фонда	+	+	+	+
Трансферы из других компенсационных фондов	+			
Пожертвования третьих лиц и иные источники	+	+		+

Примечание: в таблице не учитывается не прямое участие государства (в форме гарантирования обязательств фонда в случае недостаточности активов фонда).

Обращает на себя внимание использование ресурсов национальных фондовых бирж для частичного финансирования компенсационных фондов в странах, являющихся прямыми конкурентами России на мировом рынке капитала. Это характерная деталь компенсационных систем стран с развивающимися финансовыми рынками, в которых уровень доходов финансовых организаций не достиг еще пока того уровня, при котором отчисления в компенсационный фонд не становились бы угрозой для их финансовой устойчивости. Ликвидность финансовых рынков в этих странах, как правило, заметно ниже, чем в развитых странах, и уровень доходов населения не позволяет создать приток ресурсов на рынок, который бы обеспечивал возможность безболезненного отчисления его части на нужды финансирования компенсационных фондов.

Фондовые биржи являются теми институтами финансового рынка, которые, с одной стороны, прямо заинтересованы в наращивании инвестиций домохозяйств в финансовые инструменты, а во-вторых, располагают существенно большими возможностями по финансированию компенсационных фондов, чем финансовые посредники в странах с развивающимися финансовыми рынками. Прямая заинтересованность фондовых бирж в наращивании инвестиций домохозяйств в финансовые инструменты, обращающиеся на этих биржах, обусловлена тем фактом, что именно спрос домохозяйств в наибольшей степени способствует росту ликвидности рынка, и именно от ликвидности рынка (от оборота) биржи, как правило, и устанавливают свою комиссию.

4.2. Предложения по формированию компенсационного фонда в России

Среди всех нефинансовых стимулов к инвестированию сбережений домохозяйств важнейшую роль играют стимулы, снижающие риски таких инвестиций, в первую очередь нерыночные риски. Связано это с тем, что на конкурирующей части финансового рынка (в банковском сегменте) существует практика страхования вкладов, которая фактически покрывает риски недобросовестности финансовой организации. При создании аналогичного стимула в рамках сегмента небанковских финансовых организаций они станут конкурентоспособны относительно банков по уровням сопутствующих рисков финансового посредника. С этой точки зрения наиважнейшим из всех нефинансовых стимулов является создание компенсационного фонда, который бы покрывал нерыночные риски клиента небанковских финансовых организаций.

Создание компенсационного фонда в России чрезвычайно актуально в текущий момент времени. Если он будет создан, переток сбережений из банков (возникший в значительной мере в связи со снижением ставок по депозитам, т.е. это процесс ситуативный) останется на российском финансовом рынке, если нет, то эти высвобождающиеся ресурсы, скорее всего, уйдут за пределы Российской Федерации. Использование компенсационных механизмов является обязательным условием успешного привлечения сбережений населения на небанковском финансовом рынке.

Как представляется, Россия принципиально ничем не отличается от своих конкурентов на мировом рынке капитала. Напротив, ресурсы, находящиеся в распоряжении российских домохозяйств, как правило, выше, чем в странах-конкурентах. Расчеты показывают, что в относительно короткие сроки компенсационные фонды в Российской Федерации могут быть созданы. Их отсутствие в настоящее время является проявлением неэффективности государства, не заинтересованного в аккумулировании долгосрочных инвестиционных ресурсов, фактически «лежащих под ногами».

Предложения Банка России [27] и НАУФОР² по экономической модели компенсационного фонда, на наш взгляд, не способны обеспечить полноценно функционирующий компенсационный фонд в Российской Федерации. Учитывая мировую практику, мы считаем, что перечень источников формирования компенсационного фонда можно расширить, относительно этих проектов. В российских условиях такое расширение возможно, прежде всего, за счет отчислений, привязанных к объему сделок с финансовыми инструментами, обращающимися на Московской бирже, а также за счет

² Авторы знакомы с неопубликованными предложениями НАУФОР по экономической модели Компенсационного фонда.

части штрафов, накладываемых на эмитентов, финансовых организации и их должностных лиц за нарушение законодательства в области финансовых рынков. Кроме того, есть резервы пополнения компенсационного фонда за счет передачи федерального имущества, не используемого (неэффективно используемого) в хозяйственном обороте.

Необходимо отметить, что в перспективе было бы целесообразно создание единого компенсационного фонда для всех сегментов небанковского финансового рынка. Другими словами, такой компенсационный фонд должен использоваться для компенсации потерь инвесторов на рынке ценных бумаг, пайщиков ПИФов, клиентов страховых компаний и участников НПФ, полученных вследствие мошенничества или дефолта небанковских финансовых организаций. Это обеспечит минимизацию нагрузки на фонд, создаваемой как выплатой компенсаций, так и затратами на администрирование фонда. Однако в настоящее время готовность участвовать в создании компенсационного фонда явно выражена только в рамках профессиональных участников рынка ценных бумаг, объединенных в НАУФОР. Поэтому количественные расчеты основных параметров компенсационного фонда мы провели, учитывая возможность вкладов только одной категории финансовых организаций – профессиональных участников рынка ценных бумаг, осуществляющих брокерское обслуживание на рынке ценных бумаг и доверительное управление ценными бумагами.

Отчисления в фонд, привязанные к обороту, могут осуществлять как сами участники фонда, так и биржа – источник в любом счете один и тот же. Но вовлечение биржи в участие в компенсационном фонде позволит, во-первых, создать дополнительные инструменты исправления перекосов структуры оборота, сформировавшихся на Московской бирже, и, во-вторых, более быстро перейти к формированию единого компенсационного фонда для всех сегментов небанковского финансового рынка. Два существенных перекоса в структуре биржевого оборота Московской биржи:

- избыточная доля валютной торговли, которая продолжает рост в последние годы;
- запредельно высокая доля сделок репо в структуре сделок с ценными бумагами.

Кроме того, введение отчислений, привязанных к объему торговли, могут способствовать снижению рентабельности высокочастотной торговли (HFT) и, соответственно, снижению ее доли, что, в конечном счете, будет способствовать повышению стабильности финансового рынка и снижению его волатильности.

Поэтому предлагается ввести обязательные отчисления в компенсационный фонд в размере 0,0001% от оборота на валютном рынке и от оборота на рынке репо с ценными бумагами. Такая величина незначима с точки зрения влияния на ликвидность рынков и на

рентабельность инвестиционных операций на бирже. В соотношении с комиссией биржи она примерно на порядок ниже, чем по большинству тарифных планов на валютном рынке и сопоставима с большинством тарифных планов по сделкам репо.

Размер штрафов за нарушения законодательства в области финансового рынка, наложенных Банком России на поднадзорные организации и их должностные лица, не публикуется в виде агрегированной величины. Поэтому суммарную величину назначенных административных наказаний мы рассчитали на основе анализа информационных сообщений о наложении штрафов³. За 2016 год она составила 274 млн. рублей. В дальнейших расчетах мы предполагаем, что половина штрафов будет направляться в компенсационный фонд.

Расчет прогнозных коэффициентов достаточности фонда приведен в таблице 5. Расчет прогнозной величины фонда на 10-летний период, в соответствии с нашими предложениями, приведен в таблице 6.

Таблица 5 - Прогнозные коэффициенты достаточности компенсационного фонда

Год	Активы ИИС, тыс. р.	Активы всех брокерских и ДУ счетов, тыс. р.	Баланс (активы) фонда, тыс. р.	Коэффициенты достаточности, %	
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)=(4):(2)	(6)=(4):(3)
1	20 000 000	500 000 000	2 858 850	14,29%	0,572
2	40 000 000	525 000 000	4 630 089	11,58%	0,882
3	60 000 000	551 250 000	6 636 437	11,06%	1,204
4	75 000 000	578 812 500	8 902 838	11,87%	1,538
5	90 000 000	607 753 125	11 456 671	12,73%	1,885
6	100 000 000	638 140 781	14 327 978	14,33%	2,245
7	110 000 000	670 047 820	17 572 697	15,98%	2,623
8	120 000 000	703 550 211	21 232 485	17,69%	3,018
9	126 000 000	738 727 722	25 353 377	20,12%	3,432
10	132 300 000	775 664 108	29 986 241	22,67%	3,866

Рассчитано авторами.

³ http://cbr.ru/finmarkets/?PrId=supervision_adm_proc&ThemeID=13&pid=sv_secur&sid=itm_59035

Таблица 6 - Прогноз роста величины баланса компенсационного фонда в соответствии с нашими предложениями (в млн. руб.)

год	Активы на брокерских счетах и счетах ДУ	Ежегодный взнос профессиональных участников РЦБ (0,1% от базы)	Оборот на валютном рынке Московской биржи	Оборот репо с ценными бумагами на Московской бирже	Ежегодный взнос биржи (0,0001% от базы)	Штрафы за нарушение законодательства на финансовом рынке	Часть штрафов (50%), направляемых в фонд	Инвестиционный доход	Расходы на содержание оператора фонда	Баланс фонда
1	500000,0	500,0	346500000	451500000	798,0	287,7	143,9	130,0	13,0	2858,9
2	525000,0	525,0	363825000	474075000	837,9	302,1	151,0	285,9	28,6	4630,1
3	551250,0	551,3	382016250	497778750	879,8	317,2	158,6	463,0	46,3	6636,4
4	578812,5	578,8	401117063	522667688	923,8	333,0	166,5	663,6	66,4	8902,8
5	607753,1	607,8	421172916	548801072	970,0	349,7	174,9	890,3	89,0	11456,7
6	638140,8	638,1	442231561	576241125	1018,5	367,2	183,6	1145,7	114,6	14328,0
7	670047,8	670,0	464343139	605053182	1069,4	385,5	192,8	1432,8	120,3	17572,7
8	703550,2	703,6	487560296	635305841	1122,9	404,8	202,4	1757,3	126,3	21232,5
9	738727,7	738,7	511938311	667071133	1179,0	425,1	212,5	2123,2	132,6	25353,4
10	775664,1	775,7	537535227	700424690	1238,0	446,3	223,2	2535,3	139,3	29986,2

Примечания.

Показатели «Активы на брокерских счетах и счетах ДУ», «Оборот на валютном рынке Московской биржи», «Оборот репо с ценными бумагами на Московской бирже», «Штрафы за нарушение законодательства на финансовом рынке» увеличиваются ежегодно на 5%. Показатель «Инвестиционный доход» рассчитывается исходя из ежегодной доходности в 10%, применяемой к величине баланса фонда. Расходы на содержание оператора фонда в течение первых 6 лет существования фонда составляют 1% от баланса фонда, в последующие годы увеличиваются на 5% ежегодно.

Прогнозные расчеты коэффициентов достаточности активов фонда показывают, что мораторий на выплаты возмещений по ИИС вводить не требуется, начиная с самого первого года существования фонда. Мораторий на выплаты по всем брокерским счетам и счетам доверительного управления должен быть введен на первый год существования фонда; на второй и третий годы существования фонда мораторий может быть ограничен суммами возмещения, превосходящими 1,4 млн. рублей по брокерским счетам и 3 млн. рублей по счетам доверительного управления (различие уровней обусловлено как минимальностью риска дефолта по договорам доверительного управления, так и размерами среднего брокерского счета и среднего счета доверительного управления); может быть полностью снят на четвертый год.

За счет средств фонда могут быть компенсированы потери инвесторов, полученные как вследствие мошенничества, так и вследствие дефолта по обязательствам брокера перед клиентами, возникшим в результате заимствования ценных бумаг клиентов брокером. В целях минимизации риска дефолта брокера необходимо введение на уровне саморегулируемых организаций жестких стандартов пруденциального и поведенческого надзора, предупреждающих принятие брокерами избыточного риска при заимствовании ими ценных бумаг клиентов, а также ограничивающих возможности использования заимствованных ценных бумаг, в первую очередь в части кредитования кэптивных структур брокеров.

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ

- 1 Данилов Ю.А., Абрамов А.Е., Буклемишев О.В. Реформа финансовых рынков и небанковского финансового сектора. – М.: Центр стратегических разработок, июль 2017. Режим доступа: <http://csr.ru/wp-content/uploads/2017/07/Report-Financial-markets-v2-web.pdf>.
- 2 Orazio P. Attanasio, Guglielmo Weber. 2010. “Consumption and Saving: Models of Intertemporal Allocation and Their Implications for Public Policy”. NBER Working Paper № 15756. Режим доступа: <http://www.nber.org/papers/w15756>
- 3 Robert J. Shiller. 2003. From Efficient Markets Theory to Behavioral Finance. The Journal of Economic Perspectives, Vol. 17, No. 1, pp. 83-104.
- 4 Kinugasa, Tomoko, and Andrew Mason. 2007. “Why Countries Become Wealthy: The Effects of Adult Longevity on Saving”. World Development. Volume 35, Issue 1, January 2007, Pages 1-23.
- 5 HKEX Retail Investor Survey 2009. March 2009. Режим доступа: <https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Research-Reports/HKEX-Surveys/Retail-Investor-Survey-2009/RIS2009.pdf>
- 6 HKEX Retail Investor Survey 2014. Key Findings. March 2015. Режим доступа: https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Research-Reports/HKEX-Surveys/Retail-Investor-Survey-2014-Key-Findings/RIS2014_KeyFindings.pdf
- 7 World Bank. 2013. Capital for the Future: Saving and Investment in an Interdependent World. Global Development Horizons. Washington, DC: World Bank. doi:10.1596/978-0-8213-9635-3.
- 8 Boris Cournède, Oliver Denk, Peter Hoeller. Finance and Inclusive Growth. OECD Economic Policy Paper. June 2015.
- 9 Gould, David Michael, and Martin Melecky. 2017. Risks and Returns: Managing Financial Trade-Offs for Inclusive Growth in Europe and Central Asia. Washington, DC: World Bank. doi:10.1596/978-1-4648-0967-5.
- 10 Абрамов А.Е. Российский финансовый рынок: факторы развития и барьеры роста. – М.: Изд-во Ин-та Гайдара, 2017.
- 11 Данилов Ю. Роль стимулирования инвестиций в программах формирования МФЦ. // Депозитариум. 2011. № 3 (97).
- 12 Данилов Ю. Прорвать новое русло. В России назрела необходимость создать новую модель организации сбережений населения. // Вестник НАУФОР. 2011. № 8.
- 13 Гитман Л.Дж., Джонк М. Д. (1997). Основы инвестирования. Пер. с англ. – М.: Дело.

14 Ashok Vir Bhatia and Tamim Bayoumi. (2012). Leverage? What Leverage? A Deep Dive into the U.S. Flow of Funds in Search of Clues to the Global Crisis. IMF Working Paper. WP/12/162.

15 Кейнс Дж.М. Общая теория занятости, процента и денег. – М., Гелиос АРВ, 2002.

16 АЛ «Веди». 2002. Структурный анализ финансовых потоков в России в посткризисный период. Режим доступа: http://www.vedi.ru/o_cr/cr0054_r.html

17 Ведев А.Л. Методология прогнозирования социально-экономических и финансовых показателей на основе комплекса моделей институциональных балансов. Дисс. на соискание ученой степени доктора экономических наук. – М., 2017.

18 Ведев А.Л., Хромов М.Ю. Методология построения финансовых балансов секторов экономики. - М.: Издательский дом «Дело» РАНХиГС, 2015. – 132 с.

19 Arcand, Jean-Louis, Enrico Berkes, and Ugo Panizza. 2012. “Too Much Finance?” IMF Working Paper 12/161, International Monetary Fund Washington

20 Мамонов М., А. Пестова, В. Панкова, Р. Ахметов, О. Солнцев. Долгосрочное прогнозирование размера и структуры финансового сектора России. Серия докладов об экономических исследованиях. № 20 / Июль 2017 – М.: Банк России, 2017.

21 Данилов Ю.А., Пивоваров Д.А. Анализ влияния опережающего развития финансового сектора на социально-экономическое развитие. Препринт. – М., РАНХиГС, 2018.

22 Loayza, Norman V., Klaus Schmidt-Hebbel, and Luis Servén. 1999. “What Drives Private Saving Across the World?” Central Bank of Chile. Working Papers N° 47. Noviembre 1999.

23 Japelli, T. and M. Pagano (1994): “Saving, Growth, and Liquidity Constraints”, Quarterly Journal of Economics 109: 83-109.

24 Sarma, M. (2008), Index of Financial Inclusion, ICRIER Working Paper, August 2008.

25 Данилов Ю.А. (2016). Опыт реформ финансовых рынков в странах – конкурентах России на глобальном рынке капитала. - М.: Изд-во Ин-та Гайдара (Научные труды № 171Р).

26 Банк России. 2016. Индивидуальные инвестиционные счета. Аналитический обзор за 2015 г.

27 Банк России. Создание системы гарантирования на рынке ценных бумаг. Доклад для общественных консультаций. – М.: Банк России, 2017.

28 НАУФОР. Российский фондовый рынок: 2017 год. События и факты. – М.: НАУФОР, 2018.

29 НАУФОР. Российский фондовый рынок. Первое полугодие 2018. – М.: НАУФОР, 2018.

30 Московская биржа, НАУФОР. 2018. Отчет по ИИС. Итоги 2015-2017.

31 Московская биржа. Количество ИИС на Московской бирже достигло полумиллиона. Пресс-релиз, 20.11.2018. Режим доступа: <https://www.moex.com/n21648/?nt=106>

32 Банк России. Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации на период 2019 – 2021 годов. – М., 2018.

33 Концепция модернизации накопительной части пенсии. – М.: Министерство финансов РФ, Банк России, 2017.

34 Режим доступа: <https://www.sipc.org/about-sipc/the-sipc-fund>

35 Режим доступа: <https://www.fscs.org.uk/#>

36 Режим доступа: <https://www.garantiedesdepots.fr/en/fonds-de-garantie-des-depots-et-de-resolution/what-institutions-are-covered>

37 Securities and Futures Commission. Annual Report 2014 - 2015. – Hong Kong: Securities and Futures Commission, 2015.

38 НАУФОР. 2008. «Российский фондовый рынок и создание международного финансового центра. Идеальная модель фондового рынка России на долгосрочную перспективу» - М., НАУФОР.

39 Рубцов Б.Б. Фондовый рынок КНР // Вестник НАУФОР. 2009. № 2.

40 Вахрушин И. В. Рынок ценных бумаг КНР: состояние, развитие, перспективы. Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук. – М., 2009.

41 <http://www.bseindia.com/investors/invGrievances.aspx?expandable=2#protection>

42 SEBI may review norms related to use of investor protection funds // Live Mint. Aug 25 2014. Режим доступа: <http://www.livemint.com/Money/hJnfWKCzZv14jIHref06AO/Sebi-may-review-norms-related-to-use-of-investor-protection.html>

43 JSE Guarantee Fund Rules. – Johannesburg: Johannesburg Stock Exchange, 2006.