

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

Данилов Ю.А.

**Стратегическое планирование развития
финансового рынка Российской Федерации**

Москва 2016

Аннотация. В работе рассматриваются вопросы стратегического планирования российского финансового рынка. На основе ретроспективного анализа развития финансового рынка было проведено исследование соответствия стратегических документов, принимавшихся в 2001 – 2016 гг., реальным проблемам российского финансового рынка. На основе предложенных критериев проведена оценка качества стратегических документов, сформулированы предложения по ее повышению. Были определены основные проблемы российского финансового рынка, уточнено его место в социально-экономическом развитии и на глобальном финансовом рынке. На основе этого сформулированы предложения по целевым индикаторам и основным направлениям государственной политики в области финансового рынка, которые должны лечь в основу документов стратегического планирования.

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 2016 год.

Содержание

Введение.....	4
Глава 1. Анализ истории развития российского финансового рынка.....	5
1.1. Методические замечания	5
1.2. Обобщающие характеристики изменений емкости и структуры финансового рынка России	12
1.3. Ретроспективный анализ развития финансового рынка Российской Федерации	20
Глава 2. Совершенствование системы стратегических документов по развитию финансового рынка	29
2.1 Анализ качества существующих и предыдущих документов стратегического характера по развитию финансового рынка РФ и его сегментов, выявление основных ошибок и наиболее полезных наработок	29
2.2 Разработка предложений по приведению существующей системы стратегических документов по развитию финансового рынка в соответствие с положениями ФЗ «О стратегическом планировании».....	39
Глава 3. Основные проблемы российского финансового рынка, препятствующие его динамичному развитию.....	44
3.1. Уточнение понятия эффективности финансового рынка	44
3.2. Социально-экономическая эффективность российского финансового рынка	46
3.3. Эффективность российского финансового рынка в глобальном аспекте.....	54
3.4. Определение комплекса основных проблем российского финансового рынка	59
3.5. Дефицит долгосрочных инвестиций	66
3.6. Неэффективность финансового рынка для реципиентов инвестиций.....	72
3.7. Внутренняя неэффективность финансового рынка: ухудшение состояния отрасли финансового посредничества, низкое качество финансовых рынков, структурные диспропорции финансового рынка	80
Глава 4. Целевые индикаторы как механизм увязки стратегических документов, нацеленных на развитие финансового рынка Российской Федерации, со стратегиями социально-экономического развития.....	86
Заключение.....	92
Список использованных источников	94

Введение

Элементы стратегического планирования в области финансовых рынков в России начали появляться лишь в начале 2000-х годов. Нарботан определенный опыт разработки таких стратегий, достигнуты определенные успехи, совершены многочисленные ошибки. Это позволяет провести анализ существующих (в т.ч. действующих в настоящее время) документов стратегического планирования в области финансовых рынков с целью выявления наиболее эффективных наработок, применимых для стратегического планирования развития финансового рынка в будущем и предупреждения повторения ошибок, допущенных в ходе разработки предыдущих стратегий. Насколько нам известно, это первая попытка подобного рода в российской экономической литературе.

Действующие в настоящее время стратегии в области финансовых рынков перестали соответствовать текущим условиям развития экономики России и его финансового рынка. Резко ужесточились ограничения развития, что требует более четко планируемой политики в данной области, повышения эффективности политики государства в области финансового сектора. Повышение роли финансового рынка в экономическом развитии и ужесточение глобальной конкуренции диктуют необходимость повышения эффективности стратегического планирования развития финансового рынка.

Актуальность данной проблемы существенно выросла в последние годы в силу целого ряда причин, среди которых нужно выделить две причины. Во-первых, обнаружили пределы развития финансового рынка в рамках прежней парадигмы стратегического планирования, и в значительной мере вследствие этого не удалось реализовать программу построения в России Международного финансового центра. Во-вторых, сегодня социально-экономическое развитие России в гораздо большей степени, чем раньше (вследствие введенных против России санкций, закрывших доступ российских предприятий на международные рынки капитала), зависит от

возможностей и эффективности внутреннего финансового рынка. Оптимальное развитие российского финансового рынка и его основных сегментов стало залогом успешности социально-экономического развития страны в целом. Как представляется, оптимизация стратегического планирования развития финансового рынка может сыграть в этом весьма значимую роль.

Глава 1. Анализ истории развития российского финансового рынка

1.1. Методические замечания

На наш взгляд, эффективное стратегическое планирование развития финансового рынка Российской Федерации на среднесрочную и долгосрочную перспективы возможно только при условии учета позитивного и негативного исторического опыта развития и регулирования отечественного финансового рынка. Существование финансового рынка в России имеет уже достаточно длительную историю, вполне сопоставимую с историей развития большинства развивающихся финансовых рынков, в т.ч. ряда крупных (Китай, Бразилия). Как представляется, историческая ретроспектива позволяет лучше понять те решения, которые были приняты в области формирования, стимулирования развития и регулирования финансового рынка, те ошибки, которые были допущены, объяснить эффективность или неэффективность тех или иных решений в данной области.

Различные структурные элементы финансового сектора в процессе своего функционирования активно взаимодействуют друг с другом и с другими секторами национальной социально-экономической системы. Это означает, что важнейшими параметрами, которые должны учитываться при разработке стратегий развития финансового рынка, являются характеристики каждого отдельного сектора и сегмента, а также их соотношение между собой. Пропорциональное развитие различных элементов народного хозяйства является обязательным условием

эффективности процесса стратегического планирования. Этот вывод в полной мере относится и к элементам, относящимся к финансовому сектору народного хозяйства.

Василий Леонтьев указывал: «В передовой индустриальной экономике любое действие, направленное на решение проблемы, стоящей перед одной конкретной отраслью, географическим районом или группой граждан, неизбежно затронет – преднамеренно или нет – многие другие отрасли, регионы и группы населения» [1, с. 225 - 226]. Следовательно, для того, чтобы достичь определенной цели на уровне всего народного хозяйства, стратегическое планирование финансовой сферы должно обеспечивать:

- во-первых, соразмерное развитие различных элементов финансового сектора на каждом из различных уровней структуризации финансового сектора как объекта стратегического планирования;

- во-вторых, соразмерное развитие финансового сектора в целом и его отдельных сегментов развитию других секторов народного хозяйства, в первую очередь реального сектора, в рамках целей и задач развития, сформулированных в отношении всего народного хозяйства, как единой социально-экономической системой.

Н.Д.Кондратьев отмечал: «Когда мы говорим о планомерном развитии народного хозяйства, то понимаем под этим такое развитие его, которое соответствует определенным задачам, поставленным руководящими органами экономической политики» [2, с. 92 - 93].

В начале ретроспективного анализа необходимо представить основные показатели, характеризующие развитие финансового рынка России, в первую очередь емкость (глубину) финансового рынка в целом и его основных секторов.

Оценки емкости и структуры финансового рынка проводились по следующим блокам показателей:

- по стоимости инструментов в обращении;
- по стоимости активов финансовых организаций;
- по объему торговли финансовыми инструментами.

За более или менее продолжительный отрезок времени можно построить следующие ряды стоимости инструментов в обращении:

- акций (капитализация рынка акций);
- стоимость государственных облигаций в обращении;
- стоимость облигаций субъектов федерации и органов местного самоуправления в обращении;
- стоимость корпоративных облигаций в обращении;
- стоимость открытых позиций на срочном рынке.

Стоимость активов финансовых организаций может быть ретроспективно представлена в следующем разрезе:

- активы кредитных организаций;
- активы страховых компаний;
- стоимость чистых активов паевых инвестиционных фондов;
- стоимость активов негосударственных пенсионных фондов.

Кроме того, принципиально возможно использовать иные показатели, характеризующие емкость различных сегментов финансового рынка, которые отражают специфику того или иного сегмента. Среди этих показателей следует указать на наиболее значимые показатели:

- стоимость страховых премий;
- стоимость премий по страхованию жизни;
- пенсионные резервы негосударственных пенсионных фондов;
- пенсионные накопления (аккумулированные в государственной управляющей компании (ГУК), частных управляющих компаниях (ЧУК) и в негосударственных пенсионных фондах).

Нами были рассчитаны также обобщающие показатели емкости российского финансового рынка в ретроспективе:

- совокупная стоимость инструментов в обращении (с учетом и без учета инструментов срочного рынка);
- совокупная стоимость активов финансовых организаций.

Совокупная стоимость инструментов в обращении (ССИО) рассчитывалась по следующим формулам:

$$\text{ССИО1} = \text{MCap} + \text{AOGBonds} + \text{AOMBonds} + \text{АОСBonds},$$

где MСap – капитализация рынка акций (рыночная стоимость акций различных типов в обращении на биржевых рынках);

AОGBonds – стоимость государственных облигаций в обращении;

AОMBonds – стоимость муниципальных облигаций и облигаций субъектов федерации в обращении;

АОСBonds – стоимость корпоративных облигаций в обращении.

Выбор обозначения показателей обусловлен использованием следующих англоязычных терминов: MСap – market capitalization; AOBonds – amount outstanding of bonds.

$$\text{ССИО2} = \text{ССИО1} + \text{OI},$$

где OI – стоимость открытых позиций на рынке производных финансовых инструментов (на срочном рынке).

Необходимость рассчитывать два показателя стоимости финансовых инструментов в обращении (с учетом и без учета инструментов срочного рынка) обусловлена, во-первых, разной размерностью показателя стоимости открытых позиций по сравнению с размерностью показателей капитализации и стоимости облигаций в обращении, во-вторых, наличием определенных расхождений в методике оценки, и соответственно, «тяжести» различных показателей, в-третьих, принципиально разными темпами роста емкости рынков акций и облигаций, с одной стороны, и рынка производных финансовых инструментов, с другой стороны.

Совокупная стоимость активов финансовых организаций (ССАФО) рассчитывалась как по всем финансовым организациям, так и по небанковским финансовым организациям. Наиболее полное суммирование активов небанковских финансовых организаций предполагает представление формулы расчета стоимости активов небанковских финансовых организаций в следующем виде:

$$\text{ССАНФО1} = \text{АСК} + \text{NAV} + \text{АНПФ} + \text{АПУ} + \text{АМФО} + \text{ПНГУК} + \text{ПНЧУК},$$

где АСК – активы страховых компаний,

NAV – стоимость чистых активов паевых инвестиционных фондов,

АНПФ – стоимость активов негосударственных пенсионных фондов (стоимость собственного имущества НПФ),

АПУ - стоимость активов профессиональных участников рынка ценных бумаг,

АМФО - стоимость активов микрофинансовых организаций,

ПНГУК – пенсионные накопления в государственной управляющей компании (в роли которой в настоящее время выступает ВЭБ),

ПНЧУК – пенсионные накопления в частных управляющих компаниях.

Однако в таком виде расчет суммарной стоимости активов небанковских финансовых организаций возможен лишь за относительно непродолжительный срок, начиная с 2014 года.

За более длительные промежутки времени расчет суммарной стоимости активов небанковских финансовых организаций возможен на основе мониторинга только двух категорий небанковских финансовых организаций – негосударственных пенсионных фондов и паевых инвестиционных фондов. В этом случае формула расчета упрощается:

$$ССАНФО2 = NAV + АНПФ,$$

где NAV – стоимость чистых активов паевых инвестиционных фондов,

АНПФ – стоимость активов негосударственных пенсионных фондов (стоимость собственного имущества НПФ).

Данный вид формулы нами также будет использован для получения сопоставимости во времени (на относительно длительном временном интервале) соотношений между активами банковских и небанковских организаций.

Данный показатель позволяет объединить две самых крупных группы финансовых активов небанковских финансовых организаций в современных финансовых системах, что справедливо и для финансового рынка Российской Федерации. При прибавлении к этому показателю стоимости активов кредитных организаций мы получаем оценку стоимости активов всех финансовых организаций Российской Федерации за длительный промежуток времени:

$$ССАФО2 = ССАНФО2 + AsBanks$$

где AsBanks – активы кредитных организаций.

Аналогичная процедура предусмотрена и для показателя, аккумулирующего активы всех имеющихся на сегодняшний день видов небанковских финансовых организаций, отличных от статистической погрешности:

$$\text{ССАФО1} = \text{ССАНФО1} + \text{AsBanks}$$

Кроме того, для целей измерения пропорций между стоимостным объемом финансовых инструментов и объемом активов финансовых организаций нами был рассчитан также показатель, учитывающий специфику банков, как финансовых организаций. Мы должны учитывать, что в структуре активов коммерческих банков финансовые инструменты (акции, облигации и производные финансовые инструменты) не могут и не должны занимать значительной доли. Для целей настоящей работы мы предположили, что оптимальным или близким к оптимальному значению такой доли будет величина в 10%. Соответственно,

$$\text{ССАФО3} = \text{ССАНФО2} + 0,1 * \text{AsBanks}$$

В целях проведения анализа «узких мест» нами применялись также показатели, характеризующие различные структурные аспекты российского финансового рынка. При этом в первую группу показателей (C1i) мы объединили показатели, характеризующие соотношения между различными группами финансовых инструментов; во вторую группу показателей (C2i) - показатели, характеризующие соотношения между различными группами финансовых организаций; в третью группу показателей (C3i) - показатели, характеризующие соотношения между емкостью инструментных сегментов рынка, с одной стороны, и стоимостью активов финансовых организаций, с другой стороны. Фактически третья группа показателей представляет собой характеристики соотношения спроса и предложения на внутреннем финансовом рынке, не учитывающие существования внешнего сектора.

Первая группа показателей:

$$\text{C11} = \text{MCap} / (\text{AOGBonds} + \text{AOMBonds} + \text{AOCBonds})$$

$$\text{C12} = \text{OIE} / \text{MCap},$$

где OIE – стоимость открытых позиций на рынке производных финансовых инструментов, в основе которых лежат инструменты рынка акций (фьючерсы и опционы на отдельные акции и на фондовые индексы).

$$C13 = OI / (M\text{Cap} + AOG\text{Bonds} + AOMBonds + AOCBonds)$$

$$C14 = AOCBonds / LTC$$

где LTC – стоимость задолженности предприятий по долгосрочным кредитам банков.

$$C15 = OIE / OI$$

Вторая группа показателей:

$$C21 = \text{ССАНФ}01 / \text{AsBanks}$$

$$C22 = \text{ССАНФ}02 / \text{AsBanks}$$

Третья группа показателей:

$$C31 = \text{ССИ}02 / \text{ССАФ}01$$

$$C32 = \text{ССИ}02 / \text{ССАФ}02$$

$$C33 = \text{ССИ}02 / \text{ССАФ}03$$

Все предлагаемые показатели выбирались исходя из двух признаков: наличие более или менее длительного ряда значений показателей, необходимых для расчетов; принципиальное соответствие подходу, используемому при анализе динамики развития национальных финансовых рынков и изменения их структурных характеристик, в современной экономической литературе. Вторым признаком предполагает, в частности, что используемые нами показатели принципиально совместимы с показателями, входящими в базу данных «Глобальная база данных финансового развития» (Global Financial Development Database – GFDD) [3].

Показатели объема торговли финансовыми инструментами в период 2009 – 2016 гг. рассчитывались по следующим сегментам рынка:

- фондовый рынок;
- денежный рынок;
- валютный рынок;
- срочный рынок;
- прочие сегменты биржевого рынка.

Данная структура задается форматом раскрытия информации Московской биржей. Необходимо отметить, что в 2009 году произошел переход на новую методику расчета. Если раньше сделки репо с акциями и облигациями относились к фондовому рынку (рынкам акций и облигаций), то с синхронизацией методики расчета биржевых оборотов со стандартной мировой методикой, используемой Всемирной федерацией бирж [4], такие сделки начали относиться к денежному рынку.

1.2. Обобщающие характеристики изменений емкости и структуры финансового рынка России

Нами были собраны значения показателей, являющихся обобщающими характеристиками емкости и структуры финансового рынка Российской Федерации:

- стоимость финансовых инструментов в обращении на внутреннем рынке Российской Федерации за период 1993 – 2015 гг. (см. таблицу 1);
- стоимость активов финансовых организаций на внутреннем рынке Российской Федерации за период 1997 – 2015 гг. (см. таблицу 2);
- показатели структурных характеристик российского финансового рынка (см. таблицу 3);
- объем биржевой торговли на различных сегментах финансового рынка Российской Федерации за период 2009 – 2016 гг. (см. таблицу 4).

Таблица 1 - Стоимость финансовых инструментов в обращении на внутреннем рынке Российской Федерации, млрд. руб.

год	МСap	AOGBonds	AOMBonds	AOCBonds	ССИО1	OI	OIE	ССИО2
1993	0,4	0,3		0,0	0,7			0,7
1994	95,1	10,7		0,5	106,3			106,3
1995	105,3	76,9		1,3	183,5			183,5
1996	301,3	249,1		1,0	551,3			551,3
1997	784,6	451,1		0,4	1 236,0			1 236,0
1998	374,7	493,8		2,5	871,0			871,0
1999	1 462,7	529,9		11,3	2 003,9			2 003,9
2000	1 211,5	531,8		38,9	1 782,3			1 782,3
2001	2 499,0	511,1		67,2	3 077,2	0,5	0,5	3 077,7
2002	3 650,0	654,7		108,9	4 413,6	1,2	1,2	4 414,8
2003	5 807,4	663,7		159,8	6 630,8	2,2	2,2	6 633,0
2004	6 867,3	756,8		267,1	7 891,2	7,9	7,9	7 899,1
2005	13 655,1	851,2	145,9	481,6	15 133,7	21,1	21,1	15 154,1
2006	25 314,9	1 028,1	180,0	885,9	27 408,9	84,7	78,5	27 487,4
2007	32 927,6	1 248,9	204,6	1 231,4	35 612,4	141,7	111,1	35 723,5
2008	10 946,0	1 421,5	278,4	1 628,4	14 274,2	40,4	18,6	14 314,7

год	МСap	АОGBonds	АОMBonds	АОСBonds	ССИО1	ОI	ОIE	ССИО2
2009	22 877,7	1 837,2	384,9	2 171,7	27 271,4	84,6	51,4	27 356,0
2010	30 184,9	2 461,6	415,5	2 687,6	35 749,6	175,1	88,3	35 924,7
2011	25 895,8	3 546,4	351,1	3 264,4	33 057,6	219,0	133,3	33 276,6
2012	25 212,5	4 064,3	384,0	4 165,7	33 826,5	270,8	150,2	34 097,3
2013	25 324,0	4 432,4	461,4	5 189,3	35 407,1	389,9	251,6	35 797,0
2014	23 155,6	5 475,7	451,0	6 623,0	35 705,3	457,3	132,6	36 162,7
2015	28 660,2	5 573,1	442,9	8 067,7	42 743,9	590,1	158,3	43 334,0

Источники: Минфин РФ (http://minfin.ru/ru/performance/public_debt/internal/structure/duty/; http://minfin.ru/ru/performance/public_debt/subdbt/); Банк России; [5, С. 34 – 37], [6, С. 66 – 69], [7, С. 305 – 316]; информационный портал Cbonds.ru; Всемирная федерация бирж.

Таблица 2 – Стоимость активов финансовых организаций, млрд. руб.

Год	Кредитных организаций	СЧА ПИФ	Субъектов страхового дела	Негосударст- венных пенсионных фондов	Профессио- нальных участников рынка ценных бумаг	Микро- финансовых организаций	Пенсионные накопления	
							в государст- венной управляющей компании	в частных управляющих компаниях
1997	691	0		3				
1998	1 038	1		4				
1999	1 584	5		11				
2000	2 363	5		16				
2001	3 156	9		34				
2002	4 143	13		51			46	2
2003	5 601	76		92			92	3
2004	7 137	112		216			94	3
2005	9 750	218		344			176	6
2006	14 046	420		515			267	9
2007	20 241	767	759	603			363	12
2008	28 022	644		579			343	9

Год	Кредитных организаций	СЧА ПИФ	Субъектов страхового дела	Негосударственных пенсионных фондов	Профессиональных участников рынка ценных бумаг	Микрофинансовых организаций	Пенсионные накопления	
							в государственной управляющей компании	в частных управляющих компаниях
2009	29 430	826		742			481	15
2010	35 237	1123		908			740	20
2011	41 628	1294	1030	1201			1334	29
2012	49 510	1598	1189	1550	1127		1643	34
2013	57 423	1866	1317	2063	867		1865	38
2014	77 653	2124	1539	2187	756	57	1902	38
2015	83 000	2382	1 625	2887	762	70	2012	41

Рассчитано по данным: Банка России; ФСФР России; Росстата; [8, С. 37]; [9, С. 54]; [10]; инвестиционный портал Investfunds.ru

Таблица 3 – Показатели структурных характеристик российского финансового рынка.

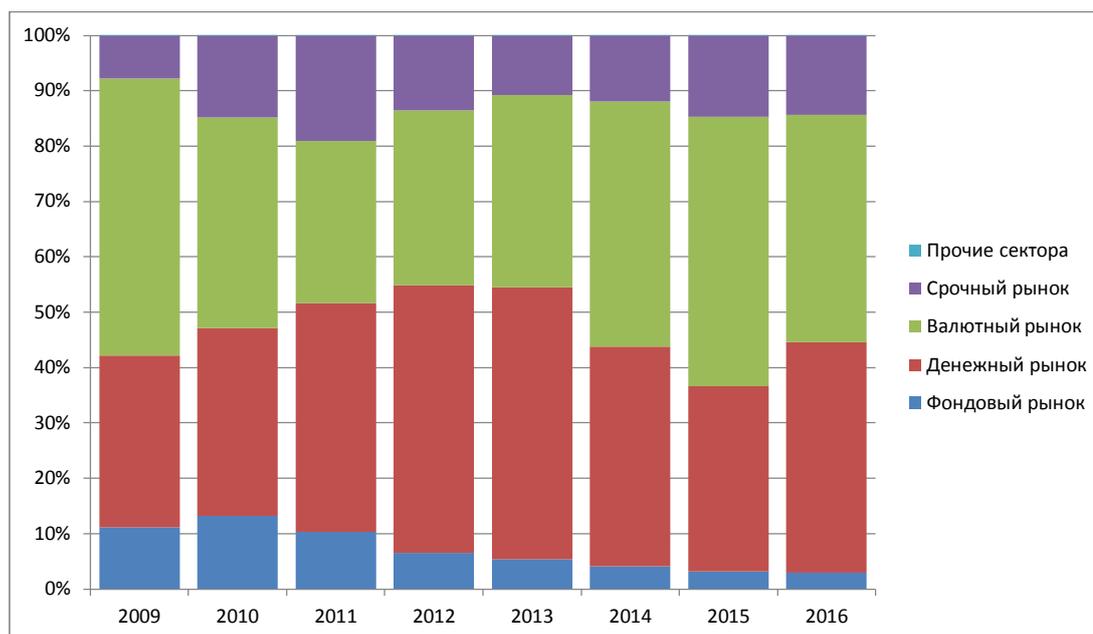
	C11	C12	C13	C14	C15	C21	C22	C31	C32	C33
1993	1,21									
1994	8,51									
1995	1,35									
1996	1,20									
1997	1,74			0,01			0,01		1,78	17,0
1998	0,75			0,02			0,00		0,84	8,0
1999	2,70			0,07			0,01		1,25	11,5
2000	2,12			0,17			0,01		0,75	6,9
2001	4,32	0,0002	0,0002	0,21	1,00		0,01		0,96	8,6
2002	4,78	0,0003	0,0003	0,21	1,00		0,02		1,05	9,2
2003	7,05	0,0004	0,0003	0,18	1,00		0,03		1,15	9,1
2004	6,71	0,0012	0,0010	0,21	1,00		0,05		1,06	7,6
2005	9,24	0,0015	0,0014	0,26	1,00		0,06		1,47	9,9
2006	12,09	0,0031	0,0031	0,33	0,93		0,07		1,84	11,8
2007	12,26	0,0034	0,0040	0,25	0,78		0,07		1,65	10,5
2008	3,29	0,0017	0,0028	0,22	0,46		0,04		0,49	3,6
2009	5,21	0,0022	0,0031	0,25	0,61		0,05		0,88	6,1
2010	5,42	0,0029	0,0049	0,28	0,50		0,06		0,96	6,5
2011	3,62	0,0051	0,0066	0,27	0,61		0,06		0,75	5,0
2012	2,93	0,0060	0,0080	0,29	0,55	0,11	0,06	0,62	0,65	4,2
2013	2,51	0,0099	0,0110	0,31	0,65	0,11	0,07	0,56	0,58	3,7
2014	1,85	0,0057	0,0128	0,29	0,29	0,09	0,06	0,43	0,44	3,0
2015	2,03	0,0055	0,0138	0,32	0,27	0,09	0,06	0,48	0,49	3,2

Таблица 4 - Биржевой оборот на Московской бирже по сегментам рынка в 2009 – 2016 гг., млрд. руб.

Сегменты рынка	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Фондовый рынок	21 339	27 596	30 652	24 132	24 025	20 887	20 556	23 893
в т.ч. долевые инструменты	15 957	16 787	19 678	11 647	8 707	10 283	9 398	9 277
долговые инструменты	5 381	10 810	10 974	12 485	15 319	10 605	11 159	14 616
Денежный рынок	59 683	70 701	122 827	178 674	220 708	204 375	213 786	333 883
Валютный рынок	95 999	79 519	87 014	116 980	156 016	228 546	310 838	329 954
в т.ч. сделки спот	37 352	37 571	47 091	61 543	57 297	77 798	103 335	107 169
сделки своп и форвард	58 646	41 948	39 923	55 436	98 720	150 748	207 503	182 804
Срочный рынок	14 857	30 909	56 791	49 969	48 605	61 316	93 713	115 271
в т.ч. фьючерсы	14 349	29 545	53 020	46 760	44 588	55 566	90 231	109 489
опционы	507	1 364	3 770	3 209	4 017	5 749	3 482	5 782
Прочие сектора	27	2	8	23	25	19	121	281
Итого	191 904	208 728	297 290	369 777	463 416	572 364	685 375	850 440

Источник: Московская биржа.

Показатели, рассчитанные в таблицах 1 – 4, далее нами будут использованы при ретроспективном анализе российского финансового рынка в пункте 1.3 настоящего доклада. В рамках данного пункта необходимо обратить внимание на структуру биржевого оборота, сложившуюся в настоящее время в России (см. рисунок 1).



Рассчитано по данным Московской биржи.

Рисунок 1 - Структура биржевого оборота Московской биржи в 2009 – 2016 гг.

Ее основу продолжают составлять валютный рынок и денежный рынок, при этом рост емкости срочного рынка происходит в последние годы в значительной мере за счет увеличения объема срочных сделок (фьючерсов и опционов), базисными активами которых являются валютные инструменты.

Фондовый рынок, который в большинстве развитых стран является основным сегментом биржевого рынка, в России сохраняет подчиненное положение, при этом его доля в совокупном биржевом все более заметно снижается в последние годы. После кризиса этот процесс стал заметен и на срочном биржевом рынке, на котором

традиционно фондовые ценности в качестве базисных активов имели наиболее емкие и ликвидные сектора рынка.

1.3. Ретроспективный анализ развития финансового рынка Российской Федерации

Мы подразделили всю историю развития российского финансового рынка на шесть периодов, в течение которых принципиально по-разному происходило развитие этого рынка. Также существенно отличались и действия регулирующих органов, осуществляющих государственную политику на финансовом рынке.

Первый период – с конца (или, по другим оценкам, с середины) 1990 года до осени 1995 года – это период «проторынка», период до начала развития фондового рынка как единого целостного механизма, период, когда сформировались отдельные элементы фондового рынка. Этот период можно назвать «доисторическим», или этапом зарождения фондового рынка современной России.

Второй период – с осени 1995 года до лета 1997 года – можно назвать «началом истории», или периодом начального развития. В этот период произошло формирование фондового рынка как единой системы, пусть и недостаточно комплексной. Российский фондовый рынок начал развиваться в качестве себя самого, по своим законам, которые, впрочем, в чем-то очень сильно отличались от классических законов фондового рынка, привычных для стран с развитыми финансовыми рынками.

Третий период – с осени 1997 года до 2000 года – это время кризиса и его преодоления. В этот период произошло крушение неэффективных механизмов и институтов рынка, своеобразное очищение российского фондового рынка от тех норм поведения, которые не соответствовали общепринятым представлениям о классических законах фондового рынка. Этот период истории российского фондового рынка создал предпосылки для перехода к периоду количественного и качественного роста и развития рынка, начавшемуся в 2001 году.

Четвертый период – с 2001 года по 2007 год – отличался от всех предыдущих и последующих периодов не только количественными показателями быстрого роста. В течение этого периода произошло резкое снижение зависимости российского финансового рынка от конъюнктуры мировых финансовых и сырьевых рынков, появились внутренние инвесторы, начался рост значимости финансового рынка как источника долгосрочных инвестиционных ресурсов. Успехи данного периода, равно как и новые вызовы ужесточающейся глобальной конкуренции, поставили в повестку дня вопрос о формировании в России Международного финансового центра (МФЦ).

Пятый период – с 2008 года по июль 2011 года – может быть охарактеризован как этап входа и выхода из состояния кризиса, а также как период предпринимаемых попыток по превращению российского финансового рынка в МФЦ. Были реализованы некоторые из намеченных мер, но даже они сформировали значительный потенциал российского рынка с точки зрения его готовности к приему масштабных глобальных инвестиций. В то же время в целом проект по формированию МФЦ в России остался нереализованным, в первую очередь в результате низкого качества государственных институтов, в том числе как институтов стратегического планирования и развития.

Шестой период, начавшийся с падения российских финансовых рынков в августе 2011 года, которое никак не было связано с внешними факторами, может быть охарактеризован как период перманентного кризиса и постепенного разрушения отдельных сегментов российского финансового рынка.

Таким образом, в настоящее время мы фактически вернулись к ситуации, в которой необходимо возрождение финансового рынка.

Все выделенные нами периоды характеризуются определенным набором качественных характеристик, свод значений которых для всех периодов, кроме первого, в рамках которого сложно говорить о характеристиках собственно рынка, представлен в таблице 5.

Таблица 5 - Изменение характеристик финансового рынка в течение 1995 – 2016 гг.

Характеристика	1995 – 1997 гг.	1997 – 2000 гг.	2001 – 2007 гг.	2008 – 2011 гг.	2012 г. – по н.в.
Уровень капитализации (относительно крупных развивающихся рынков в среднем)	Ниже средней, в 1997 г. - высокая	Очень низкая	Высокая	Ниже средней	Низкая; в 2014 г. – очень низкая
Динамика рынка акций (рост/снижение)	Рост	Снижение	Рост	Падение, затем рост	Снижение
Волатильность рынка акций (относительно развивающихся рынков в среднем)	Высокая	Высокая	Средняя	Высокая	Низкая
Зависимость от иностранных финансовых рынков	Высокая	Низкая	Высокая в периоды роста иностранных рынков, низкая в период их снижения	Крайне высокая	Низкая
Зависимость от рынка нефти	Нет зависимости	Высокая	Высокая	Высокая	С 2014 г. высокая
Выполнение функции трансформации сбережений в инвестиции (*)	-	-	++	+	+
Стоимость корпоративных облигаций в обращении	Нет	Практически нет	Низкая	Ниже средней	Ниже средней

Характеристика	1995 – 1997 гг.	1997 – 2000 гг.	2001 – 2007 гг.	2008 – 2011 гг.	2012 г. – по н.в.
(относительно крупных развивающихся рынков в среднем)					
Ставка процента на вторичном рынке корпоративных облигаций	Нет	Нет	Снижается	Высокая	Высокая
Возможность хеджирования рисков на срочном рынке	-	-	+	+	+
Роль банковского сектора	Ведущая	Ведущая	Испытывает конкуренцию с небанковским сегментом	Ведущая	Ведущая, усиливается
Внутренние институциональные инвесторы	Фактически отсутствуют	Фактически отсутствуют	Слаборазвиты	Слаборазвиты	Слаборазвиты
Модель финансового регулирования	Прото-отраслевая	Прото-отраслевая	Отраслевая	Частично интегрированная	Переход к полностью интегрированной
«Узкие места» данного периода развития	Внутренние инвесторы	Посредники (с 1998 г.)	Последовательно: инвесторы, посредники, инвесторы	Эмитенты (в 2008 г.)	Эмитенты (с 2013 г.), инвесторы (с 2014 г.)

Примечания.

(*) Знак «++» означает, что данная функция выполняется как на рынке облигаций, так и на рынке акций; знак «+» - только на рынке облигаций; знак «-» - функция не выполняется.

Характерной отличительной чертой развития российского финансового рынка в течение всего времени его существования является постоянное возникновение и преодоление «узких мест» (основных ограничений развития), возникновение которых фундаментально обусловлено отсутствием необходимых стартовых уровней спроса и предложения на финансовом рынке. Такая ситуация сформировала и требования к регулятивному воздействию на финансовый рынок, когда от регулятора требовалась адекватная реакция в первую очередь на такие состояния, являющиеся в основном тактическими проблемами. Эффективность решения данных проблем, в свою очередь, создавало в последующем регулятивном опыте приоритет именно решению тактических проблем, так как, исходя из имеющегося предыдущего опыта, именно эффективное разрешение ситуаций «бутылочного горлышка», оперативная расшивка «узких мест» давали наиболее значимый импульс развитию финансового рынка. Стратегические проблемы в такой ситуации оставались на втором плане, и их решению выделялось намного меньше ресурсов.

Последовательность преодоления основных ограничений развития финансового рынка может быть условно представлена в следующем виде (см. таблицу 6).

Таблица 6 - Последовательность преодоления основных ограничений развития фондового рынка.

Период	Сторона рынка с наиболее жестким ограничением	С чем было связано наиболее жесткое ограничение	Форма разрешения наиболее жесткого ограничения (дефицита)
1992 - 1993	Финансовые инструменты	Отсутствие массовой категории эмитентов ценных бумаг	Введение в обращение приватизационных чеков («ваучеров»); приватизация
1995 - 1996	Внутренние инвесторы	С недостаточностью финансовых ресурсов, поступающих на рынок, что в условиях устойчивого потока внешних инвестиций делало его неустойчивым	Ограничение так и не было преодолено, замена недостаточности спроса другим ограничением произошла вследствие кризиса 1997 – 1998 гг.
1998 – 2000	Профессиональные финансовые посредники	С неэффективностью технологий и инфраструктуры; надежностью посредников	Переход к новой бизнес-модели, основанной на интернет-технологиях, позволившей резко нарастить «пропускную способность»
2000 – 2001	Инвесторы	С недостаточностью финансовых ресурсов, поступающих на рынок	Ликвидация налоговой дискриминации инвестиций домохозяйств
2001 – 2004	Реципиенты инвестиций	С отсутствием интереса к рынку и, соответственно, с нерыночным поведением эмитентов	Улучшение инвестиционного климата, повысившее выгодность долгосрочного инвестирования на фоне роста экономики (расширение рынков сбыта, делающее

Период	Сторона рынка с наиболее жестким ограничением	С чем было связано наиболее жесткое ограничение	Форма разрешения наиболее жесткого ограничения (дефицита)
			недостаточным существующие мощности и финансовые ресурсы самих предприятий и их холдингов); снижение транзакционных издержек по выходу эмитентов на рынок (в т.ч. за счет совершенствования регулирования)
2006 – 2007	Посредники (институты рыночной инфраструктуры – биржи, центральный депозитарий и т.д.)	С возникновением «пузыря» на рынках финансовых инструментов	Ограничение было разрешено кризисом 2008 г., ликвидировавшим возникшие «пузыри». Но впоследствии были приняты законы, устранившие данное ограничение на стороне инфраструктуры.
2008 г. и 2013 г. – н.в.	Реципиенты инвестиций; инвесторы	С отсутствием интереса к привлечению инвестиций, с одной стороны, и с избыточностью рублевой ликвидности, с другой стороны	Не преодолены в настоящее время. Возможная форма разрешения – та же, что была применена в предыдущем случае возникновения аналогичного ограничения – улучшение инвестиционного климата.

Преодоление ограничений, связанных с дефицитностью одной из стороны финансового рынка, на примере периода 1998 – 2002 гг. было описано в работе [11, С. 51-55].

В 2005 – 2006 гг. существовало мнение, что наиболее жесткое ограничение находится на стороне посредников, точнее – на стороне институтов рыночной инфраструктуры (биржи, клиринговые организации, особое значение придавалось отсутствию центрального депозитария). Недостаток технологичности этих структур и отсутствие их законодательного регулирования, соответствовавшего требованиям крупнейших глобальных инвесторов, действительно были главными препятствиями для расширения притока консервативных иностранных инвестиций на российский финансовый рынок. Данное ограничение было сначала отменено кризисом 2008 года (отпала сама возможность прихода новых инвестиций в Россию), но затем было разрешено путем принятия соответствующих законов («О центральном депозитарии», «О клиринге, клиринговой деятельности и центральном контрагенте», «Об организованных торгах») и подзаконных актов, а также рядом организационных мероприятий (в т.ч. слиянием бирж ММВБ и РТС).

Одно из существующих в настоящее время ограничений возникло на стороне реципиентов инвестиций, как и в 2002 году. Причины его возникновения аналогичны тем причинам, которые традиционно лежали в возникновении «узкого места» на стороне реципиентов инвестиций – отсутствии интереса предпринимателей к привлечению инвестиций на финансовом рынке. Кроме того, у значительной части предприятий потребность в привлечении инвестиций отсутствует по причине наличия необходимых финансовых ресурсов на счетах самого предприятия. Но в отличие предыдущих случаев в настоящее время существует специфическая особенность: если ранее дефицит спроса на услуги финансового рынка со стороны реального сектора возникал в основном из-за отсутствия экономического интереса к привлечению инвестиций, то сейчас имеет место

сложная структурная проблема. Часть предприятий имеют деньги и именно поэтому финансовый рынок им объективно не нужен. Это означает, что преодоление данного ограничения лишь частично лежит в русле ровно тех мер, которые были реализованы в 2002 – 2005 гг.: улучшение инвестиционного климата; снижение транзакционных издержек привлечения капитала на финансовом рынке.

Эти меры могут оказать положительное воздействие на те предприятия, которые ранее отказывались от планов привлечения инвестиций на финансовом рынке вследствие неблагоприятного инвестиционного климата, отсутствия уверенности в целесообразности долгосрочного развития предприятия. Вместе с тем необходимо отметить универсальность мер по улучшению инвестиционного климата: такое улучшение, если оно случится, будет способствовать и более эффективному использованию временно свободных финансовых ресурсов предприятий с избытком этих ресурсов. На смену упрощенному варианту размещения временно свободных средств на валютных счетах может прийти более сложная структура инвестиций, включая инвестиции в слияния и поглощения.

Однако ситуация в настоящее время столь плоха, что только улучшения инвестиционного климата может оказаться недостаточно для снятия ограничений на стороне потенциальных реципиентов инвестиций, часть из которых в настоящее время одновременно могут рассматриваться и в качестве потенциальных инвесторов. Требуются интенсивные действия в области государственной политики, которые снимут также ограничение на стороне инвесторов. При этом сработавшие в прошлой аналогичной ситуации меры налогового характера (по устранению налоговой дискриминации домохозяйств как потенциальных инвесторов на финансовом рынке) в сегодняшней ситуации недостаточны. Налоговые льготы могут быть лишь вспомогательными льготами в более сложной системе льгот и стимулов. Сегодня требуется также снятие дискриминации инвестиций населения в небанковские финансовые институты и в финансовые

инструменты с точки зрения защиты собственности (прав инвесторов), что также восходит к вопросам совершенствования инвестиционного климата.

Глава 2. Совершенствование системы стратегических документов по развитию финансового рынка

2.1 Анализ качества существующих и предыдущих документов стратегического характера по развитию финансового рынка РФ и его сегментов, выявление основных ошибок и наиболее полезных наработок

Для целей анализа качества стратегических документов по развитию финансового рынка Российской Федерации и его отдельных сегментов мы отобрали следующие стратегии:

- 1) Стратегии развития финансового рынка (финансового сектора) в целом:
 - a. Раздел «Развитие финансового и банковского сектора» в Стратегии-2020 [12, С. 51-91];
 - b. Основные направления развития и обеспечения стабильности функционирования финансового рынка Российской Федерации на период 2016–2018 годов [13];
 - c. Концепция создания международного финансового центра в Российской Федерации [14] и План мероприятий по созданию международного финансового центра в Российской Федерации [15];
 - d. План мероприятий ("дорожная карта") "Создание международного финансового центра и улучшение инвестиционного климата в Российской Федерации" [16].
- 2) Стратегии развития финансового рынка в узком понимании:

- a. Стратегия развития финансового рынка Российской Федерации на 2006–2008 годы [17];
 - b. Стратегия развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 года [18];
- 3) Стратегии развития банковского сектора
- a. Стратегия развития банковского сектора Российской Федерации 2001 года [19];
 - b. Стратегия развития банковского сектора Российской Федерации на период до 2008 года [20];
 - c. Стратегия развития банковского сектора Российской Федерации на период до 2015 года [21];
- 4) Стратегии развития страховой деятельности
- a. Концепция развития страхования в Российской Федерации [22];
 - b. Стратегия развития страховой деятельности в Российской Федерации на среднесрочную перспективу [23];
 - c. Стратегии развития страховой деятельности в Российской Федерации до 2020 года [24].
- 5) Прочие стратегии финансового сектора
- a. Стратегия долгосрочного развития пенсионной системы Российской Федерации [25].

Анализ качества этих стратегических документов был проведен нами на основании критериев качества, сформированных на основе двух источников:

- Федерального закона «О стратегическом планировании в Российской Федерации», ставшим, на наш взгляд, результатом кодификации лучших практик стратегического планирования;

- формализованных факторов успеха реформ финансового сектора в странах-конкурентах России на глобальном финансовом рынке в части качества государственных программ и эффективности их реализации.

В соответствии со ст. 7 Федерального закона «О стратегическом планировании в Российской Федерации» сформулированы 12 принципов стратегического планирования. Документы стратегического планирования в области финансового сектора оценивались с точки зрения соответствия 5 принципам из 12 (преемственности и непрерывности; ответственности участников; реалистичности; измеряемости целей; соответствия показателей целям), по которым такая оценка возможна.

В работе [26] было проведено исследование причин успешности программ развития и реформирования финансового сектора (включая программ по формированию МФЦ) в странах – конкурентах России на мировом финансовом рынке, в результате которого были выявлены семь факторов успеха, непосредственно связанные с качеством государства [26, С. 144 - 148]. На наш взгляд, среди этих факторов в качестве критериев качества документов стратегического планирования на финансовом рынке могут быть использованы следующие 4 фактора:

- обязательность выполнения стратегии или программы (с т.з. целей);
- последовательность, постоянно идущий процесс реформ;
- формулирование целей и задач как перечня ситуаций (условий функционирования рынка), которые должны быть достигнуты (созданы) к определенному моменту;
- тесная взаимная увязка с планами и стратегиями социально-экономического развития страны в целом.

В результате нами была сформирована система из 9 критериев качества программ стратегического планирования в области финансового сектора:

- 1 - преемственности и непрерывности;
- 2 - ответственности участников;
- 3 - реалистичности;
- 4 - измеряемости целей;
- 5 - соответствия показателей целям;
- 6 - обязательность выполнения;

7 – последовательность и поступательность;

8 – ситуационность формулировок целей;

9 - тесная взаимная увязка со стратегиями более высокой иерархии.

Результаты анализа качества отобранных нами стратегических документов в области развития финансового сектора на соответствие выделенным 9 критериям качества приведены в таблице 7.

Таблица 7 – Оценка стратегических документов в области развития финансового сектора критериям качества.

Краткое наименование документов (год принятия)	Соответствие критериям качества									Сумма соответствий
	Принципам ФЗ № 172					Мировому опыту				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
Раздел «Развитие финансового и банковского сектора» в Стратегии-2020 (2013)	+	-	+	-	-	-	+	+	+	5 (56%)
Основные направления развития и обеспечения стабильности функционирования финансового рынка РФ на период 2016–2018 годов (2016)	+	-	+	-	-	?	+	-	-	3 (38%)
Концепция создания международного финансового центра в РФ и План мероприятий по созданию международного финансового центра в РФ (2009)	+	-	-	-	-	-	+	-	-	2 (22%)
План мероприятий ("дорожная карта") "Создание международного финансового центра и улучшение инвестиционного климата в Российской Федерации" (2013)	+	-	-	+	+	-	-	-	-	3 (33%)
Стратегия развития финансового рынка Российской Федерации на 2006–2008 годы (2006)	+	-	+	+	+	-	+	+	-	6 (67%)
Стратегия развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 года (2008)	+	-	-	+	+	-	+	+	-	5 (56%)
Стратегия развития банковского сектора Российской Федерации (2001)	?	-	+	+	+	-	?	+	-	4 (57%)
Стратегия развития банковского сектора Российской Федерации на период до 2008 года (2005)	+	-	+	-	-	-	-	+	-	3 (33%)
Стратегия развития банковского сектора Российской Федерации на период до 2015 года (2011)	+	-	+	+	-	-	+	-	+	5 (56%)
Концепция развития страхования в Российской Федерации (2002)	+	-	+	-	-	-	-	-	-	2 (22%)
Стратегия развития страховой деятельности в Российской Федерации на среднесрочную перспективу (2008)	+	-	+	+	-	-	-	+	-	4 (44%)
Стратегия развития страховой деятельности в Российской Федерации до 2020 года (2013)	+	-	+	-	-	-	-	+	-	3 (33%)
Стратегия долгосрочного развития пенсионной системы Российской Федерации (2012)	+	-	+	+	+	-	-	+	+	6 (67%)
Итого по всем стратегиям, количество соответствий критериям	12	0	10	7	5	0	6	8	3	
Итого по всем стратегиям, % соответствия критериям	100	0	77	54	38	0	50	62	23	

Условные обозначения:

I. критериев: 1 - преемственности и непрерывности; 2 - ответственности участников; 3 - реалистичности; 4 - измеряемости целей; 5 - соответствия показателей целям; 6 - обязательность выполнения; 7 – последовательность и поступательность; 8 – ситуационность формулировок целей; 9 - тесная взаимная увязка со стратегиями более высокой иерархии.

II. соответствия: «+» - соответствует; «-» - не соответствует; «?» - рано делать выводы или неприменимо.

Примечание: * с формальной точки зрения соответствует, т.к. целью заявлено именно достижение целевых показателей, но содержательные цели не сформулированы.

В ряде документов стратегического характера четко формулировались наиболее принципиальные проблемы, мешающие развитию, и соответствующие им подлинно стратегические цели и задачи, нацеленные на решение выявленных проблем. Вместе с тем результаты, представленные в таблице 9, свидетельствуют о наличии значительных проблем в области стратегического планирования финансового сектора Российской Федерации.

Обращает на себя внимание тот факт, что большинство проанализированных документов соответствуют принципам реалистичности. Вместе с тем достижение заявленных целей – явление достаточно редкое. Отсюда можно сделать вывод о крайне низкой дисциплине выполнения вполне выполнимых документов. Как представляется, совпадение нулевых суммарных значений по критериям «ответственность участников» и «обязательность выполнения» также не случайно – невыполнение стратегических планов развития финансового сектора в России прямо проистекает из отсутствия ответственности. Стратегиям в области финансового сектора России характерно отсутствие четкой взаимосвязи между ними (включая стратегии основных отраслей финансового сектора), с одной стороны, и стратегиями других государственных политик, включая Концепции долгосрочного развития (КДР), Основные направления деятельности Правительства РФ (ОНДП), с другой стороны.

Выявлено значительное количество несоответствий между целевыми индикаторами и формулировками целей. Отсюда проистекает целый ряд проблем. Во-первых, неумение формулировать адекватные целевые индикаторы, одновременно отвечающие требованиям описания наиболее важных стратегических целей, и конкретной формой представления, позволяющей оценить достижение

данного целевого индикатора. Во-вторых, возникает неполное соответствие между целями и задачами развития, с одной стороны, и направлениями мер реализации, с другой стороны. Последующая некорректная оценка выполнения стратегий по факту выполнения перечня мер усиливает неверные сигналы и отдалает достижение поставленных целей, т.е. снижает вероятность выполнения стратегий по факту достижения целей и целевых индикаторов. В-третьих, финансовым стратегиям характерна абстрактность (неконкретность) целей и задач (постановка «вечных» задач, не имеющих прямого отношения к текущим конкретным проблемным ситуациям).

Кроме выявленных проблем посредством формального анализа качества стратегических программ по выбранным критериям, необходимо также обратить внимание на другие наиболее распространенные недостатки стратегических документов в области развития финансового сектора и его частей:

1) Отсутствие взаимосвязи между различными «отраслевыми» стратегиями развития сегментов финансового рынка.

2) Недостаточный учет передового мирового опыта, устойчивое нежелание брать на себя обязательства по его внедрению. Несоответствие целей и задач российских стратегий развития финансового рынка и его отдельных сегментов теоретически обоснованным и рекомендуемым международными финансовыми организациями целям и задачам регулирования в рамках финансового сектора в целом или в рамках отдельного сегмента финансового рынка.

3) Абсолютный приоритет тактическим мерам в ущерб мерам, направленным на решение стратегических задач и проблем. В ряде случаев такой приоритет наблюдается также в рамках целеполагания. Решения по развитию финансового рынка принимались исходя из относительно краткосрочных проблем, в значительной мере связанных с возникновением «узких мест».

4) Формулирование предельно неамбициозных целей, абсолютно реалистичных с точки зрения их достижимости, но не позволяющих реально продвинуться в развитии сегмента финансового рынка (характерно в основном для страховых стратегий).

Имеющийся опыт разработки стратегических документов развития финансового рынка и его отдельных сегментов позволяет вычлениить не только значительное количество типовых ошибок при формировании стратегических документов, но и значительное количество удачных решений, которые могут стать наработками для совершенствования стратегического планирования финансового рынка в будущем.

В ряде документов стратегического характера четко формулировались наиболее принципиальные проблемы, мешающие развитию, и соответствующие им подлинно стратегические цели и задачи, нацеленные на решение выявленных проблем. Наиболее точное соответствие проблем, с одной стороны, и целей, задач и направлений мер по преодолению выявленных проблем, с другой стороны, характерно для Стратегии развития финансового рынка 2006 года, для раздела по развитию финансового рынка и банковского сектора в Стратегии-2020. Максимально точные и конкретные проблемы, равно как и соответствующие им задачи по развитию сектора рынка сформулированы в страховых Стратегиях 2002 года и 2013 года.

Следует признать удачным формулировки целеполагания в Стратегиях развития финансового рынка 2006 и 2008 годов, в недавно принятых Основных направлениях развития финансового рынка 2016 года, во всех страховых Стратегиях, в банковских Стратегиях 2001 и 2005 годов. Вообще, в целом, целеполагание – пожалуй, наиболее сильная часть стратегического планирования на российском финансовом рынке.

Примерами наиболее удачного формулирования целевых показателей (критериев) Стратегий являются Стратегия финансового рынка 2006 года и План мероприятий по созданию МФЦ 2013 года. Однако необходимо отметить, что конкретные значения целевых показателей Плана 2013 года оказались крайне резко оторванными от реалий, просто благими пожеланиями авторов данного документа.

Высокая интенсивность стратегических решений наблюдалась в период зарождения российского финансового рынка и формирования его законодательной основы. Определенный уровень внимания к стратегическим вопросам сохранялся в

период функционирования программы развития рынка капитала в России, финансировавшейся Всемирным банком. В рамках этой программы в основном принимались и реализовывались решения, нацеленные на применение передового мирового опыта в российских условиях. Даже после завершения действия данной программы ее влияние продолжало ощущаться – с лагом в 3 – 4 года после ее завершения были приняты подготовленные с активным участием консультантов Всемирного банка такие концептуальные для финансового рынка России законы, как:

- Федеральный закон от 07.12.2011 N 414-ФЗ «О центральном депозитарии»,
- Федеральный закон 07.02.2011 N 7-ФЗ «О клиринге, клиринговой деятельности и центральном контрагенте»,
- Федеральный закон от 27.07.2010 N 224-ФЗ «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации»,
- Федеральный закон от 21.11.2011 N 325-ФЗ «Об организованных торгах».

Однако после завершения действия данной программы соотношение стратегических и тактических решений, принимаемых регулятором рынка капитала, изменилось в пользу вторых. В подготовке проектов регулятивных документов стали все более активно принимать участие специалисты финансовых организаций, заместившие квалифицированных экспертов, финансировавшихся за счет средств Всемирного банка. Пропорционально этому фокус внимания финансовых регуляторов, готовивших проекты соответствующих документов, сместился со стратегических проблем на проблемы преимущественного технического характера, связанные в основном с недостатками организации рынков, технологий и рыночной инфраструктуры.

Попыткой вернуть стратегический взгляд на проблемы развития российского финансового рынка стала дискуссия в профессиональном сообществе, завершившаяся разработкой т.н. «Идеальной модели фондового рынка» [27]. Продолжением движения в данном направлении стала разработка концепции

развития Международного финансового центра в России, проведенная уже органами исполнительной власти. Однако решения, сформулированные в рамках данных документов, так и не были, в большинстве своем, реализованы.

Разработка отраслевых стратегий развития сегментов финансового рынка (Стратегия развития финансового рынка на период до 2008 года, Стратегия развития финансового рынка на период до 2020 года, Стратегия развития страховой деятельности в Российской Федерации на среднесрочную перспективу, Стратегия развития страховой деятельности в Российской Федерации до 2020 года), являясь, вне всякого сомнения, механизмом реализации стратегического планирования развития этих сегментов финансового рынка, тем не менее, несла в себе предопределенность в части ограниченности подлинно стратегических решений, приоритет среднесрочных и краткосрочных проблем перед долгосрочными проблемами стратегического характера.

Причиной такой ситуации видится отраслевой характер данных стратегий, включая отраслевой, ведомственный подход к разработке данных документов. Разработка данных стратегических документов поручалась соответствующему отраслевому органу регулирования или надзора как главному соисполнителю. В этих условиях в число задач данных стратегий включались в первую очередь задачи, наиболее болезненные для данного органа, и лишь уровень общественного сознания руководителя такого органа обеспечивал включение в документ по-настоящему стратегических задач.

Создание мегарегулятора в качестве одной из целей преследовало преодоление отраслевого подхода в регулировании и надзоре финансового рынка. Предполагалось, что это будет также способствовать преодолению отраслевого подхода в разработке стратегий развития соответствующих сегментов российского финансового рынка.

Однако опыт первого стратегического документа, разработанного Банком России в роли мегарегулятора («Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации на период 2016–2018 годов»), показывает, что, частично преодолев отраслевую разобщенность планов развития сегментов

финансового рынка, создание мегарегулятора не преодолело ведомственный подход. Данный документ по своему стилю в гораздо большей степени похож на Стратегический план регулятора, чем на национальную Стратегию развития финансового рынка. Соотношение стратегических и тактических проблем, сформулированных в данном документе, остается таким же, как и в предыдущих отраслевых стратегиях, т.е. сохраняется приоритет среднесрочных и краткосрочных тактических проблем над долгосрочными стратегическими проблемами.

2.2 Разработка предложений по приведению существующей системы стратегических документов по развитию финансового рынка в соответствие с положениями ФЗ «О стратегическом планировании»

Прежде чем формулировать предложения по преодолению устойчивого крена в пользу тактических регулятивных решений в ущерб стратегическим решениям в области финансового рынка, необходимо определить причины происхождения такого крена. Как было показано выше, постоянное возникновение ситуаций «бутылочного горлышка» и их успешное (с точки зрения последующего развития рынка) разрешение регуляторами, законодателями и профессиональным сообществом выработало стойкую привычку к предоставлению приоритета именно тактическим решениям, направленным на преодоление наиболее жестких текущих ограничений.

При этом почти все проблемы, ставшие ограничителями для развития рынка, и поэтому со временем требующие немедленного разрешения как типичные тактические проблемы, изначально формулировались в экспертном и профессиональном сообществах в качестве стратегических задач, без решения которых невозможно устойчивое поступательное развитие рынка в долгосрочной перспективе. Ярчайшим примером в данном случае является проблема создания центрального депозитария, которая впервые была поставлена в качестве стратегической цели в 1994 году, в 1997 году была поставлена в качестве прикладной задачи в Указе Президента [28], но на уровень реальной повестки дня

законодателей вышла только в 2008 году (когда стало понятно, что отсутствие центрального депозитария реально сдерживает масштабные инвестиции глобальных инвесторов в государственные облигации), а соответствующий закон был принят лишь в конце 2011 года. Нерешаемость проблемы создания центрального депозитария как стратегической задачи в течение, по крайней мере, 10 лет, перевело ее в разряд прикладных тактических задач, без решения которой возникла опасность недополучения ресурсов уже в краткосрочной перспективе.

Постоянное воспроизводство ситуации «бутылочного горлышка» своей исходной точкой имеет, по-видимому, отсутствие каких-либо инструментов, механизмов, экономических агентов и институтов, их объединяющих, свойственных экономике с развитым финансовым рынком. Российский финансовый рынок создавался с нуля после более 50 лет его полного отсутствия. Появление любого нового элемента создаваемой финансовой системы неизбежно порождало структурные диспропорции. Когда создавались первые фондовые биржи, не было инструментов, которые могли бы стать предметом торгов, как и инвесторов, которые могли бы их покупать. Поэтому сама постановка вопроса о создании в стране фондового рынка подтолкнула процессы создания фондовых бирж и фондовых отделов при товарно-сырьевых биржах; организации торгов кредитами и депозитами, акциями самих бирж и акциями банков на этих биржах; решения проблем исполнения заключенных на биржах сделок; равно как и проблем формирования профессиональных посредников. Масштабы этих процессов были столь незначительны, что серьезных структурных диспропорций не возникало, но вместе с тем к 1993 году образовался достаточно крупный спрос, не находивший соответствующих инвестиционных инструментов.

Но как только появился крупный выпуск финансового инструмента – приватизационных чеков – сразу возникли структурные проблемы, связанные с отсутствием полноценных организаторов торговли, институтов хранения и учета прав собственности, и эффективных технологичных посредников.

Кроме исходной точки воспроизводства ситуации «бутылочного горлышка», необходимо отметить также такой фактор поддержания постоянства

воспроизводства данной ситуации, как низкое качество государственных институтов, опирающееся на национальные традиции необязательности исполнения, в данном случае, стратегических задач.

Следовательно, для того, чтобы вырваться из ситуации постоянного решения тактических проблем (многие из которых изначально ставились как стратегические) необходимо, в дополнение к методическим вопросам разработки адекватных стратегических документов развития финансовых рынков, обеспечить обязательную реализацию разработанных стратегий.

В соответствии с Федеральным законом от 28.06.2014 N 172-ФЗ "О стратегическом планировании в Российской Федерации" [29] «стратегическое планирование - деятельность участников стратегического планирования по целеполаганию, прогнозированию, планированию и программированию социально-экономического развития Российской Федерации, субъектов Российской Федерации и муниципальных образований, отраслей экономики и сфер государственного и муниципального управления, обеспечения национальной безопасности Российской Федерации, направленная на решение задач устойчивого социально-экономического развития Российской Федерации, субъектов Российской Федерации и муниципальных образований и обеспечение национальной безопасности Российской Федерации» (статья 3).

Данный Федеральный закон установил перечень документов стратегического планирования (статья 11). Для того, чтобы соответствовать закону в данной части, а также ликвидировать отмеченные выше недостатки, свойственному стратегическому планированию развития финансового рынка в России, представляется целесообразным:

1. В обязательном порядке включать раздел по развитию финансового рынка (финансового сектора) Российской Федерации в документы стратегического планирования, разрабатываемые в рамках целеполагания (предусмотренные подпунктом 1 пункта 3 статьи 11) и в документы стратегического планирования, разрабатываемые в рамках прогнозирования (предусмотренные подпунктом 3 пункта 3 статьи 11).

2. В качестве отраслевой стратегии (предусмотренной подпунктом 2а пункта 3 статьи 11) разрабатывать Национальную стратегию развития финансового рынка (финансового сектора), соответствующую требованиям пункта 4 статьи 19 ФЗ «О стратегическом планировании в Российской Федерации».
3. В качестве аналога плана деятельности федеральных органов исполнительной власти (предусмотренного подпунктом 4д пункта 3 статьи 11) для Банка России как мегарегулятора финансового рынка разрабатывать Стратегический план мегарегулятора, который бы являлся максимально полным аналогом стратегических планов регуляторов в странах с развитыми финансовыми рынками.

Горизонт планирования для Национальной стратегии развития финансового рынка (финансового сектора), с учетом положений статей 19 и 24 ФЗ «О стратегическом планировании», должен составлять 6 и 12 лет. Стратегический план мегарегулятора, в целях соответствия требованиям, предъявляемым статьей 31 ФЗ «О стратегическом планировании в Российской Федерации в Российской Федерации» к планам деятельности федерального органа исполнительной власти, должен быть рассчитан на 6 лет. Существующий формат стратегического документа, который начал разрабатываться Банком России в настоящее время (Основные направления развития финансового рынка), может быть вполне успешно вписан (учитывая его 3-летний горизонт) в предлагаемую структуру документов стратегического планирования развития финансового сектора, как вспомогательный элемент для Стратегического плана и Национальной стратегии, разрабатываемый на 2 подпериода 6-летнего периода.

На наш взгляд, при осуществлении стратегического планирования развития финансового рынка в Российской Федерации должны быть обязательно выдержаны три совершенно принципиальных момента.

Во-первых, должна остаться незыблемой норма, заложенная в пункте 11 статьи 7 ФЗ «О стратегическом планировании»: «Принцип измеряемости целей означает, что должна быть обеспечена возможность оценки достижения целей

социально-экономического развития и обеспечения национальной безопасности Российской Федерации с использованием количественных и (или) качественных целевых показателей, критериев и методов их оценки, используемых в процессе стратегического планирования». Другими словами, все целевые значения стратегий развития финансового рынка должны быть абсолютно, безусловно измеримыми в понимании данной статьи закона о стратегическом планировании.

Во-вторых, в силу той же статьи ФЗ «О стратегическом планировании» однозначно установлено, что целевые индикаторы должны выступать инструментом оценки достижения целей. Вопреки этому, Банк России пытается осуществить ревизию положений законодательства, утверждая, что «... в мировой практике отмечается тенденция к сокращению горизонта прогнозирования макропоказателей и отказу от количественных ориентиров развития финансового рынка в пользу оценки степени выполнения запланированных стратегиями мероприятий». На наш взгляд, такой подход совершенно недопустим. Целевые индикаторы стратегии развития финансового рынка должны обеспечивать возможность оценки достижения целей, зафиксированных в данной стратегии, а не просто реализации запланированных мероприятий.

В противном случае деятельность регулятора оказывается отвязанной от общественно значимых целей, и выполнение намеченных им мероприятий может не оказывать никакого влияния на достижение общественно-значимых целей развития финансового рынка.

В-третьих, необходимо обеспечивать безусловное максимально полное соответствие утверждаемых целевых индикаторов целям стратегии, в полном соответствии с пунктом 12 статьи 7 ФЗ «О стратегическом планировании»: «Принцип соответствия показателей целям означает, что показатели, содержащиеся в документах стратегического планирования и дополнительно вводимые при их корректировке, а также при оценке эффективности деятельности федеральных органов исполнительной власти, органов исполнительной власти субъектов Российской Федерации и органов местного самоуправления, должны

соответствовать целям социально-экономического развития и обеспечения национальной безопасности Российской Федерации».

Глава 3. Основные проблемы российского финансового рынка, препятствующие его динамичному развитию

3.1. Уточнение понятия эффективности финансового рынка

На наш взгляд, определение основных проблем развития финансового рынка, препятствующих его развитию, необходимо проводить на основе анализа эффективности финансового рынка в самых разных аспектах. Развитие научных представлений об эффективности финансового рынка началось в 70-х годах XX века с формирования гипотезы (теории) эффективного рынка.

Формулирование гипотезы эффективного рынка капитала стало начальной точкой исследования эффективности финансового рынка. Впервые эту гипотезу сформулировал американский экономист Юджин Фама в диссертации 1960 года [30]. Под эффективностью эта гипотеза понимает информационную (или ценовую) эффективность рынка капитала. Эффективный рынок может существовать, в соответствии с этой теорией, в одной из трех форм, каждая из которых включает предположения предыдущей формы [31]:

- слабой (weak);
- «полусильной» (semistrong);
- сильной (strong).

Ричард Уэст уточнил, что имеется различие между операционно-эффективным рынком (operationally efficient market) и рынком, эффективным в ценовом смысле (pricing efficient market) [32, pp. 30 – 34]. Введение понятия операционно-эффективного рынка позволило учесть затраты инвесторов на проведение операций с ценными бумагами, которые в соответствии с гипотезой эффективного рынка принимались равными нулю.

Многочисленные исследования, проведенные в области корпоративного управления и защиты интересов инвесторов начиная с середины 90-х годов, в первую очередь Рафаэлем Ла Порта, Флоренсио Лопес-де-Силанесом, Андреем Шляйфером, Робертом Вишны [33, Р. 24], позволили сформулировать дополнительные требования к эффективному фондовому рынку. Если суммировать выводы исследователей этого направления экономической мысли, касающиеся представлений об идеальном (полностью эффективном) фондовом рынке, то можно дать следующее определение эффективного рынка с точки зрения теорий корпоративного управления и защиты интересов инвесторов. Эффективный рынок – это рынок, на котором уровень защиты интересов инвесторов, закрепленный в законодательстве, а также качество правоприменения настолько высоки, что инвестор не сталкивается с нерыночными рисками (т.е. рисками, не обусловленными движениями рынка). Транзакционные издержки, связанные с необходимостью обеспечения защиты интересов инвесторов, отсутствуют.

Если рассмотреть все определения эффективного рынка (в информационном смысле, в операционном смысле, с точки зрения защиты инвесторов) под углом зрения транзакционных издержек, то можно сформулировать интегральное определение эффективного рынка. Финансовый рынок абсолютно эффективен во всех аспектах, если на нем отсутствуют транзакционные издержки. Исходя из этого, интегральной целью государственной политики на финансовых рынках должна выступать цель максимально возможного снижения транзакционных издержек всех видов.

Развитие экономической теории в целом и финансовой науки в частности в последние 15 – 20 лет, обнаружили, на наш взгляд, с одной стороны, ограниченность существующих общепринятых определений эффективности финансового рынка, и с другой стороны, их эквивалентность. Следует выделить несколько аспектов этой ограниченности.

Во-первых, это проявляется в рассмотрении финансового рынка вне его связей со всей социально-экономической системой. Эффективность финансового рынка определяется как характеристика замкнутой системы, и, соответственно, никак не

учитывает факта влияния (позитивного или негативного) финансового рынка на экономическую систему в целом. Поэтому существующие определения эффективности финансового рынка не учитывают в явном виде аспекты макроэкономической эффективности финансового рынка.

Во-вторых, это проявляется в рассмотрении эффективности финансового рынка вне связи с другими рынками глобального рынка капитала (мирового финансового рынка).

Следует отметить, что отмеченные аспекты ограниченности не являются свидетельством недостатков существующих общепризнанных определений эффективности финансового рынка. Данная ограниченность стала результатом изменений условий функционирования финансового рынка, которые произошли после создания теории эффективного рынка:

- 1) резкое повышение роли финансового рынка в социально-экономической системе;
- 2) резкая интенсификация процессов глобализации мировой экономики и мирового рынка капитала, приведшая к принципиально иному значению конкурентоспособности национального финансового рынка;

Различные аспекты эффективности финансового рынка тесно взаимосвязаны между собой. Поэтому социально-экономическая неэффективность финансового рынка в Российской Федерации и его неэффективность в глобальном смысле заставляют предположить наличие неэффективности и в других аспектах (ценовом, операционном, в плане защиты инвесторов). Существующие научные труды в данных областях [34], [27] и др. подтверждают это предположение.

3.2. Социально-экономическая эффективность российского финансового рынка

Основной функцией финансового рынка в социально-экономическом развитии страны, с точки зрения обмена ресурсами между секторами народного хозяйства,

является предоставление финансирования, в первую очередь долгосрочного финансирования нефинансовых секторов экономики.

Характеристиками этой роли финансового рынка в социально-экономическом развитии выступают потоки капитала, направляемые предприятиям. В современной российской экономике существует три основных канала долгосрочного финансирования со стороны финансового сектора: 1) долгосрочные кредиты банков; 2) размещение акций на первичном рынке; 3) размещение корпоративных облигаций на первичном рынке. Под долгосрочными инвестициями в данном случае мы понимаем инвестиции на срок более 1 года. Соответственно, в расчет объема долгосрочного финансирования включаются кредиты банков предприятиям, выдаваемые на срок более 1 года. Естественно, что весь объем финансирования, привлекаемого при размещении акций, представляет собой бессрочные финансовые ресурсы. На практике на современном российском облигационном рынке все размещения облигаций осуществляются на срок более 1 года.

В таблице 8 приведены количественные оценки интенсивности использования этих каналов, в части внутреннего финансового рынка.

Таблица 8 - Объем долгосрочного финансирования, привлеченного российскими предприятиями на внутреннем финансовом рынке, млн. рублей.

год	Объем размещенных на внутреннем первичном рынке			Прирост долгосрочных кредитов, предоставленных предприятиям	Суммарный объем долгосрочных инвестиций, привлеченных предприятиями на внутреннем финансовом рынке
	Корпоративных облигаций	Акций	Суммарно		
1999	11 290	0	11 290	31 392	42 682
2000	28 651	0	28 651	68 636	97 287
2001	28 208	0	28 208	91 861	120 069
2002	54 093	413,8	54 507	195 276	249 783
2003	82 175	457,9	82 633	360 185	442 818
2004	143 181	9 457,7	152 638	390 643	543 281
2005	262 110	6 140,7	268 251	564 245	832 496
2006	463 651	41 900,2	505 551	841 844	1 347 395
2007	459 725	317 296,1	777 021	2 288 676	3 065 697
2008	507 057	3 931,1	510 988	2 378 171	2 889 159
2009	845 489	10 778,4	856 267	1 223 587	2 079 854
2010	799 465	20 141,6	819 606	1 153 469	1 973 075
2011	974 030	39 822,8	1 013 852	2 551 741	3 565 593
2012	1 214 179	132,5	1 214 312	2 108 327	3 322 639
2013	1 693 965	141 409,8	1 835 374	2 150 694	3 986 068
2014	1 805 890	21 400,0	1 827 290	5 941 305	7 768 595
2015	2 239 700	40 587,1	2 280 287	2 657 800	4 938 087

Рассчитано по данным: Банка России; ФСФР России; ЦРФР; информационного портала Cbonds.ru; НАУФОР.

Структурно основным каналом долгосрочного финансирования остается банковский сектор (см. рисунок 2).

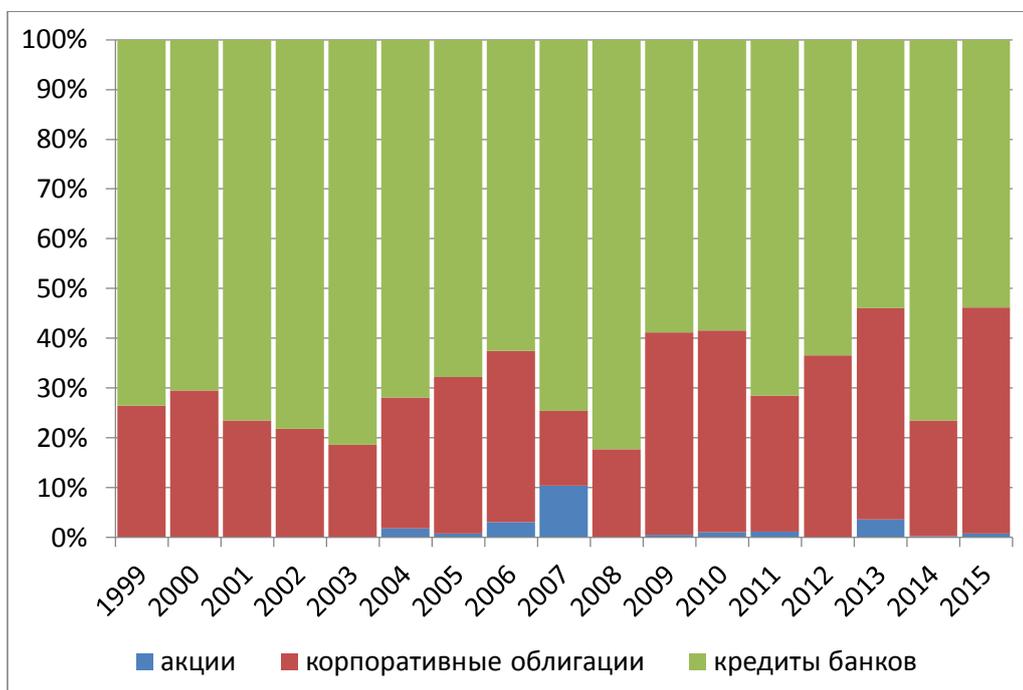


Рисунок 2. Структура внутренних каналов долгосрочного финансирования российских предприятий.

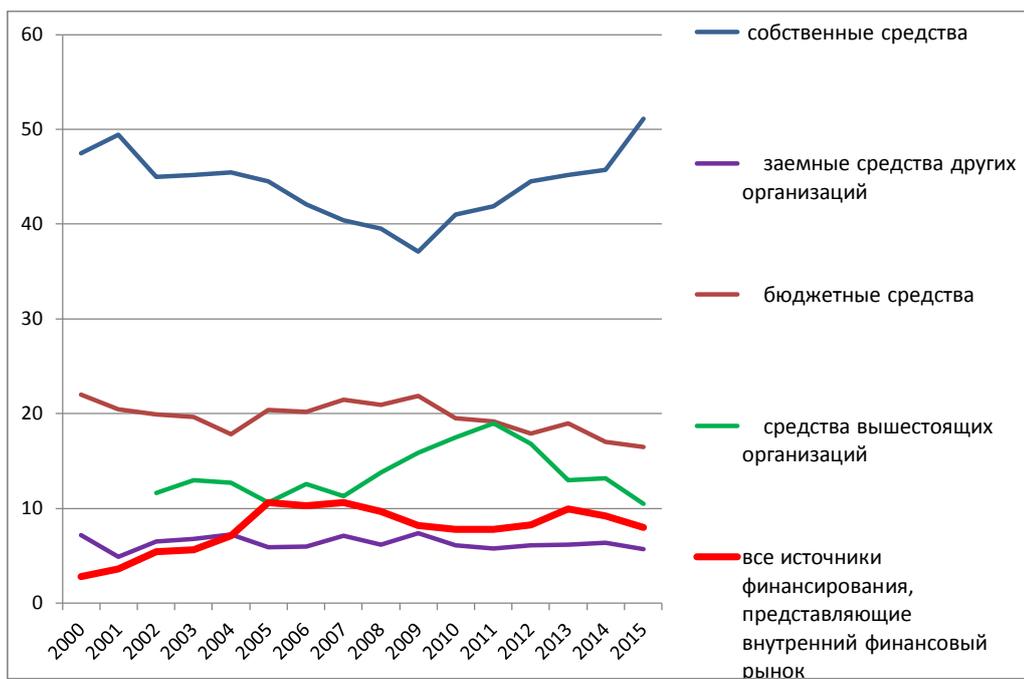
Обращает на себя внимание крайне незначительная доля рынка акций как источника привлечения предприятиями долгосрочных инвестиций в общей структуре каналов долгосрочного финансирования, предоставляемых финансовым сектором. Эта доля незначительна как в сопоставлении с общим объемом долгосрочного финансирования, предоставляемого финансовым рынком в целом (включая банковское кредитование), так и в сопоставлении с совокупным объемом привлечения инвестиций на внутреннем рынке ценных бумаг. Резкое преобладание долгового финансирования в российской экономике является одной из ее отличительных черт, не способствующих кредитной экспансии, с одной стороны, и с другой стороны, являющейся фактором финансовой неустойчивости корпоративного сектора.

Для оценки роли финансового сектора в социально-экономическом развитии как характеристики его социально-экономической эффективности необходимо

сопоставить объем долгосрочных инвестиций, привлекаемых предприятиями на финансовом рынке, с объемом инвестиционной активности предприятий.

Объем инвестиций, перераспределяемых финансовой системой в реальный сектор экономики, можно оценить по двум показателям, каждый из которых имеет свои недостатки.

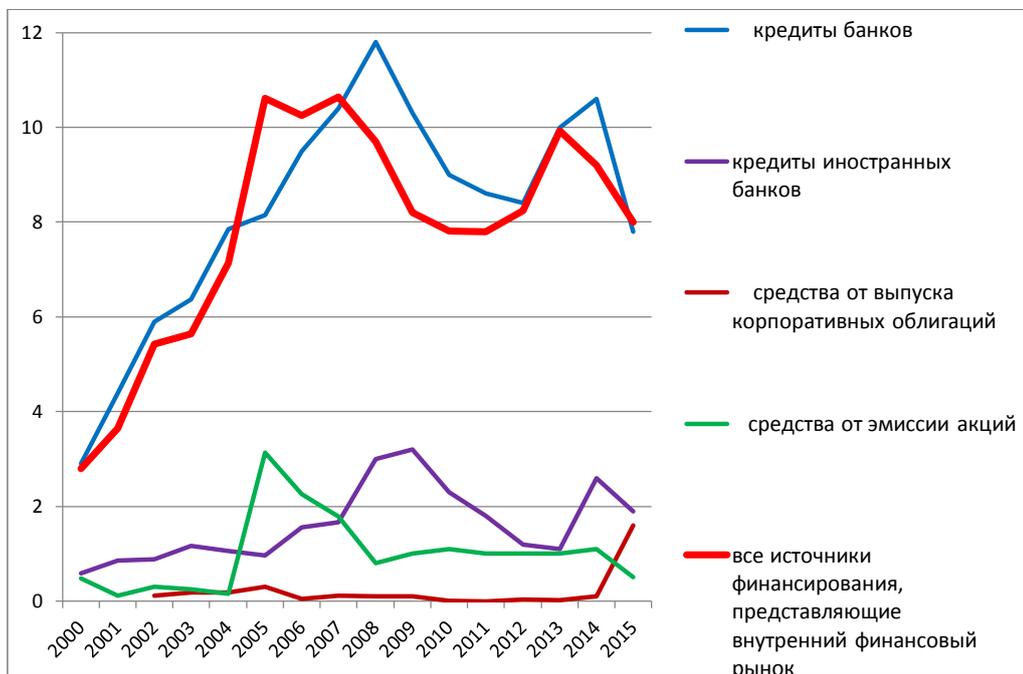
Первый из этих показателей – структура инвестиций в основной капитал по источникам финансирования – публикуется Росстатом. Динамика доли важнейших агрегированных элементов структуры инвестиций в основной капитал российских предприятий (без субъектов малого предпринимательства и объема инвестиций, не наблюдаемых прямыми статистическими методами) с выделением суммарной доли инструментов внутреннего финансового рынка приводится на рисунке 3.



Источник: рассчитано по данным Росстата.

Рисунок 3 – Динамика доли отдельных элементов структуры инвестиций в основной капитал, в % к совокупному объему инвестиций в основной капитал.

На рисунке 4 приведены данные по доле каждого отдельного инструмента финансовых рынков в инвестициях в основной капитал.



Источник: рассчитано по данным Росстата.

Рисунок 4 – Динамика доли отдельных финансовых инструментов в структуре инвестиций в основной капитал, в % к совокупному объему инвестиций в основной капитал.

Важнейший недостаток данного показателя, существенно влияющий на адекватность отражения роли финансового рынка в финансировании инвестиций в основной капитал, - опросный метод формирования данных. В ходе сбора информации Росстат использует мнение сотрудников организаций о размере инвестирования основного капитала из того или иного источника. Строго говоря, невозможно четко установить соответствие между источниками и направлениями финансирования (например, при выпуске облигаций средства, полученные от выпуска, могут быть использованы как на финансирование инвестиций в основной капитал, финансовых вложений, так и на любые другие цели). Кроме того, сами опрашиваемые зачастую путают акции и облигации, в результате чего традиционно наблюдается существенное завышение доли акций при снижении доли облигаций.

Второй существенный недостаток - некорректность отражения в данной форме статистического наблюдения показателя объема средств, привлеченных

путем выпуска корпоративных облигаций. До большинства опрашиваемых предприятий данные средства доходят в виде средств, полученных от материнских и холдинговых компаний, поэтому они и отражаются по итогам опросов в рамках соответствующей графы, составляющей основную часть прочих привлеченных средств.

Второй показатель – простое соотношение объемов инвестиций, привлеченных предприятиями и организациями на финансовом рынке, и объема инвестиций в основной капитал, осуществленных этими предприятиями и организациями. Определенная некорректность данного показателя связана с тем фактом, что привлеченные на финансовом рынке инвестиции могут быть направлены не только на финансирование инвестиций в основной капитал, но и на финансирование сделок слияний и поглощений и иных форм финансовых вложений, на инвестирование за пределы Российской Федерации и т.д. Однако преимущества данного показателя связаны с объективностью показателей, используемых при расчете – он лишен той субъективности, которая свойственна показателю Росстата.

Частично преодолеть недостатки последнего показателя можно путем сопоставления объема инвестиций, перераспределяемых финансовым рынком, не только с объемом инвестиций в основной капитал, но и с объемом долгосрочных финансовых вложений предприятий.

Результаты расчета соотношения долгосрочных инвестиций, привлекаемых предприятиями на финансовом рынке, и показателями долгосрочной инвестиционной активности предприятий (объем инвестиций в основной капитал и сумма объема инвестиций в основной капитал и долгосрочных финансовых вложений) приведены в таблице 9.

Таблица 9 - Соотношение объема долгосрочных инвестиций, привлеченных предприятиями на финансовом рынке, и показателей долгосрочной инвестиционной активности предприятий.

год	Акции		Корпоративные облигации		Банковские кредиты		Всего	
	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)
2000	0,0%	0,0%	2,4%	2,0%	5,9%	4,7%	8,3%	6,7%
2001	0,0%	0,0%	1,9%	1,4%	6,1%	4,7%	8,0%	6,1%
2002	0,0%	0,0%	2,4%	2,5%	11,1%	8,9%	13,5%	11,4%
2003	0,0%	0,0%	2,3%	2,6%	16,5%	11,4%	18,8%	14,0%
2004	0,3%	0,3%	3,7%	3,9%	13,6%	10,5%	17,7%	14,6%
2005	0,2%	0,1%	5,9%	4,8%	15,6%	10,3%	21,7%	15,2%
2006	0,9%	0,6%	8,5%	6,6%	17,8%	12,0%	27,2%	19,2%
2007	4,7%	2,8%	5,1%	4,1%	34,1%	20,5%	43,9%	27,5%
2008	0,0%	0,0%	4,5%	3,8%	27,1%	17,8%	31,6%	21,7%
2009	0,1%	0,1%	6,8%	6,6%	15,3%	9,5%	22,3%	16,2%
2010	0,2%	0,1%	5,6%	5,7%	12,6%	8,2%	18,5%	14,0%
2011	0,4%	0,2%	5,2%	5,4%	23,1%	14,0%	28,7%	19,6%
2012	0,0%	0,0%	7,2%	6,2%	16,8%	10,8%	23,9%	17,0%
2013	1,1%	0,6%	7,7%	7,5%	16,2%	9,5%	25,0%	17,6%
2014	0,2%	0,1%	10,3%	7,6%	42,7%	25,1%	53,2%	32,8%
2015	0,3%	0,1%	9,8%	7,9%	18,3%	9,4%	28,4%	17,4%

Условные обозначения:

- (1) - соотношение с объемом инвестиций в основной капитал предприятий
(2) - соотношение с объемом инвестиций в основной капитал предприятий и долгосрочных финансовых вложений предприятий

Примечания.

1. Привлечение долгосрочных инвестиций через размещение акций учитывается в части размещения акций эмитентами (без учета продаж продающих акционеров) на внутреннем рынке.
2. Привлечение долгосрочных инвестиций на рынке корпоративных облигаций рассчитывается как прирост стоимости корпоративных облигаций в обращении за соответствующий год.
3. Привлечение долгосрочных инвестиций посредством банковских кредитов рассчитывается как прирост совокупной задолженности организаций (без учета финансовых организаций) по банковским кредитам сроком более 1 года в рублях и иностранной валюте за соответствующий год.

Рассчитано по данным Банка России, ФСФР России, Росстата.

Резкий рост данных показателей в 2013 году – прямое следствие «закрытия» крупнейших иностранных финансовых рынков для российских реципиентов инвестиций, которые вынужденно переориентировались на внутренний финансовый рынок.

Проведенные расчеты указывают на невысокую социально-экономическую эффективность российского финансового рынка, опирающегося на показатели его роли в инвестиционных процессах в экономике. Кроме того, заметны внутренние структурные диспропорции в потоке инвестиций, направляемых финансовым рынком в реальный сектор экономики: крайне низкая доля инвестиций, перераспределяемая через небанковский финансовый сектор и крайне низкая роль долевых инвестиций в этом потоке.

3.3. Эффективность российского финансового рынка в глобальном аспекте

Глобальный аспект эффективности российского финансового рынка мы оценивали по двум группам показателей:

- рейтинговым оценкам глобальной конкурентоспособности России на мировом финансовом рынке;
- показателям доли России на мировом финансовом рынке.

Методологическое обоснование данного подхода было дано в работе [26]. Оценивая международную эффективность российского финансового рынка по этим двум группам показателей, мы преодолеваем те недостатки, которые присущи каждой из этих групп.

Среди рейтинговых оценок глобальной конкурентоспособности России на мировом финансовом рынке особое место занимает Индекс глобальных финансовых центров (GFCI), рассчитываемый компанией Z/Yen Group Limited. Место Москвы в этом рейтинге стало одним из целевых индикаторов Дорожной карты по созданию МФЦ, в соответствии которой на 2014 год было намечено вхождение Москвы в top-40 МФЦ, на 2015 год – в top-25, а на 2018 – в top-15 [16, С. 3].

В реальности Москва и Санкт-Петербург остаются внизу рейтинга GFCI в течение всего периода расчета этого рейтинга. В последние два года отставание российских финансовых центров от своих конкурентов усиливалось, но в рейтинге марта 2016 года Москва поднялась сразу на 9 мест вверх (с 78 на 67 место), обогнав, в том числе, Алматы. Однако по итогам следующего рейтинга (сентябрь 2016 г.) Москва вновь вернулась в самый низ списка, заняв 84 место из 86 возможных. По итогам нескольких последних рейтингов GFCI (с сентября 2013 г. по сентябрь 2016 г.) российские финансовые центры значительно отстают не только от финансовых центров стран БРИКС (разрыв от которых заметно увеличился за последние годы), но и от Мехико, Варшавы, Стамбула.

Видимо, учитывая невыполнимость данных целевых индикаторов, в октябре 2016 г. Постановление, которым была утверждена Дорожная карта по созданию МФЦ, было отменено без объяснения причин Распоряжением Правительства Российской Федерации № 2085-р от 5 октября 2016 года [35].

В последнем (2015 – 2016 гг.) рейтинге развития финансовых рынков, ставшим 8-м столпом в рейтинге глобальной конкурентоспособности WEF, Россия занимает 95 место, пропустив вперед всех своих конкурентов на глобальном финансовом рынке (ЮАР – 12 место; Польша – 43-е; Мексика – 46-е; Индия – 53-е; Китай – 54-е; Бразилия – 58-е; Казахстан – 91-е).

Итоговое 95-е место России раскладывается на 69 место по доступности финансовых услуг; 67 место по приемлемости финансовых услуг с точки зрения их стоимости; 88 место по объему финансирования посредством внутреннего рынка акций; 57 место по легкости доступа к займам; 66 по доступности венчурного капитала; 115 место по устойчивости банков; 97 место по регулированию фондовых бирж; 80 место по индексу юридической защиты прав инвесторов (из 140 стран) [36].

Оценка места России на мировом финансовом рынке с точки зрения факторов глобальной конкурентоспособности дается также Всемирным банком (в рамках доклада Doing Business) и Международным валютным фондом (МВФ) при расчете Индекса финансового развития (Index of Financial Development).

В рамках доклада Всемирного банка Doing Business 2016 года по показателю «легкость получения кредита» Россия заняла 61-е место, а по показателю «защита миноритарных инвесторов» - 100-е место [37].

При расчете Индекса финансового развития (Index of Financial Development), проведенном МВФ на основе показателей 2013 года, собранных в рамках базы данных глобального финансового развития Всемирного банка (World Bank Global Financial Development Database), была сделана попытка уйти от субъективных оценок, формируемых на основе ответов респондентов, которые практикуются при расчете вышеперечисленных рейтингов. Данный рейтинг опирается на 20 показателей 6 групп, формирующих матрицу показателей 2X3: финансовой глубины (выражены в % к ВВП), финансовой доступности и эффективности для финансовых институтов и финансовых рынков [38].

Однако следует отметить, что данный рейтинг сохранил в себе элемент субъективности в части подбора весов к 6 группам показателей в ходе формирования интегральных оценок. Кроме того, несмотря на гигантскую работу по сбору показателей финансового развития, проведенную Всемирным банком, сохранилась весьма острая проблема пропусков данных, для решения которой применяются специальные процедуры [38, Р. 34-35].

Россия оказалась достаточно высоко по итогам расчета Индекса финансового развития МВФ по данным 2013 года. Интегральный рейтинг позволил занять 32-е место (среди 183 стран); по индексу финансовых институтов – 46-е место, а по индексу финансовых рынков – 19-е место [39].

Обобщая рейтинговые оценки глобальной конкурентоспособности России на мировом финансовом рынке, мы сформировали таблицу, в которую включили все имеющиеся оценки (см. таблицу 10).

Таблица 10 - Текущие рейтинговые оценки глобальной конкурентоспособности России на мировом финансовом рынке.

Автор	Название	Дата	Данные	Место	Всего
Z/yeu Group	Индекс глобальных финансовых центров (GFCI)	2016	2015	84	86
Всемирный экономический форум	Рейтинг развития финансовых рынков	2015	2014 - 2015	95	140
Консорциум Xinhua и Dow Jones	Индекс развития международных финансовых центров	2014	2013	33	45
Всемирный банк	Doing Business, легкость получения кредита	2016	2015	61	189
Всемирный банк	Doing Business, защита миноритарных инвесторов	2016	2015	100	189
Международный валютный фонд	Индекс финансового развития	2015	2013	32	183

Условные обозначения:

«Автор» - организация, присваивающая рейтинг; «Название» - наименование рейтинга; «Дата» - дата публикации последнего (текущего) рейтинга; «Данные» - давность использованных показателей (год фиксации данных показателей); «Место» - место России в рейтинге; «Всего» - общее количество мест в рейтинге.

Примечание [Ц1]: Учел замечание, столбец убран (Word не позволяет показать это в режиме исправлений).

Оценка показателей места Российской Федерации на глобальном финансовом рынке со стороны результирующих показателей, в большинстве своем являющимися показателями доли России на мировом финансовом рынке, была проведена в работе [40]. Результаты этой оценки приводятся в таблице 11.

Таблица 11 - Показатели места финансового рынка России в глобальной финансовой системе.

показатель	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Доля в глобальном объеме торговли акциями	0,63%	0,60%	0,44%	0,62%	0,82%	0,96%	0,69%	0,44%	0,30%	0,12%
Доля в мировой капитализации	2,07%	2,40%	1,23%	1,73%	1,94%	1,87%	1,69%	1,37%	0,64%	0,71%
Доля в глобальном объеме IPO/SPO	1,40%	3,00%	0,30%	0,10%	0,20%	0,40%	1,10%	0,90%	0,05%	0,06%
Доля в мировом размере активов коммерческих банков	0,75%	0,97%	0,98%	1,05%	1,15%	1,14%	1,39%	1,46%	н.д.	н.д.
Доля в глобальной стоимости чистых активов взаимных фондов	0,03%	0,03%	0,01%	0,01%	0,02%	0,01%	0,01%	0,01%	0,00%	0,00%
Доля в глобальном объеме страховых премии	0,40%	0,46%	0,53%	0,39%	0,42%	0,50%	0,56%	0,62%	0,54%	0,37%
Доля в глобальном объеме премий по страхованию жизни	0,03%	0,04%	0,03%	0,02%	0,03%	0,05%	0,07%	0,10%	0,11%	0,08%
Соотношение номинального курса рубля и ППС	0,464	0,547	0,577	0,442	0,521	0,59	0,599	0,606	0,497	0,37
Доля рубля в мировом номинале еврооблигаций	0,02%	0,04%	0,05%	0,05%	0,06%	0,07%	0,16%	0,15%	0,09%	н.д.
Доля рубля в глобальном валютном обороте		0,37%			0,45%			0,80%		
Соотношение P/E по России и среднего P/E по развивающимся рынкам	100%	82%	40%	76%	57%	45%	44%	43%	40%	н.д.
Доля в мировом ВВП (справочно)	1,94%	2,26%	2,64%	2,05%	2,33%	2,62%	2,72%	2,75%	2,39%	1,81

Рассчитано по данным Всемирного Банка, Банка международных расчетов, Всемирной федерации бирж, Международного валютного фонда, Института инвестиционных компаний, SwissRe, Банка России, ФСФР России, ЦРФР, Лондонской фондовой биржи.

Источник: [40].

Все годовые показатели долей секторов финансового рынка России в мировом финансовом рынке после кризиса 2008 г. ниже или существенно ниже доли России в мировой экономике (оцениваемой на основе ВВП в номинальном **выражении**) того же года. Это свидетельствует о низком развитии российского финансового сектора по сравнению с остальным миром.

Примечание [МОА2]: Это место меня смущало. Только после разговора с Вами я поняла, что по каждому году проводилась оценка в ценах этого текущего года.

Доля России в мировой капитализации уменьшилась более чем в два раза, заметно снизились и другие ее показатели на мировом рынке акций, особенно на рынке IPO/SPO. Доля России в глобальной стоимости чистых активов взаимных фондов в 2014 г. уменьшилась до 0,0048% и продолжала падать в 2015 г. (0,0038%). В 2014 г. существенно снизилась доля рубля в мировой номинальной стоимости еврооблигаций, находящихся в обращении. Соотношение P/E по России и среднего P/E по развивающимся рынкам в 2014 г. вернулось к минимальным значениям, зафиксированным по итогам 2008 г.

Все показатели небанковского сегмента финансового рынка указывают на его разрушение, сопоставимое с периодом после кризиса 1998 г.

Проведенное исследование места российского финансового рынка на глобальном рынке подтвердило принципиальные выводы из анализа рейтингов глобальной конкурентоспособности национальных финансовых рынков (прежде всего Индекса глобальных финансовых центров) о снижении конкурентоспособности российского финансового рынка, ставшем особенно заметным в 2014 г. Вместе с тем проанализированные нами объективные показатели свидетельствуют о существенно более резком снижении значимости России на глобальном финансовом рынке по сравнению с оценками рейтингов глобальной конкурентоспособности национальных финансовых рынков [40].

3.4. Определение комплекса основных проблем российского финансового рынка

Проведенные исследования в части уточнения роли финансового рынка Российской Федерации в социально-экономическом развитии страны (т.е. его

социально-экономической эффективности) и места на глобальном финансовом рынке (т.е. глобальной эффективности) позволяют сделать вывод о недостаточной эффективности российского финансового рынка. Поэтому главная, определяющая проблема современного финансового рынка Российской Федерации – низкая эффективность.

Говоря о том, что недостаточная эффективность – главная интегральная проблема современного финансового рынка Российской Федерации, далее определим основные проблемы российского финансового рынка, как причины его недостаточной эффективности. Именно при таком подходе мы сможем выявить те проблемы, которые являются глубинными и в наибольшей степени препятствуют динамичному развитию российского финансового рынка.

Основные проблемы российского финансового рынка характеризуют разные стороны функционирования финансового рынка. В социально-экономической системе финансовый рынок является посредником между инвесторами (сберегателями) и реципиентами инвестиций. Кроме того, он подвергается регулированию и надзору со стороны финансовых регуляторов, а также иному воздействию со стороны других видов государственной политики и объективных юридических, макроэкономических, социальных и политических процессов. Каждая из сторон финансового рынка, соприкасающаяся с другими подсистемами социально-экономической системы, на наш взгляд, в настоящее время характеризуется существенными проблемами.

Среди этих основных проблем первая и самая важная проблема – неудовлетворительные условия инвестирования на финансовом рынке Российской Федерации для сберегателей. Финансовый рынок не обладает достаточной привлекательностью для инвесторов по целому ряду параметров. Во-первых, инвесторы не имеют достаточной защиты своих прав и интересов. Во-вторых, им не предлагается достаточно широкого перечня конкурентоспособных (по сравнению с другими вариантами организации сбережений – инвестициями в недвижимость, депозитами и валютой) вариантов инвестирования на финансовом рынке, равно как

и достаточно широкого перечня привлекательных инвестиционных инструментов, соответствующих инвестиционным предпочтениям инвесторов. В-третьих, для многих категорий инвесторов, в первую очередь для долгосрочных институциональных инвесторов, в современной России условия деятельности не являются благоприятными. Поэтому такие категории инвесторов в России не развиваются, более того, их развитие сдерживается существующими приоритетами государственной политики.

Проблема неудовлетворительных условий инвестирования характеризует взаимодействие финансового рынка с инвесторами. На стороне инвесторов это проявляется в:

- 1) неоптимальной (как с точки зрения интересов модернизации экономики, так и с точки зрения оптимизации структуры доходов населения) структуре сбережений населения;
- 2) избыточном размере нераспределенной прибыли нефинансовых предприятий;
- 3) фактическом отсутствии таких значимых для процесса формирования долгосрочного капитала институтов, как открытые инвестиционные фонды и продукты страхования жизни, а также сдерживании развития пенсионных институтов.

Вторая проблема характеризует взаимоотношения финансового рынка с реципиентами инвестиций. Она заключается в несоответствии выгод и затрат от взаимодействия с финансовым рынком для большинства российских предприятий нефинансового сектора, являющихся потенциальными реципиентами инвестиций. Реципиенты инвестиций в качестве выгод рассчитывают на привлечение долгосрочного капитала в крупных объемах и с относительно низкой стоимостью заимствования, будучи готовы для этого соблюдать требования рынка (инвесторов): обеспечивать высокий уровень прозрачности, поддерживать высокие стандарты корпоративного управления, нести затраты на соответствие критериям листинга и в целом на поддержание формы публичного общества.

Однако баланс выгод и затрат в российских условиях оказывается сильно деформирован. Реципиенты инвестиций не получают должной отдачи (выгод) от выполнения ими требований рынка: российскому финансовому рынку характерна высокая стоимость заимствований и низкая дюрация при привлечении долговых инвестиций, небольшой объем инвестиций, привлекаемый на внутреннем рынке – как для долговых, так и для долевых инвестиций. При этом транзакционные издержки и риски, связанные с выполнением стандартов финансового рынка (сторона затрат), весьма высоки, значительно выше, чем в других странах с сопоставимыми условиями привлечения инвестиций на финансовых рынках. Затраты на корпоративное управление, на МСФО и аудит, на раскрытие информации, на соответствие другим критериям листинга и т.д. в российских условиях дополняются резким ростом рисков недружественных поглощений в случае поддержания большей открытости (прозрачности), включая прозрачность финансовой отчетности и прозрачность структуры собственности.

Стимулы к преобразованию в публичное общество, которое дает расширение возможностей по привлечению инвестиций, в современной России серьезно подорваны существующей практикой захватов наиболее привлекательных и информационно прозрачных корпораций.

На стороне реципиентов инвестиций данная проблема проявляется в следующих аспектах, поддающихся, в том числе, количественному описанию:

- неоптимальности структуры источников финансирования инвестиций в основной капитал (завышенная доля собственных средств и, возможно, банковских кредитов);

- дефиците акционерного капитала (низкой доле долевых инвестиций).

Третья проблема характеризует состояние самой отрасли финансового посредничества. В данном случае для большинства сегментов финансового рынка характерны одни и те же негативные процессы:

- дефицит собственного капитала;

- сокращение количества действующих в рамках сегмента финансовых организаций, что может приводить к росту концентрации в отрасли (сегменте), к

снижению доступности финансовых услуг и к некоторым другим негативным последствиям;

- снижение рентабельности бизнеса, в том числе вследствие существенного роста надзорных издержек.

Для части сегментов финансового рынка также характерны:

- сокращение размера активов (абсолютное или в сопоставлении с валовым внутренним продуктом);

- сокращение продуктовой линейки и/или сокращение перечня предоставляемых услуг

Четвертая проблема – низкое качество самих финансовых рынков, на которых функционируют финансовые организации (финансовые посредники) – характеризует невозможность нормального выполнения финансовым сектором в целом ряда функций, в т.ч. функции справедливого ценообразования и функции трансформации и перераспределения рисков. Низкое качество финансовых рынков проявляется в следующих качественных параметрах, часть из которых можно выразить количественно:

- ликвидности большинства финансовых рынков;

- соотношения рыночных и нерыночных сделок;

- неполноты существующих финансовых рынков;

- распространенности недобросовестных практик (инсайдерской торговли и манипулирования рынком и ценами);

- повышенной волатильности.

Пятая проблема – наличие большого количества структурных диспропорций финансового рынка (финансового сектора) Российской Федерации. Необходимо выделить следующие основные структурные диспропорции российского финансового рынка, большая часть которых может быть описана количественными показателями:

- между банковским и небанковским сектором (как по показателю стоимости активов банковских и небанковских финансовых посредников, так и по показателю

объемов финансирования, поставляемого этими секторами в реальный сектор экономики);

- между долевым и долговым финансированием (в настоящее время доля долевого финансирования, привлекаемого российскими предприятиями на финансовых рынках, крайне мала);

- многочисленные структурные диспропорции, предопределяющие ограниченность возможностей хеджирования и страхования рисков (в т.ч. невозможность диверсификации, дефицит страховых услуг и рынка перестрахования, отсутствие многих сегментов срочного рынка, невозможность внутренней секьюритизации и строительства сложных продуктов, в т.ч. продуктов с защитой капитала);

- одновременное сосуществование институтов с избытком финансовых ресурсов, не находящих применения, и дефицитных секторов экономики, ищущих финансирование (данная структурная диспропорция, впрочем, частично выходит за рамки финансового сектора).

Шестая проблема - неоптимальное регулирование и неоптимальный надзор, осуществляемые регуляторами в отношении части финансовых институтов. С передачей функций регулирования и надзора в отношении небанковских финансовых институтов Банку России возникло расхождение между теми критериями, которыми руководствуется Банк России при выстраивании систем регулирования и надзора на небанковском сегменте (они опираются на «Ключевые принципы эффективного банковского надзора» Базельского комитета банковского надзора) и более адекватными системами регулирования и надзора в отношении этих сегментов, которые сформулированы в рекомендациях и принципах соответствующих «отраслевых» международных объединениях регуляторов, прежде всего IOSCO и IAIS. Главное следствие такого расхождения – различие между иерархией функций регулирования, которая установлена в настоящее время Банком России, и той естественно сложившейся иерархией функцией регулирования, которая позволяет наиболее динамично развиваться рынку ценных бумаг и страховому сектору.

Банк России, продолжая применять логику банковского регулирования на небанковских сегментах финансового рынка, концентрируется на пруденциальной функции и функции предотвращения системных рисков. В результате существенно ослаблена функция обеспечения добросовестного ведения бизнеса и защиты инвесторов (клиентов финансовых организаций), в то время как пруденциальному регулированию и надзору, а также предотвращению системных рисков уделяется повышенное внимание. Следствием неверной иерархии целей регулирования стали, с одной стороны, ухудшение защиты прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг и других клиентов финансовых организаций на других сегментах небанковского финансового рынка, а также резкий и необоснованный рост надзорных издержек, с другой стороны.

Седьмая проблема - неблагоприятная внешняя среда. Развитие финансового рынка происходит в условиях неблагоприятного инвестиционного климата, низкого качества государственных институтов, преобладания геополитических интересов над интересами развития экономики. Кроме того, на развитие финансового рынка оказывают негативное влияние некоторые процессы на макроэкономическом уровне (продолжение поддержания ставки рефинансирования на избыточно высоком уровне, что приводит к завышению уровня процентных ставок по всей структуре процентных ставок, и, следовательно – к сокращению объема привлекаемых долговых инвестиций; ранее – волатильность валютного курса и непрогнозируемость уровня инфляции и т.д.).

Первая и вторая проблемы – это проблемы взаимодействия между финансовым рынком и его двумя сторонами (спросом и предложением) – представляются наиболее важными с точки зрения эффективности выполнения финансовым рынком своих социально-экономических функций. Поэтому они будут рассмотрены далее наиболее подробно. Проблемы с третьей по пятую – внутренние проблемы финансового рынка, рассматриваемого как замкнутая система. Шестая и седьмая проблемы – это проблемы неблагоприятного внешнего воздействия, которое не поддается управлению со стороны финансового рынка и его регуляторов. Это проблемы, если можно так выразиться, более высокого порядка, которые

должны решаться в рамках общего совершенствования государственной политики и государства в целом как института, включая совершенствование государственных регуляторов (за исключением проблемы неоптимальности финансового регулирования и надзора, которая может и должна решаться в рамках документов стратегического планирования, нацеленных на развитие финансового рынка).

3.5. Дефицит долгосрочных инвестиций

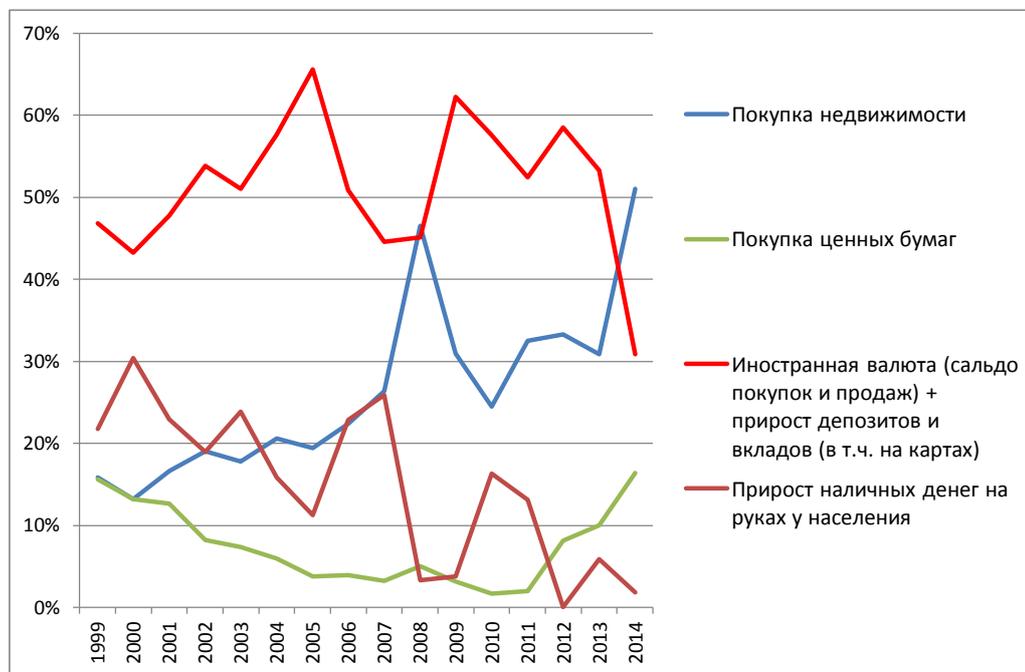
Среди основных проблем развития российского финансового рынка и одновременно одной из причин его неэффективности является проблема дефицита долгосрочных инвестиций. Следует указать на два фактора, предопределяющих данную проблему, которые взаимно усиливают влияние друг друга:

- Низкая доля долгосрочных финансовых инструментов в структуре сбережений населения
- Низкая емкость пенсионного и страхового сегментов финансового сектора, ограничивающая предложение долгосрочных инвестиционных ресурсов.

Кроме того, в качестве инвесторов на финансовом рынке в настоящее время могли бы выступать и некоторые предприятия реального сектора, в первую очередь экспортеры продукции. Однако они предпочитают предельно упрощенные формы размещения своих, иногда весьма значительных, временно свободных финансовых ресурсов, преимущественно в валютные депозиты банков, в том числе кэптивных банков. В результате в структуре их активов растут краткосрочные финансовые вложения, а в структуре пассивов в избыточном размере скапливается нераспределенная прибыль.

Структура сбережений населения в России остается неэффективной, с точки зрения возможностей использования сбережений населения для финансирования экономического роста. Два основных потока сбережений населения остаются неизменными на протяжении последних 10 лет. Первый поток – инвестиции в недвижимость; второй поток – прирост банковских вкладов, преимущественно

краткосрочных, сменяющийся в периоды кризисов покупкой иностранной валюты [41] (см. рисунок 5).



Рассчитано по данным Росстата.

Рисунок 5 – Динамика долей важнейших элементов структуры сбережений населения России, в % к сбережениям (агрегированная структура; включая прирост наличных денег).

Следует подчеркнуть, что краткосрочные банковские вклады и иностранная валюта являются взаимозаменяемыми инструментами инвестирования сбережений населения [41], и поэтому могут быть объединены в одно направление использования доходов населения, краткосрочных сбережений. Долгосрочным направлением сбережений населения традиционно выступает покупка недвижимости, и по мере роста доходов населения и увеличения временных горизонтов инвестирования населения своих сбережений его доля в структуре сбережений населения устойчиво растет.

Напротив, другое направление долгосрочного инвестирования сбережений населения - покупка ценных бумаг (в том числе инструментов институтов

коллективных инвестиций) - остается незначительным дополнением к двум основным потокам сбережений, сложившимся в рамках существующей модели организации сбережений населения. Между тем именно это направление инвестиций сбережений населения всегда и везде является главным источником «длинных денег», поступающих в финансовый сектор, который перераспределяет их в реальный сектор экономики. Тенденция к росту данного направления организации сбережений домохозяйств, наметившаяся в течение 2011 – 2014 гг., пока еще не является устойчивой, за ней не стоят фундаментальные факторы. Кроме того, достигнутый уровень доли этого направления сбережений населения пока явно недостаточен для оживления финансового рынка и наполнения экономики длинными деньгами.

По доле населения, инвестирующего в ценные бумаги с использованием брокерских услуг, Россия сильно отстает не только от стран с развитыми финансовыми рынками, но и от большинства своих прямых конкурентов по мировому рынку капитала. В России счета на фондовой бирже имеют всего лишь 0,8% населения, в то время как в Китае – около 6%, в Корее - 8%, в Бразилии – 11%, в Гонконге – 20% [41].

В течение длительного периода времени особенностью России был запредельно высокий уровень прироста наличных денег на руках у населения, однако в течение 2008 - 2009 гг. он снизился до минимальных значений, в том числе за счет увеличения прироста средств населения на банковских картах, и сегодня уже это направление сбережений населения стало статистической погрешностью.

Таким образом, доля сбережений населения, инвестируемых в недвижимость, в иностранную валюту или на краткосрочные банковские депозиты, в России сильно завышена, а доля сбережений, инвестируемых в институты коллективных инвестиций или напрямую (но, естественно, с использованием услуг финансовых посредников) в долгосрочные ценные бумаги российских корпораций - крайне мала [41]. Именно этот фактор, в условиях отсутствия долгосрочных иностранных инвестиций, становится критическим для дальнейшего развития финансового сектора.

Прямым следствием неэффективной структуры сбережений населения стала и низкая емкость пенсионного и страхового сегментов финансового сектора, ограничивающая предложение долгосрочных инвестиционных ресурсов. Вместе с тем, недостаточное развитие внутренних институциональных инвесторов имеет и другие причины, в том числе, связанные с неоднократными волюнтаристскими решениями о конфискации пенсионных накоплений, с низкой конкуренцией и низкой эффективностью надзора в страховой отрасли и т.д.

В результате Россия твердо занимает последнее место в мире (среди всех стран, по которым ведется наблюдение за институтами коллективных инвестиций) по соотношению стоимости чистых активов открытых инвестиционных фондов и ВВП (см. таблицу 12).

При этом впереди России со значительным отрывом оказались и многие страны с существенно более низким уровнем доходов населения. Это означает, что в России проблема не в том, что у людей мало денег, а в том, что они инвестируются по иным направлениям, нежели в других странах, и, соответственно, не приходят в реальную экономику. Россия – одна из немногих стран, в которых емкость рынка открытых инвестиционных фондов не восстановилась до докризисных уровней [41].

Можно привести совершенно убийственную оценку эффективности российской политики по аккумулированию сбережений населения: в Индии (где доход на душу населения в 2014 году составил 12% от российского уровня) стоимость чистых активов взаимных фондов на душу населения составляет почти в 10 раз больше, чем в России (103,9 долл. против 10,5 долл.) [40].

По объему частных пенсионных активов Россия также существенно отстает от большинства стран мира с развитыми и развивающимися рынками. Совокупная стоимость пенсионных резервов НПФ и пенсионных накоплений под управлением НПФ и частных управляющих компаний составляет на конец 2013 года 2 трлн. 775 млрд. рублей, или 3,43% ВВП. Аналогичный показатель в Бразилии составляет 14%, Польше 17%, Мексике 13%, Корее 5,4%, Чили 60%. Вместе с тем Россия опережает по данному показателю 2 крупнейшие развивающиеся экономики – Китай и Индию – в которых нет развитых частных пенсионных систем.

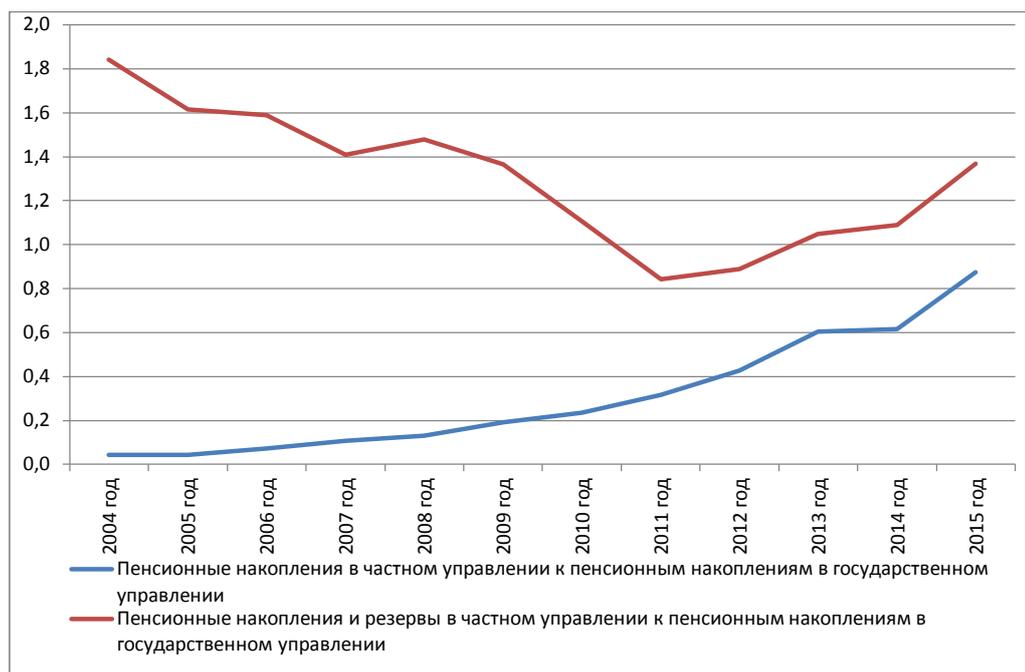
Таблица 12 - Соотношение стоимости чистых активов взаимных фондов и ВВП в странах с мировыми финансовыми центрами и в странах с развивающимися финансовыми рынками, являющимися прямыми конкурентами России на глобальном рынке капитала, %.

Страна	2000	2003	2006	2009	2012	2013	2014	2015
США	71,3	67,6	78,6	78,8	83,1	89,4	91,0	108,5
Франция	54,4	64,2	78,8	68,0	56,4	56,0	49,2	75,7
Бразилия	24,7	33,9	39,3	49,0	47,5	45,4	42,2	64,0
Великобритания	25,1	21,9	33,1	33,4	40,5	46,3	40,2	56,5
Германия	12,5	11,3	8,6	9,5	9,6	10,5	9,3	56,0
Южная Африка	Н.д.	Н.д.	30,6	37,4	37,8	40,8	41,9	46,4
Япония	9,1	8,3	13,3	13,1	12,4	15,8	17,0	32,2
Корея	21,6	20,0	31,7	31,8	23,7	21,9	22,1	26,6
Чили	6,1	11,6	12,1	21,2	14,2	14,2	17,1	16,6
Китай	Н.д.	Н.д.	10,4	7,6	5,3	5,0	6,8	11,6
Мексика	3,2	5,0	7,5	8,0	9,5	9,6	9,3	9,7
Индия	3,0	5,0	6,2	10,3	6,2	5,8	6,5	8,2
Польша	0,9	4,0	8,5	5,3	5,3	5,4	4,8	7,1
Аргентина	2,6	1,5	2,9	1,4	1,5	1,8	2,9	2,8
Турция	0,0	3,3	6,0	3,2	2,1	1,7	1,9	1,8
Россия	0,1	0,3	0,6	0,3	0,2	0,2	0,1	0,1

Рассчитано по данным Всемирного банка и Института коллективных инвестиций.

Однако в России существенный объем пенсионных накоплений (2 трлн. 59,6 млрд. рублей по состоянию на конец 2015 года) находится под управлением государственной управляющей компании (ВЭБ), что потенциально может служить дополнительным источником поступления «длинных денег» в финансовый сектор с последующим (теоретически эффективным) перераспределением в реальный сектор

экономики. Долгое время соотношение между пенсионными накоплениями, переданными в управление частным управляющим (НПФ и управляющим компаниям), и пенсионными накоплениями под управлением государственной управляющей компании характеризовались незначимыми величинами. Но в последние годы эта пропорция стала активно изменяться и сейчас данное соотношение приблизилось к 1 (см. рисунок 6).



Рассчитано по данным информационного портала www.investfunds.ru

Рисунок 6 - Соотношение между частными и государственными формами управления пенсионным капиталом в Российской Федерации.

К сожалению, именно в этот момент государство решило нерыночными способами воздействовать на данный позитивный тренд и фактически конфисковать пенсионные накопления, поставив под вопрос существование всей частной пенсионной индустрии.

Фактически полностью отсутствует в России такой инструмент поставки длинных ресурсов в финансовую систему, как страхование жизни. По итогам 2015 года премии по страхованию жизни составили в России всего 0,16% ВВП, в то время как в странах-партнерах по группе БРИКС аналогичный показатель на

несколько порядков выше: в Южной Африке 12,0%, в Индии 2,7%, в Бразилии 2,1%, в Китае 1,9%. В России доля премий по страхованию жизни составляет лишь 12,7% совокупного объема страховых премий, в то время среднемировое значение находится на уровне 55,6%.

Как представляется, крайне малый объем долгосрочных финансовых ресурсов, поступающих в российскую финансовую систему от населения и от внутренних институциональных инвесторов, специализирующихся на долгосрочных инвестициях, является важнейшим фактором, предопределяющим в среднесрочной перспективе отставание России от своих конкурентов на мировом рынке.

Финансовый сектор является составной частью народнохозяйственной социально-экономической системы, соединяющей реципиентов инвестиций, с одной стороны, и инвесторов, с другой стороны. Поэтому преодоление препятствий для его развития возможно только при условии качественных изменений, причем как со стороны предложения инвестиционных ресурсов, так и со стороны спроса на финансовые ресурсы.

3.6. Неэффективность финансового рынка для реципиентов инвестиций

Вышеперечисленные факторы недостаточной эффективности финансового сектора, действующие со стороны конечных инвесторов, т.е. со стороны «входа» финансовой системы, тесно связаны и в значительной мере взаимно обусловлены факторами, действующими со стороны реципиентов инвестиций, т.е. со стороны «выхода» финансовой системы.

Как было отмечено выше, российскому финансовому рынку характерны следующие черты, делающие привлечение инвестиций на финансовом рынке неэффективным для реципиентов инвестиций:

- небольшой объем инвестиций, который может быть привлечен на внутреннем финансовом рынке (как для долговых, так и для долевого инвестиций), существенно меньший, чем позволяет привлекать внешний рынок;

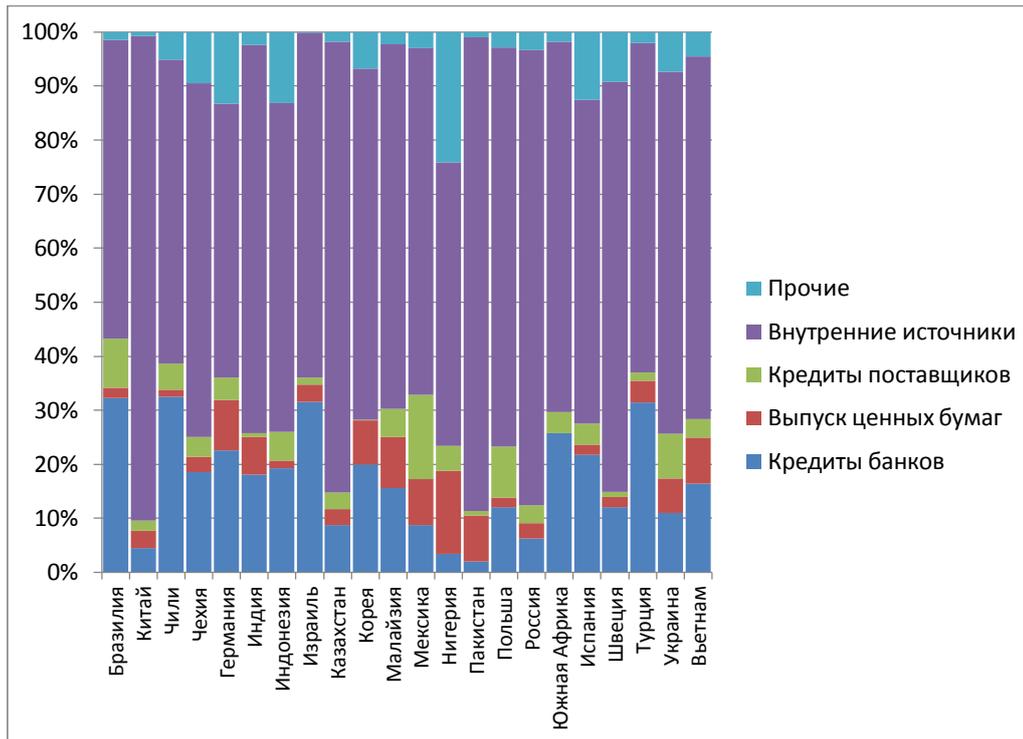
- высокая стоимость заимствований;
- низкий временной горизонт заимствований (низкая дюрация займов, что более точно, если учесть, что значительная часть корпоративных облигаций выпускается с офертами, как правило, годовыми);
- дефицит долевых инвестиций, которые могут быть привлечены предприятиями на финансовом рынке.

Низкий размер долгосрочных инвестиций, перераспределяемых финансовой системой в реальный сектор экономики, является существенной причиной для того, чтобы многие российские предприятия (особенно крупные и некоторые средние) не выходили на внутренний финансовый рынок в поисках инвестиций. Этот же фактор является важнейшим препятствием и для динамичного развития финансового рынка в целом. Именно этот фактор является первым и наиболее значимым препятствием для более активного использования финансового сектора в качестве поставщика ресурсов для экономического развития.

Последние события (торможение российской экономики в 2013 году; уход иностранных инвесторов с внутреннего финансового рынка и санкции 2014 года) еще более снижают потенциал финансового сектора как поставщика долгосрочных инвестиционных ресурсов в реальный сектор экономики. Рынок акций закрыт для размещения новых эмиссий с конца 2013 года; суммарный объем привлечения капитала эмитентами в ходе размещений акций на внутреннем рынке в 2014 – 2016 гг. составил чуть более половины (55,7%) объема, размещенного в течение одного 2013 года. Рынок корпоративных облигаций в 2014 году лишь с небольшим запасом обеспечил рефинансирование существующих займов, однако вернулся на траекторию интенсивного роста в 2015 – 2016 гг. Это означает, что структура инвестиций, привлекаемых за счет размещения ценных бумаг, в последние годы резко изменилась в пользу долговых инвестиций. Значительное преобладание долговых инвестиций в структуре привлекаемых инвестиций на финансовом рынке, характерное для предыдущих лет, в последние годы еще более усилилось, обостряя проблему дефицита собственного капитала. В настоящее время нет достаточных оснований ожидать роста ценных бумаг в финансировании долгосрочных

инвестиций реального сектора. С ограничением доступа крупнейших российских банков на крупнейшие иностранные рынки возможности банковского сектора также сократятся.

На рисунке 7 приводятся результаты межстранового сравнения структуры инвестиций в основной капитал по источникам.



Источник: Всемирный банк.

Рисунок 7 - Пострановая структура инвестиций в основной капитал по источникам, в % к совокупному объему инвестиций в основной капитал.

Как видно из проводимых показателей, в большинстве стран мира доля финансового рынка (как банковского сектора, так и эмиссии ценных бумаг) в финансировании инвестиций в основной капитал значительно выше, чем в России. Безусловно, роль банков в финансировании инвестиций в основной капитал существенным образом зависит от размера банковского сектора, от объема средств, поступающих в него, и особенно – от длительности сроков, на которые деньги сберегателей размещаются в банковской системе. Но Россия уступает большинству

приведенных в таблице стран и по показателю доли инвестиций в основной капитал, привлекаемых путем размещения ценных бумаг, что прямо связано, на наш взгляд, с неразвитостью небанковских финансовых институтов.

Вторым существенным препятствием для более активного использования предприятиями-реципиентами инвестиций финансового сектора в качестве поставщика ресурсов для экономического развития выступает высокая стоимость заимствований для большинства реципиентов. Ставка процента корпоративных заемщиков существенным образом зависит от трех параметров – 1) ставки рефинансирования (ключевой ставки) Банка России; 2) кредитного рейтинга заемщика и 3) факта включения/невключения облигаций заемщика в ломбардный список Центрального банка.

Вследствие этого формируется весьма высокий уровень ставок процента для подавляющей части корпоративных заемщиков. Ставки процента на уровне 3 – 4% выше уровня инфляции характерны для займов (в виде кредитов и в виде облигационных займов) крайне ограниченного круга заемщиков, представляющих реальный сектор, при этом такой диапазон доходностей достижим только для облигаций со сроком до погашения менее 1 года. Практически все облигации с дюрацией от 1 года до 4 лет заемщиков с кредитным рейтингом не ниже ВВ- (по международной шкале), включенные в ломбардный список, в настоящее время попадают в диапазон доходности от 9% до 12% годовых. Остальные заемщики сталкиваются с необходимостью заимствований по более высоким ставкам. Так, например, большинство облигаций нефинансовых заемщиков с дюрацией от 1 года до 4 лет и с кредитным рейтингом не ниже В- и не выше В+, в настоящее время попадают в диапазон доходности от 11% до 14% годовых. Заемщики с более низкими рейтингами, соответственно, сталкиваются с необходимостью предоставлять еще более высокую доходность по своим облигациям.

Однако для обеспечения выплат по облигациям необходимо, чтобы рентабельность производства превышала уровень доходности. Рентабельность производства на уровне 10% и выше – крайне редкое явление в современной российской экономике. Средняя рентабельность проданных товаров, продукции,

работ, услуг по Российской Федерации лишь в отдельные наиболее благоприятные годы превышала уровень в 10%, а последние 5 лет находится ниже этого уровня.

Поэтому для подавляющего большинства российских предприятий доступ на финансовый рынок закрыт ввиду высоких (относительно рентабельности их производства) ставок процентных платежей, которые эти предприятия вынуждены будут заплатить по облигационным займам и кредитам в случае, если они все-таки выйдут на финансовый рынок в качестве реципиентов инвестиций.

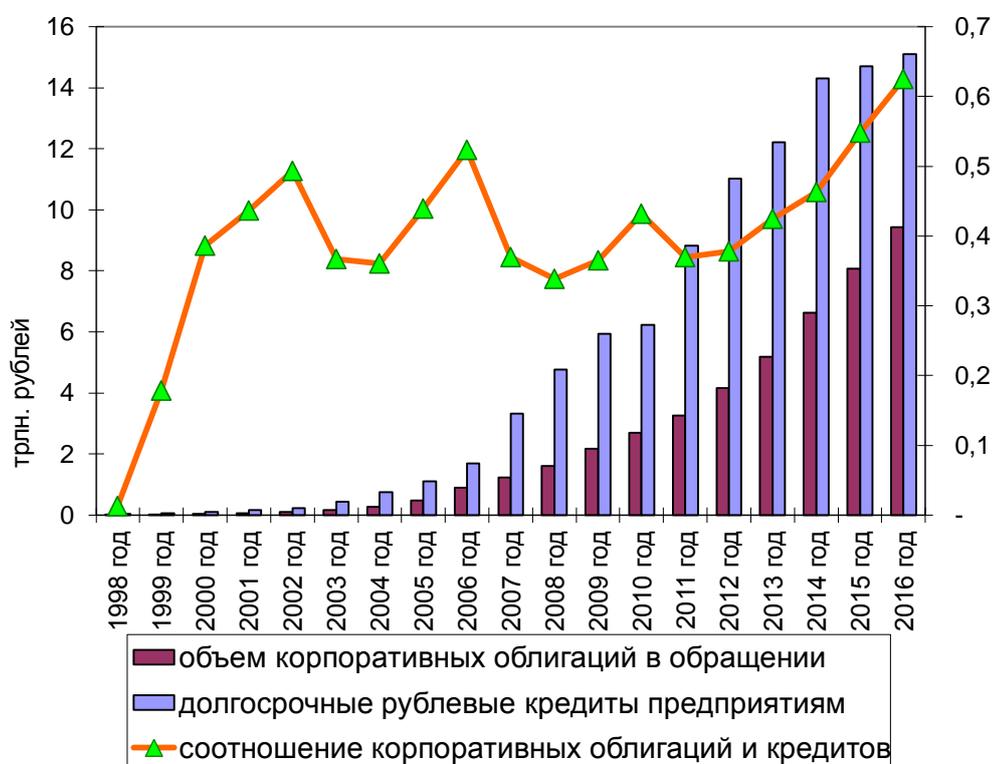
С высокой стоимостью заимствований сталкиваются не только и не столько предприятия, но и население. Ставки процента по кредитам населению, включая ипотечные кредиты, существенно превышают уровень инфляции (по потребительским кредитам – примерно в 4 раза). Высокий уровень процентных ставок по кредитам населению, в отличие от предприятий, не столько ограничивают доступ населения к кредитным ресурсам, сколько создают опасную ситуацию массовых банкротств домохозяйств, чреватую не только чисто экономическими потерями, но и значительными социально-политическими издержками.

Третьим важным фактором ограничения эффективности финансового сектора как механизма финансирования реального сектора традиционно называлась низкая дюрация привлекаемых долговых инвестиций. Ситуация качественно улучшилась в последнее десятилетие, прежде всего за счет удлинения кредитов, предоставляемых банковской системой реальному сектору. По состоянию на 1 сентября 2016 года доля долгосрочных (на срок более 1 года) кредитов в совокупном объеме кредитов (рублевых и валютных), предоставленных российскими банками предприятиям, составила 73%. Сроки обращения корпоративных облигаций также выросли – подавляющее большинство их размещается на сроки 3 и 5 лет.

Однако достигнутые уровни срочности долговых обязательств корпоративного сектора недостаточны с точки зрения потребностей расширенного воспроизводства. В большинстве крупнейших секторов российской экономики инвестиционный цикл составляет более 3 лет, а в ряде наиболее капиталоемких секторов – более 5 – 7 лет, поэтому для них кредитование и облигационное заимствование на финансовом рынке недостаточно эффективно с точки зрения

сроков заимствования. При этом дальнейшее повышение дюрации банковских кредитов при сохранении дюрации депозитов и вкладов чревато ростом неустойчивости финансовой системы. Что же касается небанковского финансового сектора, то следует учитывать, что значительная часть корпоративных облигаций имеет срок обращения 3 – 5 лет лишь формально – по многим из них предусмотрены годовые оферты, создающие у эмитентов дополнительные риски рефинансирования в эти даты.

Дальнейший рост дюрации привлекаемых долговых инвестиций может происходить в основном за счет роста рынка корпоративных облигаций. Опережающее (по сравнению с рынком долгосрочного рублевого кредитования) развитие этого рынка было свойственно для периода стартового развития (до 2002 года) и для периода 2004 – 2006 гг., после чего соотношение между стоимостью корпоративных облигаций в обращении и долгосрочными рублевыми кредитами предприятиям стабилизировалось на уровне 0,4. Но в 2014 – 2016 гг. именно облигационный рынок стал более интенсивно поставлять долгосрочные долговые ресурсы предприятиям, в результате чего данное соотношение вновь начало расти (см. рисунок 8).



Рассчитано по данным Банка России, ЦРФР, НАУФОР.

Рисунок 8 – Соотношение объема корпоративных облигаций в обращении и долгосрочных (на срок свыше 1 года) рублевых кредитов предприятиям.

В условиях недостаточности долгосрочных долговых ресурсов их теоретически может успешно заменять новый акционерный капитал, привлекаемый предприятиями на финансовом рынке. Более того, как свидетельствует мировая практика, именно в периоды кризисных событий и снижения благоприятности условий заимствования рынок IPO/SPO начинает развиваться более быстрыми темпами. Однако объем размещений акций на финансовом рынке России крайне незначителен (см. таблицу 13).

Низкий объем долевых инвестиций, привлекаемых предприятиями реального сектора, может быть указан в качестве четвертого важного фактора ограничения эффективности финансового сектора как механизма финансирования реального сектора.

Таблица 13 - Сопоставление объема привлеченного в ходе IPO/SPO акционерного капитала российскими корпорациями с макроэкономическими индикаторами.

	Привлечение на внутреннем рынке по отношению к:			Привлечение на внутреннем и внешнем рынках по отношению к:		
	Инв-м в ОК	ВВП	Кап-ии	Инв-м в ОК	ВВП	Кап-ии
2007 год	4,7%	0,95%	0,96%	7,4%	1,50%	1,51%
2008 год	0,0%	0,01%	0,04%	0,1%	0,02%	0,08%
2009 год	0,1%	0,03%	0,05%	0,2%	0,05%	0,09%
2010 год	0,2%	0,04%	0,07%	0,4%	0,08%	0,13%
2011 год	0,4%	0,07%	0,15%	0,4%	0,08%	0,18%
2012 год	0,0%	0,00%	0,00%	0,0%	0,00%	0,00%
2013 год	1,1%	0,21%	0,56%	1,1%	0,21%	0,56%
2014 год	0,2%	0,03%	0,09%	0,2%	0,03%	0,09%
2015 год	0,3%	0,05%	0,14%	0,3%	0,05%	0,14%

Расчитано по данным Росстата, ФСФР России, Московской биржи, ЦРФР.

Такая ситуация ведет к относительному дефициту собственного капитала российских корпораций. Последний имеет целый ряд негативных последствий, среди которых необходимо выделить два, между которыми приходится выбирать большинству предприятий:

- ограничение мультипликатора кредитной экспансии;
- рост неустойчивости корпораций по мере привлечения долговых инвестиций.

Кроме того, дефицит собственного капитала ведет к искажению форм финансирования производства. В условиях дефицита формальное соотношение между собственными и привлеченными средствами может составлять крайне низкую величину (например, 0,01), не характерную для экономик других стран. Для привлечения долгового финансирования на такую компанию возникает потребность в поручителе, обладающем достаточным собственным капиталом. При использовании такого поручителя в нескольких сделках по привлечению долгового

капитала возникает ситуация «перезаложности», что также способствует дальнейшему росту неустойчивости. В отдельных секторах (например, в строительстве) дефицит собственного капитала ведет к активному вовлечению в процесс финансирования средств покупателей недвижимости не на принципах возвратности, а на принципах фактического соучастия в бизнес-проекте. Это своего рода механизм, компенсирующий дефицит привлекаемых долевых инвестиций на финансовом рынке.

3.7. Внутренняя неэффективность финансового рынка: ухудшение состояния отрасли финансового посредничества, низкое качество финансовых рынков, структурные диспропорции финансового рынка

Как показано выше, финансовый рынок Российской Федерации может быть охарактеризован как неэффективный по отношению к конечным инвесторам и по отношению к реципиентам инвестиций. В настоящем пункте мы рассмотрим проблемы внутренней неэффективности финансового рынка, складывающиеся из трех групп проблем:

- негативные процессы, происходящие в отрасли финансового посредничества, т.е. относящиеся к финансовым организациям (дефицит собственного капитала; рост концентрации и снижение конкуренции; снижение рентабельности бизнеса, в том числе вследствие существенного роста надзорных издержек и т.д.);

- низкое качество самих финансовых рынков, на которых функционируют финансовые организации (финансовые посредники), которые определяют невозможность нормального выполнения финансовым сектором своих функций, в т.ч. функции справедливого ценообразования и функции трансформации и перераспределения рисков;

- структурные диспропорции финансового рынка.

Дефицит собственного капитала наиболее ярко проявляется в банковской сфере. Соотношение активов и капитала в банковской системе за период 2009 – 2015 гг. сократилось почти в 1,5 раза, при этом по состоянию на 1 января 2015 года данное соотношение падало до критического уровня 10,2. Дефицит капитала в российской банковской системе замещал Банк России своими кредитами банковской системе (в форме размещения депозитов в отдельных банках и в иных формах). В результате соотношение активов банковской системы и кредитов центрального банка по состоянию на конец 2014 года достигало 12,8%, а общий объем кредитов, предоставленных Банком России банковской системе, в этот момент превышал совокупный капитал банков в 1,25 раза (см. таблицу 14).

Таблица 14 – Основные показатели размера российской банковской системы.

Дата	Активы банков, млн. руб.	Капитал банков, млн. руб.	Отношение капитала к активам	Кредиты ЦБ к:	
				активам банков	капиталу банков
01.01.2003	4 143 441	582 050	14,0%	Н.д.	Н.д.
01.01.2004	5 600 685	815 583	14,6%	Н.д.	Н.д.
01.01.2005	7 136 859	946 589	13,3%	Н.д.	Н.д.
01.01.2006	9 750 306	1 241 789	12,7%	Н.д.	Н.д.
01.01.2007	14 045 561	1 692 714	12,1%	Н.д.	Н.д.
01.01.2008	20 241 056	2 671 484	13,2%	Н.д.	Н.д.
01.01.2009	28 022 329	3 811 089	13,6%	0,138	1,016
01.01.2010	29 430 025	4 620 577	15,7%	0,058	0,369
01.01.2011	35 236 598	4 770 849	13,5%	0,015	0,108
01.01.2012	41 627 520	5 242 051	12,6%	0,040	0,317
01.01.2013	49 509 647	6 112 937	12,3%	0,064	0,517
01.01.2014	57 423 070	7 064 349	12,3%	0,085	0,691
01.01.2015	77 652 994	7 928 438	10,2%	0,128	1,255
01.01.2016	82 999 708	9 008 553	10,9%	0,077	0,710
01.01.2017	80 063 255	9 387 078	11,7%	0,043	0,369

Рассчитано по данным Банка России.

В результате попытка Банка России заместить дефицит капитала банков своими кредитами привела к резкой разбалансировке валютного рынка в конце 2014 г., поэтому в 2015 – 2016 гг. происходит постепенный вывод кредитов центрального банка из банковской системы. Одновременно происходит вывод наиболее проблемных банков с рынка, что объективно увеличивает соотношение активов и капитала. К началу 2017 года накопленная кредитная эмиссия Банка России приблизилась к нейтральному уровню. Однако проблема дефицита капитала в банковской системе остается.

Сокращение количества финансовых организаций происходит не только в рамках банковской системы, но и в секторе небанковских финансовых организаций. При этом если сокращение количества банков можно в целом трактовать как полезное изменение, ведущее к сокращению системных рисков, некоторому росту надежности и устойчивости банковской системы, то сокращение небанковских финансовых организаций в отдельных сегментах рынка приняло весьма опасный характер, и, на наш взгляд, не может характеризоваться в качестве положительных изменений.

За последние полтора года (с начала 2014 г. по середину 2016 г.) количество профессиональных участников рынка ценных бумаг, не являющихся кредитными организациями, сократилось на 29%, негосударственных пенсионных фондов – на 26%, субъектов страхового дела – на 25%, открытых паевых инвестиционных фондов – на 16%, микрофинансовых организаций и жилищных накопительных кооперативов – на 15%. Такое обвальное падение количества небанковских финансовых организаций ведет к снижению доступности финансовых услуг (особенно, учитывая крайнюю высокую региональную концентрацию финансовых организаций, - в нестоличных регионах Российской Федерации), к повышению концентрации и, соответственно, снижению уровня конкуренции. Снижение уровня конкуренции, в свою очередь, провоцирует упрощение структуры предлагаемых услуги и сокращению линейки предлагаемых продуктов, способствует снижению

качества предоставляемых услуг, а также росту уровня оплат за отдельные виды услуг, предоставляемых потребителям финансовых услуг.

Снижение уровня конкуренции в секторе рынка ценных бумаг уже зафиксировано самим Банком России. Так, за 2015 год увеличились показатели концентрации: количество компаний, совместно контролирующих 80% активов сектора (в части профучастников, являющихся некредитными финансовыми организациями), сократилось с 55 до 38 (или с 8,6% до 7,6% от совокупного количества компаний) [42, С. 10].

Кроме того, за время выполнения функций регулирования и надзора небанковского сектора Банком России наблюдалось сокращение совокупной стоимости активов отдельных видов небанковских финансовых организаций (по отношению к ВВП, в индустрии профессиональных участников рынка ценных бумаг – и в абсолютном выражении). Наиболее сильное негативное воздействие изменение режима регулирования в связи с передачей функций регулирования и надзора небанковского финансового сектора Банку России было оказано на индустрию профессиональных участников рынка ценных бумаг. Повышение надзорной нагрузки на фоне существенного ухудшения конъюнктуры рынка ценных бумаг и сокращения объема услуг (вследствие ухода с российского рынка иностранных инвесторов, выступавшим по отношению к брокерам крупнейшими клиентами) привело к существенному сокращению индустрии профессиональных участников рынка ценных бумаг.

Обращает на себя внимание крайне резкое (двукратное) сокращение – с 1,8% до 0,9% - соотношения активов профессиональных участников рынка ценных бумаг и ВВП. К данному сегменту в наименьшей степени применимы стандарты и технологии надзора, применяющегося на банковском секторе, поэтому именно он в наибольшей степени пострадал от передачи функций надзора Банку России.

Низкое качество финансовых рынков, как уже отмечалось, проявляется в следующих качественных параметрах, часть из которых можно выразить количественно:

- ликвидность большинства финансовых рынков;

- соотношение рыночных и нерыночных сделок;
- неполнота существующих финансовых рынков;
- распространенность недобросовестных практик (инсайдерской торговли и манипулирования рынком и ценами);
- повышенная волатильность.

Качественные параметры финансовых рынков серьезно ухудшаются в последние годы. Среди этих ухудшений особое внимание необходимо обратить на снижение ликвидности всех финансовых рынков, по которым возможен расчет относительных показателей, характеризующих уровень ликвидности на основе соотношения объема торговли и стоимости инструментов в обращении (либо объем обязательств, вытекающих из таких инструментов).

В таблице 15 представлены результаты расчета таких показателей по трем крупным сегментам российского финансового рынка – рынку акций, облигационному рынку и срочному рынку. При расчете данных показателей в качестве знаменателей использовались: по рынку акций – капитализация; по облигационному рынку – совокупная стоимость облигаций (государственных, субъектов федерации, муниципалитетов, корпоративных) в обращении; по срочному рынку – стоимость открытых позиций по всем сегментам данного рынка (фондовые, индексные, валютные, товарные, процентные инструменты срочного рынка). Расчет аналогичных показателей по валютному и денежному рынку невозможен.

Таблица 15 – Соотношения объема торговли и оценок стоимости инструментов в обращении.

год	Рынок акций	Рынок облигаций	Срочный рынок
2009	0,70	1,22	175,68
2010	0,56	1,94	176,50
2011	0,76	1,53	259,35
2012	0,46	1,45	184,52
2013	0,34	1,52	124,66
2014	0,44	0,84	134,07

2015	0,33	0,79	158,82
2016	0,24	0,60	180,39

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

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

В качестве одной из ключевых проблем финансового рынка нами выше была выделена проблема структурных диспропорций в его развитии, резко выраженный дисбаланс в развитии различных секторов национальной финансовой системы. Необходимо выделить следующие основные структурные диспропорции российского финансового рынка, большая часть которых может быть описана количественными показателями:

- между банковским и небанковским сектором (как по показателю стоимости активов банковских и небанковских финансовых посредников, так и по показателю объемов финансирования, поставляемого этими секторами в реальный сектор экономики);

- между долевым и долговым финансированием (в настоящее время доля долевого финансирования, привлекаемого российскими предприятиями на финансовых рынках, крайне мала);

- многочисленные структурные диспропорции, предопределяющие ограниченность возможностей хеджирования и страхования рисков (в т.ч. невозможность диверсификации, дефицит страховых услуг и рынка перестрахования, отсутствие многих сегментов срочного рынка, невозможность внутренней секьюритизации и строительства сложных продуктов, в т.ч. продуктов с защитой капитала);

- одновременное сосуществование институтов с избытком финансовых ресурсов, не находящих применения, и дефицитных секторов экономики, ищущих финансирование (данная структурная диспропорция, впрочем, частично выходит за рамки финансового сектора).

Небанковский сегмент финансового сектора все больше отстает от банковского сектора; в рамках небанковского сегмента уже более 15 лет остаются в зачаточном состоянии важнейшие сектора, определяющие предложение долгосрочных инвестиционных ресурсов – инвестиционные фонды, негосударственные пенсионные фонды, страховые компании, предоставляющие услуги по страхованию жизни.

Глава 4. Целевые индикаторы как механизм увязки стратегических документов, нацеленных на развитие финансового рынка Российской Федерации, со стратегиями социально-экономического развития

Целевые индикаторы развития финансового рынка должны адекватно отражать те цели развития финансового рынка, которые будут зафиксированы в соответствующем стратегическом документе.

Опираясь на существующий иностранный опыт увязки целей развития финансового рынка с целями социально-экономического развития в целом, можно сказать, что целевые индикаторы развития финансового рынка должны частично отражать факторы целевых индикаторов развития народного хозяйства в целом. При этом отражать те факторы, которые связаны с выполнением финансовым рынком своих социально-экономических функций.

Кроме того, они должны отвечать требованиям, заложенным в ФЗ «О стратегическом планировании в Российской Федерации», среди которых самое актуальное, учитывая контекст истории стратегического планирования развития финансового рынка в России, - требование об измеримости показателей. Российские

органы исполнительной власти и Банк России при разработке стратегических документов в области финансового рынка традиционно стремились уйти от возможности проведения объективной оценки выполнения стратегических документов, достижения целей, зафиксированных в этих документах, и поэтому всячески стремились не включать в данные стратегические документы измеримые целевые индикаторы.

Данное обстоятельство было выявлено нами в рамках оценки существующих и предыдущих документов стратегического характера по развитию финансового рынка Российской Федерации и его сегментов и описано в п. 2.1 настоящего доклада. Здесь мы более подробно остановимся в качестве примера на Основных направлениях развития и обеспечения стабильности функционирования финансового рынка Российской Федерации на период 2016–2018 годов [13], последнем по времени принятия стратегическом документе в области развития финансового рынка.

В данном документе в качестве целевых индикаторов («ключевых целевых показателей измерения эффективности реализации Основных направлений...») утверждены 13 показателей. Среди этих показателей как минимум, два показателя не являются измеримыми; еще 5 показателей представляют собой рейтинговые оценки без заранее утвержденной четкой и детальной методики их расчета, рассчитываемые либо самим Банком России, либо по его заказу заранее неизвестным исполнителем. Т.е. более половины целевых индикаторов не удовлетворяют принципу измеряемости, зафиксированному в законе о стратегическом планировании. Остальные 6 индикаторов можно классифицировать следующим образом: 2 индикатора характеризуют эффективность финансового рынка для потребителей его услуг, представляющих бизнес (реципиентов инвестиций и других типов клиентов), 1 индикатор характеризует эффективность финансового рынка для потребителей его услуг из числа населения (инвесторов; показатель уровня защиты инвесторов), и еще 3 показателя отражают непринципиальные технические моменты совершенствования технологий

функционирования рынка и надзора. Сложно признать такую систему целевых индикаторов отвечающей принципам стратегического планирования.

Целевые индикаторы должны прямо соответствовать тем целям (и, возможно, задачам), которые сформулированы в стратегии. В противном случае при проведении оценки достижения зафиксированных целевых значений данных индикаторов невозможно оценить степень достижения самих целей.

Финансовый рынок в современном мире является самым глобализированным элементом национальной социально-экономической системы. Поэтому целевые индикаторы его развития должны также обеспечивать возможность оценить эффективность развития финансового рынка не только в контексте социально-экономического развития страны, но и в контексте глобального финансового рынка, т.е. оценить глобальную конкурентоспособность национального финансового рынка и/или его место на глобальном финансовом рынке.

Суммируя все вышесказанное, сформулируем основные требования к целевым индикаторам развития финансового рынка:

- измеримость, позволяющая объективно оценить достижение целей стратегии развития финансового рынка;

- соответствие целевых индикаторов сформулированным в стратегии целям (и, возможно, задачам);

- соответствие целевых индикаторов развития финансового рынка целям, задачам и целевым индикаторам стратегий социально-экономического развития, в том числе обеспечивающее принципиальную возможность проводить факторный анализ достижения целей социально-экономического развития разложением их на целевые индикаторы нижестоящих стратегий (в том числе стратегий развития финансового рынка) как факторы;

- целевые индикаторы должны отражать преимущественно характеристики выполнения (эффективности выполнения) финансовым рынком своих социально-экономических функций, а также характеристики глобальной конкурентоспособности национального финансового рынка, а не технические характеристики состояния финансового рынка;

- в состав целевых индикаторов развития финансового рынка должны входить индикаторы, отражающие внутреннюю эффективность финансового рынка, эффективность его взаимодействия с потребителями финансовых услуг (в первую очередь с инвесторами и реципиентами инвестиций), развитие институтов финансового посредничества.

На основе этих требований мы сформулировали перечень показателей, которые могут служить целевыми индикаторами развития финансового рынка и его основных секторов в среднесрочной и долгосрочной (на период от 8 до 12 лет) перспективе. В этот перечень мы включили:

- 1) показатели, характеризующие выполнение сектором и его отдельными сегментами своих социально-экономических функций, а также показатели эффекта от деятельности сектора на макроуровне:
 - а. Объем сбережений домохозяйств, ежегодно поступающих в экономику в виде долгосрочных инвестиций
 - б. Соотношение долгосрочных инвестиций, привлеченных российскими предприятиями на внутреннем рынке ценных бумаг и совокупного объема инвестиций в основной капитал
 - в. Соотношение стоимости корпоративных облигаций в обращении и ВВП, в %
 - г. Соотношение доходов от собственности к сумме всех доходов наемных работников и всех социальных трансфертов
 - д. Соотношение активов кредитных организаций и ВВП, в %
 - е. Соотношение активов всех небанковских финансовых организаций и ВВП, в %
 - ж. Соотношение финансовых активов домохозяйств и ВНД, в %
3. Соотношение стоимости чистых активов открытых паевых инвестиционных фондов и ВВП, в %
- и. Доля услуг финансового сектора в ВВП, %

- к. Вклад финансового рынка в сокращение темпов инфляции относительно модельного уровня, предопределяемого приростом М2, в % от совокупного снижения за период
- 2) показатели, характеризующие уровень глобальной конкурентоспособности российского финансового сектора и его отдельных сегментов, а также их позиции на глобальном рынке капитала:
- а. Доля России в мировом объеме IPO/SPO, %
 - б. Доля России в мировом рынке капитала по объему биржевой торговли акциями, %
 - в. Доля России в мировом рынке капитала по премиям страхования жизни, %
 - г. Соотношение среднего соотношения P/E по российскому рынку и среднего соотношения P/E по развивающимся рынкам
 - д. Место Москвы в рейтинге международных финансовых центров (Z/Yen Group Limited)
- 3) показатели, характеризующие внутреннюю эффективность финансового рынка и эффективность финансового рынка для пользователей финансовыми услугами:
- а. доля населения, имеющего банковские счета
 - б. доля населения, имеющего счета на фондовой бирже
 - в. доля населения, имеющего паи ПИФ
 - г. соотношение объема биржевой торговли акциями (в части рыночных сделок) и капитализации рынка акций
 - д. доля рыночных сделок в совокупном объеме сделок с эмиссионными ценными бумагами
 - е. коэффициент вариации по основному фондовому индексу, выраженному в долларах США (индексу РТС)
 - ж. доля пенсионных активов (пенсионных накоплений и пенсионных резервов), находящаяся в частном управлении (в управлении частных управляющих компаний и негосударственных пенсионных фондов)

- з. уровень конкуренции на рынке банковских услуг, по индексу Лернера
- и. спрэд между депозитными и кредитными ставками процента в банковском секторе
- к. доля акций, находящихся в свободном обращении (free float), по национальному рынку акций в целом, в % к общему объему акций в обращении
- л. доля 10 наиболее капитализированных компаний в совокупной капитализации национального рынка акций

Показатели первой группы отбирались исходя из стремления обеспечить максимально тесную увязку важнейших целевых параметров долгосрочного развития страны с возможностями финансового рынка, показав роль и место финансового рынка в достижении тех или иных целей и задач социально-экономического развития.

Вторая группа показателей формировалась из показателей, характеризующих, во-первых, наиболее важные аспекты глобальной конкурентоспособности российского финансового рынка, и, во-вторых, характеристики развития тех сегментов финансового рынка, которые не затрагивались прямо показателями первой группы. В совокупности показатели первой и второй группы комплексно охватывают все сегменты финансового рынка, обеспечивая цельность и полноту стратегического планирования финансового рынка.

Третья группа показателей в значительной мере опирается на разработки группы экспертов Всемирного банка и ведущих американских университетов, сформировавших матрицу характеристик финансовой системы размером 4x2. Матрица в одной размерности предусматривает 4 четырех важнейшие группы характеристик финансовых институтов и рынков (оценки финансовой глубины, оценки доступности, оценки эффективности, оценки стабильности). В другой размерности – а) финансовые институты и б) финансовые рынки. Именно в таком виде данная матрица была предложена в работе [43]. Из всего количества показателей, используемых в рамках данной матрицы показателей (приводятся в

работе [3]), мы отобрали наиболее репрезентативные и важные, учитывая замечания, сформулированные в [44].

Заключение

Стратегическое планирование развития финансового рынка в России развивалось трудно. Многие меры, зафиксированные в документах стратегического планирования в области развития финансовых рынков, были тактическими мерами, являвшимися ответами на постоянно возникавшие ситуации «узких мест». В то же время решения по-настоящему стратегических проблем откладывались на 10 и более лет.

В данной работе анализ качества российских стратегических документов развития финансового сектора и его сегментов проведен на основе разработанных нами 9 критериев качества программ стратегического планирования. 5 из этих критериев соответствуют принципам стратегического планирования, закрепленным в законе о стратегическом планировании, остальные 4 – на результаты исследования зарубежного опыта успешных программ реформирования финансового сектора. По результатам данного анализа мы сделали вывод о том, что лишь 4 стратегических документа из 13 проанализированных соответствовали более чем половине критериев. Ни в одном из исследованных документов не содержалось мер ответственности участников и механизмов, обеспечивающих обязательность выполнения утвержденного документа.

Важнейшим аспектом стратегического планирования является правильное определение по-настоящему стратегических проблем, на решение которых должна быть нацелена государственная политика.

На основе анализа социально-экономической и глобальной эффективности российского финансового рынка были определены основные проблемы российского финансового рынка, препятствующие его динамичному развитию. Нами были идентифицированы как проблемы финансового рынка в целом, так и проблемы отдельных наиболее важных сегментов финансового рынка.

Главная, определяющая проблема современного финансового рынка Российской Федерации – низкая эффективность. При этом мы расширяем традиционное понимание эффективности финансового рынка, во-первых, за счет добавления к аспектам ценовой (информационной) эффективности аспекты операционной эффективности и эффективности защиты интересов инвесторов, приходя к единому интегральному показателю такой внутренней эффективности этого рынка – уровню транзакционных издержек, и во-вторых, за счет добавления социально-экономической эффективности и глобальной эффективности.

Сделанный нами вывод о недостаточной социально-экономической эффективности финансового рынка и о его недостаточной глобальной эффективности означает и недостаточную эффективность самого финансового рынка, как замкнутой системы, т.е. недостаточность его ценовой и операционной эффективности, а также эффективности с точки зрения защиты прав инвесторов.

Используя предположение о том, что недостаточная эффективность – главная интегральная проблема современного финансового рынка Российской Федерации, можно корректно определить основные проблемы российского финансового рынка, как причины его недостаточной эффективности. Именно при таком подходе мы сможем выявить те проблемы, которые являются глубинными и в наибольшей степени препятствуют динамичному развитию российского финансового рынка.

Особо значимыми, на наш взгляд, в настоящее время являются такие проблемы, как дефицит долгосрочных инвестиционных ресурсов, поступающих на финансовый рынок от сберегателей, обуславливающий слабость институциональных инвесторов, и неэффективность финансового рынка для реципиентов инвестиций, заключающаяся в недостатке стимулов к привлечению инвестиций. Кроме того, существенным сдерживающим фактором является внутренняя неэффективность финансового рынка, включающая в себя такие проблемы как ухудшение состояния отрасли финансового посредничества, низкое качество финансовых рынков, значительные структурные диспропорции финансового рынка.

В работе сформулированы предложения по формированию перечня целевых индикаторов развития финансового рынка. По нашему мнению, именно целевые индикаторы являются важнейшим механизмом увязки целей, задач и мероприятий стратегий развития финансового рынка с целями и задачами стратегий социально-экономического развития. Посредством целевых индикаторов достаточно просто определить наличие взаимосвязи между стратегиями развития финансового рынка и стратегиями более высокого иерархического уровня. Формулировки целей и задач могут иметь определенную вариацию толкований. В случае же измеримых целевых индикаторов такая вариация фактически отсутствует.

Список использованных источников

- 1 Леонтьев В.В. Межотраслевая экономика. М.: Экономика, 1997.
- 2 Кондратьев Н.Д. Проблемы экономической динамики. М.: Экономика, 1989.
- 3 Martin Čihák, Asli Demirgüç-Kunt, Erik Feyen, Ross Levine. Financial Development in 205 Economies, 1960 to 2010. NBER Working Paper Series. Working Paper 18946. – NBER, April 2013. Режим доступа: <http://www.nber.org/papers/w18946>
- 4 WFE. Statistics definitions and examples. Last update: September 2013. Режим доступа: <http://www.world-exchanges.org/home/index.php/statistics/statistics-definitions>
- 5 Данилов Ю. Анализ и прогноз развития рынка ценных бумаг. // ЭКО. 1995. №2.
- 6 Яковлев А., Данилов Ю. Фьючерсный рынок и развитие финансовых рынков в России. // Вопросы экономики. 1996. № 9.
- 7 Лялин С.В. Корпоративные облигации: Мировой опыт и российские перспективы. М.: ООО «ДЭКС-ПРЕСС», 2002.
- 8 Абрамов А.Е. Инвестиционные фонды: Доходность и риски, стратегии управления портфелем, объекты инвестирования в России. М.: Альпина Бизнес Букс, 2005.

9 ФСФР России. Финансовый рынок: итоги первого полугодия 2013 года. М.: ФСФР России, 2013.

10 НАУФОР. Российский фондовый рынок 2015: События и факты. М.: НАУФОР, 2016.

11 Данилов Ю. Новая роль фондового рынка в России. // Вопросы экономики. 2003. № 7.

12 Глухова М. Н., Данилов Ю. А., Карапетов А. Г., Новиков В. В., Новикова Е. В., Симачев Ю. В., Цыганков Д. Б., Яковлев А. А. Глава 2. Стратегии улучшения делового климата и повышения инвестиционной привлекательности в целях перехода к модели устойчивого роста // В кн.: Стратегия-2020: Новая модель роста — новая социальная политика. Итоговый доклад о результатах экспертной работы по актуальным проблемам социально-экономической стратегии России на период до 2020 года / Науч. ред.: В. А. Мау, Я. И. Кузьминов. Кн. 1. М.: Дело, 2013. Гл. 2.

13 Банк России. Основные направления развития и обеспечения стабильности функционирования финансового рынка Российской Федерации на период 2016–2018 годов. Режим доступа: http://www.cbr.ru/finmarkets/files/development/onrfr_2016-18.pdf

14 Концепция создания международного финансового центра в Российской Федерации. Режим доступа: <http://economy.gov.ru/minec/activity/sections/finances/creation/conceptmfc>

15 План мероприятий по созданию международного финансового центра в Российской Федерации. Утвержден распоряжением Правительства РФ от 11.07.2009 № 911-р.

16 План мероприятий (дорожная карта) «Создание международного финансового центра и улучшение инвестиционного климата в Российской Федерации». Утвержден распоряжением Правительства Российской Федерации от 19.06.2013 № 1012-р.

17 Стратегия развития финансового рынка Российской Федерации на 2006–2008 годы. Утверждена распоряжением Правительства Российской Федерации от 1 июня 2006г. № 793–р.

18 Стратегия развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 года. Утверждена распоряжением Правительства РФ от 29 декабря 2008 г. № 2043-р.

19 Стратегия развития банковского сектора Российской Федерации 2001 года. Приложение к заявлению Правительства Российской Федерации и Центрального банка Российской Федерации от 30 декабря 2001 года.

20 Стратегия развития банковского сектора Российской Федерации на период до 2008 года. Приложение к Заявлению Правительства Российской Федерации и Центрального банка Российской Федерации от 5 апреля 2005 г.

21 Стратегия развития банковского сектора Российской Федерации на период до 2015 года. Приложение к Заявлению Правительства Российской Федерации и Центрального банка Российской Федерации от 5 апреля 2011 г.

22 Концепция развития страхования в Российской Федерации, одобренная распоряжением Правительства Российской Федерации от 25 сентября 2002 г. № 1361-р.

23 Стратегия развития страховой деятельности в Российской Федерации на среднесрочную перспективу. Одобрена поручением Правительства Российской Федерации от 18 ноября 2008 г. №ВП-П13-6891.

24 Стратегии развития страховой деятельности в Российской Федерации до 2020 года. Утверждена распоряжением Правительства Российской Федерации от 22 июля 2013 г. № 1293-р.

25 Стратегия долгосрочного развития пенсионной системы Российской Федерации. Утверждена распоряжением Правительства Российской Федерации от 25 декабря 2012 г. N 2524-р.

26 Данилов Ю.А. Опыт реформ финансовых рынков в странах – конкурентах России на глобальном рынке капитала. М.: Изд-во Ин-та Гайдара, 2016. (Научные труды / Ин-т экономической политики им. Е.Т. Гайдара; № 171Р).

27 Российский фондовый рынок и создание международного финансового центра. Идеальная модель фондового рынка России на долгосрочную перспективу (до 2020 года). – М., НАУФОР, 2008.

28 Указ Президента Российской Федерации от 16.09.1997 N 1034 "Об обеспечении прав инвесторов и акционеров на ценные бумаги в Российской Федерации".

29 Федеральный закон от 28.06.2014 N 172-ФЗ "О стратегическом планировании в Российской Федерации".

30 Eugene F. Fama. Random Walks in Stock Market Prices. // Financial Analysts Journal, September/October 1965.

31 Eugene F. Fama. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. // Journal of Finance. V. 25. # 5. May 1970. P. 383 – 417.

32 Richard R. West. Two Kinds of Market Efficiency. Financial Analysts Journal. November/December 1975.

33 La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R.W. Investor Protection: Origins, Consequences, Reform. NBER. WP # 7428.

34 Евстигнеев В.Р. Портфельные инвестиции в мире и в России: выбор стратегии. – М.: Эдиториал УРСС, 2002.

35 Распоряжение Правительства Российской Федерации от 5 октября 2016 г. № 2085-р.

36 World Economic Forum. (2015). The Global Competitiveness Report 2015–2016. Geneva.

37 The World Bank. Doing Business 2016: Measuring Regulatory Quality and Efficiency. Washington, DC: World Bank, 2016. DOI: 10.1596/978-1-4648-0667-4.

38 Sahay R., Čihák M., N'Diaye P., Barajas A., Bi R., Ayala D., Gao Yu., Kyobe A., Nguyen L., Saborowski C., Svirydzenka K., and Yousefi S. R. (2015) Rethinking Financial Deepening: Stability and Growth in Emerging Markets. – IMF Staff Discussion Notes (SDN 15/08).

39 Svirydzenka K. (2016). Introducing a New Broad-based Index of Financial Development. IMF Working Paper WP/16/5. IMF.

40 Данилов Ю. Оценка места Российской Федерации и ее конкурентов на глобальном финансовом рынке. // Вопросы экономики. 2016. № 11.

41 Данилов Ю. Пробить новое русло. В России назрела необходимость создать новую модель организации сбережений населения. // Вестник НАУФОР. 2011. № 8.

42 Банк России. Обзор ключевых показателей некредитных финансовых организаций. № 4. 2015.

43 Martin Cihak, Asli Dermiguc-Kunt, Erik Feyen, Ross Levine, «Benchmarking Financial Systems Around the World», Policy Research Working Paper, World Bank, August 2012.

44 Martin Cihák, Asli Demirgüç-Kunt, Erik Feyen, Ross Levine. Measuring financial development. 25 April 2013. Режим доступа: <http://voxeu.org/article/measuring-financial-development>