

## 10.16. ИНФРАСТРУКТУРНЫЕ ПРЕОБРАЗОВАНИЯ РОССИЙСКОГО ФИНАНСОВОГО РЫНКА КАК ФАКТОР ПОВЫШЕНИЯ ЕГО КОНКУРЕНТОСПОСОБНОСТИ

Куликова Е.И., доцент кафедры «финансовые рынки и финансовый инжиниринг»

*Финансовой университет при  
Правительстве Российской Федерации*

Автор на основе анализа законодательных новаций в области инфраструктуры российского финансового рынка определяет целевые ориентиры и направления его развития.

Особенность современного этапа развития мировой финансовой системы состоит в том, что западные страны притягивают большое количество сбережений из развивающихся стран, а потом кредитуют их этими же деньгами. Поскольку развитые страны имеют высокий уровень уже накопленного капитала, а развивающиеся страны – нет, то последние 20 лет сбережения развивающихся стран сначала перетекали в развитые страны, а потом в форме прямого капитала, выпуска облигаций, IPO и так далее возвращались в развивающиеся страны. Развитие происходило под видом притока иностранных инвестиций.

Полагаем, что основной задачей развивающихся стран является формирование таких рынков, которые будут создавать условия для трансформации сбережений своих инвесторов в инвестиции. Для этих целей необходимо на основании опыта развитых стран выстроить свою национальную систему регулирования финансового рынка, которая могла бы в то же время легко взаимодействовать с системами регулирования других стран, обеспечивая свободное перемещение капитала.

Интерес иностранных инвесторов к развивающимся странам связан с тем, что экономика этих стран находится в стадии стабильного быстрого роста, поэтому многие рынки, например фондовые, не являются высококоразвитыми, и инвестиции, как правило, имеют высокую доходность. Как известно, готовность иностранного инвестора к вложению капитала в экономику той или иной страны обусловлена ее инвестиционным климатом, т.е. совокупностью политических, экономических, юридических, социальных, бытовых и иных факторов, определяющих уровень риска капитальных вложений и возможность их эффективного использования.

Развитие рынка ценных бумаг в России в настоящее время ограничено рядом факторов, которые серьезно препятствуют укреплению его конкурентоспособности и повышению эффективности. Об этом свидетельствует, в частности, тот факт, что, несмотря на высокую доходность российского фондового рынка в 2000-2007 гг., за это время так и не удалось привлечь на него средства наиболее капитализированных консервативных инвесторов, прежде всего западных пенсионных фондов [1]. Это связано, по нашему мнению, с несколькими причинами, среди которых выделим следующие:

- высокая, в том числе, скачкообразная инфляция в России в пределах 8%-10% дает возможность иностранным ин-

весторам спекулировать российскими бумагами, но не дает повода вложиться в них на долгий срок;

- на отечественном рынке не создана система внутреннего, в том числе, рублевого, финансирования долгосрочных инвестиций. Российские финансовые институты до самого кризиса продолжали финансировать долгосрочные частные инвестиции короткими, и, кроме того, зарубежными займами;
- наличие проблем привлечения иностранных институциональных инвесторов на российский рынок вследствие высоких рисков, присущих отечественному финансовому рынку.

Таким образом, в условиях посткризисного развития мировой экономики значимость проблем и задач, связанных с развитием финансового рынка России, существенно возросла.

Опыт социально-экономического развития ведущих стран мира показывает, что активизация инвестиционной деятельности способствует повышению инвестиционного уровня экономики. Считается, что приток в экономику прямых иностранных инвестиций влечет за собой не только рост финансовых ресурсов, но и увеличение интеллектуальной собственности, обновление оборудования, внедрение передового менеджмента, технологий и информационных систем, соответствующих стандартам индустриальных стран. Кроме того, развивается и национальный финансовый рынок, расширяя свои границы, становясь частью мировой финансовой системы. Более того, расширение инвестиционной базы выгодно также и государству, так как способствует увеличению национального богатства и налоговых поступлений.

Следует также отметить, что портфельные инвестиции нерезидентов насыщают развивающиеся экономики деньгами, обеспечивают рост капитализации компаний, а также обеспечивают адекватную оценку бизнеса компаний и финансовых институтов, делая бизнес более «прозрачным» и доступным для прямых инвесторов. В то же время портфельные инвестиции нерезидентов несут и системный риск спекулятивных атак, а также бегства капитала за рубеж при появлении кризисных ситуаций. Это приводит, в итоге, к масштабным финансовым и экономическим кризисам, прежде всего в странах с разбалансированными финансовыми системами, не имеющих надежной базы, основанной на притоке в экономику капиталов отечественного инвестора.

Задачи развития финансового рынка определяют несколько целевых ориентиров для экономики России:

- рост долгосрочных инвестиций в модернизацию реального сектора экономики для обеспечения устойчивого экономического роста;
- необходимость перехода к массовой модели инвестирования капитала с целью формирования среднего класса;
- рост конкурентоспособности российского финансового рынка как механизма, препятствующего снижению уровня торговой активности российских эмитентов из-за оттока отечественного инвестора за рубеж.

Для практической реализации целевых ориентиров развития российского финансового рынка необходимо обеспечить результативность решения основных задач, сконцентрированных на следующих основных направлениях:

- переход от малоэффективной модели рынка к ориентированной на финансовую модернизацию модели российской экономики;
- расширение участия отечественных институциональных инвесторов в акционерных капиталах российских компаний. Этими инвесторами должны быть инвестиционные и суверенные фонды (такие как паевые инвестиционные и негосударственные пенсионные фонды), коммерческие банки,

страховые компании, и пр., что необходимо для увеличения финансовой глубины национальной экономики;

- внедрение механизмов, обеспечивающих удовлетворение внутреннего спроса за счет долгосрочных вложений в финансовые инструменты, предполагающих использование, прежде всего, сбережений населения, с целью сокращения зависимости внутреннего финансового рынка от неэффективной компоненты иностранных портфельных инвестиций;
- переход к более совершенной модели российского финансового рынка за счет роста его капитализации, повышения ликвидности и «прозрачности», более соответствующей развивающимся рынкам новых индустриальных экономик, с целью снижения системных рисков.

Анализ современного состояния российского финансового рынка показывает, что он выполняет свои функции в той экономической модели, которая существует в стране, именно этот фактор определяет направление его развития. По мнению Я.М. Миркина [3] «финансовый рынок – это производная от модели экономики и политической конструкции общества». К сожалению, экономическая политика России характеризуется тем, что наиболее привлекательные активы все более концентрируются в крупных структурах, по большей части с государственным участием; количество средних и малых организаций, в том числе в финансовой сфере, сокращается; доля банков в финансовых активах составляет почти 95%. Подобная политика привела к созданию системы финансирования, основанной на банках (bank-based system), преобладающей роли государственной собственности как источника бизнеса, в том числе венчурного, а также к зависимости от инвестиций нерезидентов.

Механизмом проведения государственной политики является система регулирующих и надзорных органов, которая в России исторически сложилась таким образом, что различные сегменты рынка регулируются различными ведомствами и по-разному. Получение лицензии, допуск на финансовый рынок, система получения квалификационных аттестатов, функционирование или отсутствие системы саморегулирования, система санкций (штрафы, взыскания), контроль, надзор, предоставление отчетности – различны для каждого института российского финансового рынка. Их деятельность регулируется различными Министерствами, либо одновременно несколькими Министерствами, однако, основные надзорные функции до настоящего времени были сконцентрированы в рамках Федеральной службы по финансовым рынкам (ФСФР). За периметром полномочий ФСФР остались некоторые вопросы в отношении негосударственных пенсионных фондов (НПФ), которые оказались под регулированием Минфина и Минтруда РФ, а полномочия в отношении кредитных организаций находятся под контролем Центробанка России.

Эти негативные реалии регулирования российского финансового рынка, а также задача формирования международного финансового центра (МФЦ) определили проблему создания в России мегарегулятора финансового рынка, созданного на базе Центробанка России с присоединением к нему ФСФР с 1 сентября 2013 г. Необходимость создания МФЦ, несмотря на неоднозначное отношение различных экспертов к возможности реализации этого проекта, не вызывает споров. Кроме того реализация проекта создания МФЦ, основы которого заложили «Концепция долгосрочного социально-экономического развития Российской

Федерации на период до 2020 года» и соответствующая ей «Стратегия развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 года», принятые в 2008 году, уже сыграли свою положительную роль для российского финансового рынка. Этот процесс актуализировал необходимость совершенствования его инфраструктуры и повышения конкурентоспособности его институтов. Результатом предпринятых шагов явилось совершенствование регулирования и развитие инфраструктуры российского фондового рынка. Основные регуляторные новации следующие ниже перечисленные.

1. Создание 6 ноября 2012 г. Центрального депозитария (ЦД) России на базе «Национального расчетного депозитария (НРД)», позволяющее повысить интерес иностранных инвесторов к российскому фондовому рынку, поскольку использование ЦД России как последней инстанции для подтверждения расчетов даст иностранным инвесторам уверенность в том, что контроль системных рисков и неисполнения обязательств будет достаточным. Таким образом, иностранцы фактически получают государственные гарантии по всем своим операциям с ценными бумагами.

В результате создания ЦД России иностранные центральные депозитарии получили возможность открывать счета номинального держателя (nominee). Так, международные системы Euroclear Bank и Clearstream получили разрешение ФСФР на взаимодействие с ЦД России в части посттрейдингового обслуживания облигаций федерального займа (ОФЗ), а также иных российских государственных, муниципальных и корпоративных облигаций и ценных бумаг иностранных эмитентов. Это дало им возможность открыть прямой канал взаимодействия с ЦД России (7 февраля 2013 г. – Euroclear Bank; а 13 февраля 2013 г. – Clearstream). Кроме того, создание ЦД дает возможность иностранным пенсионным и инвестиционным фондам включиться в операции на российском рынке, чего они не могли прежде делать по соображениям несоответствия российской инфраструктуры их национальным правилам и сложившимся международным обычаям.

2. Переход в 2013 году российского рынка на режим торговли «Т + 2», который был введен на Московской Бирже с 25 марта 2013 г. для 15 акций и ОФЗ (с увеличением количества бумаг, торгуемых в этом режиме и полным переходом на него 2 сентября 2013 г.). Следует отметить, что отложенные расчеты по сделкам являются мировым стандартом торгов на зарубежных биржевых площадках. Реализация данной технологии торгов ценными бумагами является еще одним шагом в направлении повышения конкурентоспособности российской биржевой инфраструктуры, поскольку она позволит осуществлять торговые сделки со всеми ценными бумагами (в том числе государственными) на одном рынке, что приведет к концентрации ликвидности и унификации системы депозитарного учета. Считаем, что это позволит повысить доступность российских активов для иностранных инвесторов, повысит эффективность операций российских участников рынка за счет снижения фондирования и возникновения дополнительных возможностей управления ликвидностью, а также за счет оптимизации внутренних бизнес-процессов участников рынка.

3. Запуск 5 февраля 2013 г. на Московской Бирже операций РЕПО с Центральным контрагентом (ЦК), который является стороной по сделке для каждого про-

давца и каждого покупателя финансовых инструментов. Эта новация является тем более значимой, что 95% сделок РЕПО в настоящее время заключаются на Московской Бирже и являются двусторонними, т.е. без Центрального контрагента, который обычно служит гарантом исполнения сделок, в случае если одна из сторон окажется недобросовестной и по субъективным причинам откажется от исполнения своих обязательств. Кроме того, наличие Центрального контрагента позволяет осуществлять единый надежный риск-менеджмент (требования к участникам, обеспечение, достаточные гарантийные фонды и капитал Центрального контрагента позволяют установить большой лимит на операции с ЦК), а также увеличение ликвидности рынка РЕПО и другие преимущества.

4. Вступление в силу со 2 января 2013 г. законодательных изменений по упрощению эмиссионной процедуры, поскольку российские законодательные ограничения вынуждали эмитентов размещаться на западных площадках по иностранному законодательству. Цель принятия Федерального закона № 282-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации и признании утратившими силу отдельных положений законодательных актов Российской Федерации» в отношении эмиссии заключается в следующем нижеперечисленном.

- Снятие излишних административных барьеров при осуществлении эмиссии ценных бумаг:
  - упрощение порядка выпуска эмиссионных ценных бумаг;
  - установление возможности предварительного рассмотрения документов, необходимых для государственной регистрации выпуска ценных бумаг;
  - уменьшение объема требований к хозяйственному обществу, выпускающему облигации.
- Изменение порядка размещения и обращения эмиссионных ценных бумаг. Основными новациями являются:
  - изменение сроков размещения выпусков эмиссионных ценных бумаг;
  - отмена необходимости регистрации новых выпусков облигаций, в том числе и при реорганизации эмитента;
  - изменения в области корпоративного права (полномочия общего собрания акционеров, новые функции депозитария и т.п.);
- Изменение объема прав, удостоверяемых привилегированными акциями;
- Обеспечение защиты прав инвесторов – владельцев обыкновенных и привилегированных акций.

Модернизация инфраструктуры российского фондового рынка, как показывает практика, уже дала некоторые положительные результаты:

- по проекту «Т+2» в период с 25 марта по 03 апреля 2013 г.:
  - 48 участников, обеспечивающих более 70% объема рынка акций в режиме торгов «Т+0», совершили сделки;
  - объем сделок 6,4 млрд руб.;
  - количество сделок 17 тыс.;
- по операциям РЕПО с Центральным контрагентом в период с 5 февраля по 26 марта 2013 г.:
  - объем сделок вырос с 0,6 млрд руб. до 16,2 млрд руб.;
  - количество участников увеличилось в 2,5 раза (от 44 до 112 участников) [4].

Дальнейшее совершенствование регулирования фондового рынка связано с модернизацией листинга; допуском к биржевым торгам индексных фондов, паи которых обращаются на бирже – ETF (Exchange Traded Fund); приватизацией госпакетов ценных бумаг; оптимизацией систем сбора информации о внебиржевых сделках и т.п.

Таким образом, анализ новаций регулирования показывает, что основные изменения последнего времени

связаны с совершенствованием инфраструктуры российского фондового рынка. Однако основные регулятивные проблемы, по нашему мнению, лежат плоскости постановки экономических целей управления. Необходимо переход регулятора от функций технического инспектора к регулированию рисков и надзору за ними, стимулированию спроса на финансовые инструменты, развитию финансовой составляющей российского рынка. Безусловно, совершенствование инфраструктуры – важная задача, однако после решения основных инфраструктурных проблем станет особенно очевидным, что невозможно достигнуть большого эффекта без усиления внутреннего инвестора.

Проблема привлечения внутреннего инвестора на отечественный фондовый рынок приобрела особую остроту в результате широкого обсуждения «Стратегии развития пенсионной системы Российской Федерации до 2030 года», которая предлагала сократить пенсионные отчисления на накопительную часть трудовой пенсии. Выступая на IX Федеральном инвестиционном форуме Белла Златкис, заместитель председателя правления Сбербанка, отметила, что не существует ни фискальной, ни сущностной, ни какой-либо другой идеологии для уменьшения накопительной части пенсии – за этим стоит много отрицательных последствий. Не только ухудшение инвестиционного климата в стране, но и очередная потеря самого дорогого для нашего государства: доверия граждан, которые поверили в реформу и инвестировали свои сбережения в частные управляющие компании и пенсионные фонды, по которым второй раз ударит тяжелая кувалда [2].

Полемика, развернувшаяся в последнее время на страницах различных СМИ и в дискуссиях на различных конференциях (8 Федеральный инвестиционный Форум, Биржевой Форум-2013 и т.п.) относительно направлений развития российского финансового рынка, дает основание предполагать, что эта проблема волнует не только профессиональное сообщество. Модернизация инфраструктуры фондового рынка, совершенствование законодательства, попытка упрощения процедур и операций на фондовом рынке являются попыткой обеспечить его рост за счет привлечения капитала, в первую очередь иностранного. С созданием Центрального депозитария и введением режима торгов «Т+2» иностранные инвесторы смогут совершать операции на российском рынке на привычных для себя условиях. Однако, скорее всего, процесс наращивания операций иностранцев будет медленным, а главное – интерес иностранных инвесторов к российскому рынку будет расти с ростом интереса к нему со стороны национального инвестора. Однако основная проблема совершенствования развития финансового рынка заключается в том, что для того, чтобы в нашу страну шли инвестиции, обеспечившись рост экономики, а финансовая система была настроена на обслуживание модернизации, отечественному финансовому рынку необходима понятная концептуальная модель рынка и способов его регулирования, направленная на содействие росту внутреннего спроса за счет увеличения числа отечественных частных инвесторов для ослабления зависимости от внешних рынков, а также повышения его конкурентоспособности.

*Куликова Елена Ивановна*

## Литература

1. Куликова Е.И. Регулирование российского рынка ценных бумаг: Монография. – М.: Типография ВГНА, 2011.
2. Материалы IX Федерального инвестиционного форума 2012 года.
3. Миркин Я. Люди без собственности // Вестник НАУФОР, 2012. №10.
4. www.moex.com – the official site of the Moscow stock exchange.

## Ключевые слова

Инфраструктура фондового рынка; инвестиции; мегарегулятор; режимы торгов; конкурентоспособность; Центральный депозитарий; регулирование.

## РЕЦЕНЗИЯ

Материал рецензируемой статьи освещает актуальные проблемы развития российского рынка ценных бумаг, обусловленные в числе других причин, тенденциями развития мировой финансовой системы. Актуальность изучения проблем регулирования российского фондового рынка обусловлена необходимостью привлечения инвестиционных капиталов в экономику. Достоинством статьи является не только анализ автором последних новаций российского законодательства, но и определение целевых ориентиров развития финансового рынка.

Не менее интересна группа вопросов, рассматриваемых автором статьи, связана с упрощением эмиссионной процедуры, поскольку существовавшие до настоящего времени российские законодательные ограничения вынуждали эмитентов размещаться на западных площадках по иностранному законодательству.

Автор своевременно ставит вопрос о привлечении отечественного инвестора на российский фондовый рынок и доказывает, что проводимая в настоящее время модернизация инфраструктуры фондового рынка, совершенствование законодательства, упрощение процедур и операций на фондовом рынке являются попыткой обеспечить его рост за счет привлечения капитала, в первую очередь иностранного. Автор доказывает, что отечественному финансовому рынку для повышения его конкурентоспособности необходима понятная концептуальная модель рынка и способов его регулирования, а также механизмов привлечения на него отечественного инвестора.

В этой связи необходимо отметить научный интерес и практическую значимость предлагаемых автором статьи вариантов решения перечисленных проблем.

Статья рекомендуется для опубликования в открытой печати.

*Ишина И.В., д.э.н., профессор, зав. кафедры «Теория финансов»*