
ФИНАНСЫ, БУХГАЛТЕРСКИЙ УЧЕТ И АНАЛИЗ

DOI: 10.34020/2073-6495-2020-2-086-104

УДК 336

ФИНАНСОВЫЙ РЫНОК РОССИИ: ЕСТЬ ЛИ ПОТЕНЦИАЛ ДЛЯ СТИМУЛИРОВАНИЯ ЭКОНОМИЧЕСКОГО РОСТА?

Новиков А.В., Новикова И.Я.

Новосибирский государственный университет
экономики и управления «НИНХ»

E-mail: avnov59@yandex.ru; nov-iy@yandex.ru

Россия прошла путь формирования рыночной экономики, который сопровождался разнонаправленной динамикой темпов роста ВВП. В статье рассматривается финансовый рынок как фактор стимулирования экономического роста. Обоснованы четыре этапа развития рыночной экономики России. Начиная с 2020 г. выделен пятый этап экономического роста, основанный на развитии инновационных технологий, цифровизации экономики. Анализируются особенности этапов с позиций значимости финансового рынка в формировании инвестиционных стимулов развития. Рассмотрены особенности реализации институционального и инструментального подходов сегментирования финансового рынка на каждом этапе развития экономики России. Формирование финансового рынка рассмотрено с позиций анализа индикаторов и показателей, с разных сторон характеризующих состояние финансового рынка: глубина, доступность, стабильность и эффективность финансового рынка. Предложены мероприятия по развитию финансового рынка.

Ключевые слова: экономический рост, финансовое развитие, финансовый рынок, институциональный и инструментальный подходы на финансовом рынке.

RUSSIAN FINANCIAL MARKET: IS THERE POTENTIAL FOR STIMULATING ECONOMIC GROWTH?

Novikov A. V., Novikova I. Ya.

Novosibirsk State University of Economics and Management

E-mail: avnov59@yandex.ru; nov-iy@yandex.ru

Russia has passed the path of forming a market economy, which was accompanied by a multidirectional dynamics of GDP growth rates. The article considers the financial market as a factor of stimulating economic growth. Four stages of development of the market economy of Russia are justified. Starting from 2020, the fifth stage of economic growth based on the development of innovative technologies, digitalization of the economy. The features of these stages are analyzed from the point of view of investment incentives for development. Institutional and instrumental approaches to financial market segmentation

are highlighted, and the features of implementing these approaches at each stage of the Russian economy development are considered. The formation of the financial market considered from the standpoint of the analysis of indicators, revealing the state of the financial markets: depth, access, stability and efficiency of the financial market. Measures for the development of the financial market are proposed.

Keywords: economic growth, financial development, financial market, institutional and instrumental approaches in the financial market.

Коронавирус в короткие сроки решительно и бесповоротно вмешался в экономические и социальные процессы всех стран, показал готовность и незащищенность национальных общественных и политических систем перед угрозой пандемии, создал условия для принятия радикальных мер по использованию новых технологий, выстраиванию бизнес-процессов, построенных на иных, чем раньше, принципах, изменил требования к квалификации работников и т.д.

Однако кризис рано или поздно завершится, новая реальность, в которой оказались большинство стран, потребует принятия модели развития, направленной на восстановление экономики, ускорение ее роста, стимулирование создания современных востребованных технологий и инновационных продуктов. Условием решения этой непростой задачи является возможность сформировать инвестиционные ресурсы, основываясь на накопленном опыте как нашей страны, так и других стран. В табл. 1 приведена динамика инвестиций в основной капитал в Российской Федерации по источникам финансирования.

Как следует из табл. 1, до периода коронавируса инвестиционные ресурсы в России формировались на 57,1 % за счет собственных средств компаний, в их формировании участвовали бюджеты всех уровней (15,8 %), однако доля ресурсов с внешнего рынка капитала от кредитного рынка составляла 8,7 % (существенное снижение в 2019 г.), доля средств от выпуска корпоративных облигаций и акций начиная с 2014 г. не раскрывается, но в тот период составляла около 1 %. Таким образом, общая доля инвестиций в основной капитал с внешнего рынка капитала не превышает 10 %.

В новых условиях потребуется ответить на вопрос о возможности сохранения сложившейся структуры источников финансирования. Очевидно, что собственные источники в рамках использования прибыли для значительного количества компаний будут незначительными, поскольку перспективы иметь прибыль для многих компаний будут минимальными. Надеяться на рост бюджетных ассигнований также не приходится, так как, по нашему мнению, бюджетные ресурсы будут направлены на выполнение социальных программ и поддержку инфраструктуры.

Что же делать? Какие источники финансирования инвестиций доступны в период после кризиса? Готовы ли российские компании на поиск непривычных для них источников финансирования? Каков потенциал финансового рынка? От ответов на эти вопросы зависит траектория развития экономики России. Будет ли экономика развиваться низкими темпами или вообще будет ли наблюдаться спад, или появятся деньги (инвестиционные ресурсы), которые позволят экономике в целом и отдельным компаниям быстро восстановиться и динамично развиваться?

Таблица 1

**Инвестиции в основной капитал в Российской Федерации
по источникам финансирования в 2015–2019 гг.***

Инвестиции	2015 г.		2016 г.		2017 г.		2018 г.		2019 г.	
	млрд руб.	%	млрд руб.	%	млрд руб.	%	млрд руб.	%	млрд руб.	%
Инвестиции в основной капитал – всего	10 496,3	100,0	11 282,5	100,0	12 262,2	100,0	13 640,7	100,0	14 245,5	100,0
В том числе по источникам финансирования: собственные средства	5 271,1	50,2	5 750,7	51,0	6 290,7	51,3	7 229,5	53,0	8 132,5	57,1
привлеченные средства	5 225,2	49,8	5 531,8	49,0	5 971,5	48,7	6 411,2	47,0	6 113,0	42,9
В том числе кредиты банков:	849,9	8,1	1 174,5	10,4	1 370,1	11,2	1 531,1	11,2	1 242,2	8,7
бюджетные средства	1 922,7	18,3	1 856,7	16,4	2 003,4	16,3	2 085,8	15,3	2 249,4	15,8
в том числе средства населения	252,3	2,4	264,6	2,3	303,7	2,5	339,0	2,5	417,5	2,9
Прочие**	1 269,6	12,1	1 371,0	12,2	1 414,8	11,5	1 618,9	11,9	1 354,4	9,5

* Без субъектов малого предпринимательства и объема инвестиций, не наблюдаемых прямыми статистическими методами.

** Включая средства вышестоящих организаций, средства от выпуска корпоративных облигаций, средства от эмиссии акций.

Источник: [14].

Экономическое развитие мирового хозяйства в целом, отдельной страны или ее региона определяется многими факторами. Одним из таких факторов является финансовое развитие. Финансовое развитие – состояние финансового сектора экономики, характеризующее потенциал участников финансового рынка и возможность с помощью механизмов, источников финансирования и финансовых инструментов способствовать решению проблем экономики в целом, регионов, отраслей, отдельных компаний и населения.

Рассматривая зарубежную практику, можно предположить, что инвестиции с внешнего рынка капитала являются искомым источником финансирования компаний. Эти инвестиции возможны для компании, используя существующие финансовые инструменты, такие как кредиты, акции, облигации, так и через появление новых инструментов, связанных с рынком финансовых деривативов и/или основанных на распределенных платформах обращения и учета привлекаемых инвестиционных ресурсов. При этом в период пандемии многие цифровые технологии прочно вошли в жизнь компаний и граждан, тем самым заложили основы для использования новых финансовых инструментов. По оценкам некоторых экспертов, условия пандемии ускорили цифровизацию экономики в 10 раз! [10].

В практике нашего общения с представителями реального сектора экономики, а также отдельными учеными и журналистами выявлен пессимизм по возможности использования потенциала финансового рынка. Многие собеседники не знают и, соответственно, не верят в перспективы финансового рынка, допуская только развитие кредитного сегмента этого рынка, а валютный сегмент, рынок ценных бумаг, рынок финансовых деривативов рассматривают как спекулятивные рынки, иногда даже отрицая их возможности для проведения арбитражных операций и операций хеджирования.

В России принята и осуществляется продуманная программа «Финансовая грамотность». Она предполагает как обучение финансовой грамотности населения, так и постановку инвестиционного мышления для собственников и топ-менеджеров компаний. Тем самым формируются субъекты, способные сознательно принимать инвестиционные решения, основываясь не только на интуиции, но и на знании основных закономерностей рынка в разных условиях и знании особенностей инвестирования в тот или иной финансовый инструмент. Такие знания позволяют собственникам и топ-менеджерам квалифицированно использовать потенциал финансового рынка.

Но готов ли сам финансовый рынок к «наплыву» потенциальных юридических и физических инвесторов? Не является ли ситуация, которая иногда бывает: покупатели есть, а товара и условий для его приобретения и сохранности нет?

Мы отвечаем на этот вопрос так. Финансовый рынок готов к наплыву инвесторов. И значительное количество компаний, столкнувшись с необходимостью поиска инвестиционных ресурсов, придут на финансовый рынок. Поэтому важно понять, как финансовый рынок – имманентный элемент рыночной экономики – формировался и настраивался на ее потребности на каждом этапе развития экономики России. А сами этапы экономического развития выделялись использованием моделей спроса и предложения, зафиксированных в стратегических документах, в том числе по функционированию финансового рынка.

ТЕМПЫ РОСТА ВВП КАК КРИТЕРИЙ ДЛЯ ВЫДЕЛЕНИЯ ЭТАПОВ РАЗВИТИЯ ЭКОНОМИКИ РОССИИ

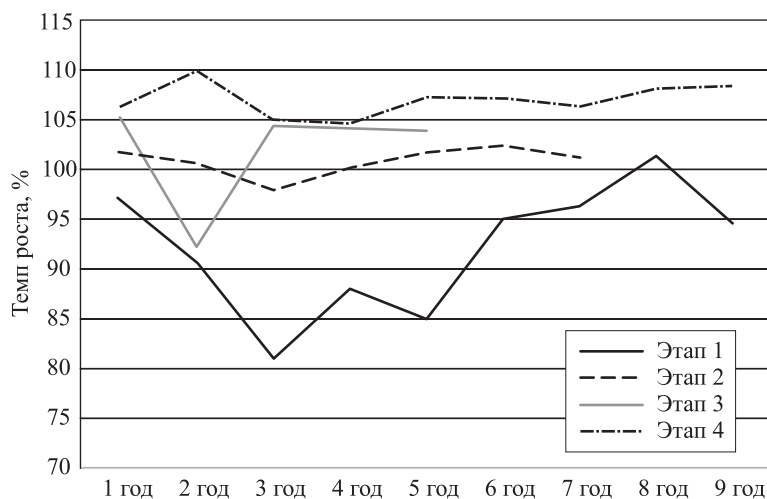
Большинство исследователей признают, что в России начиная с конца 80-х гг. прошлого века формировалась рыночная экономика. Формирование рыночной экономики осуществлялось неравномерно, характеризовалась как ожиданиями «рыночного чуда», так и попытками понять, почему этого чуда не произошло. Чем дальше мы отдаляемся от начала рыночных реформ, тем более очевидным становится необходимость разобраться в причинах принятия того или иного решения на различных этапах развития экономики, оценить эффективность этих решений и сделать вывод о возможности продолжения следовать выбранному курсу или необходимости его корректировки.

Для ответа на эти вопросы следует разделить современный рыночный период на определенные этапы и посмотреть, какая цель выдвигалась на каждом из этих этапов, какие нормативно-правовые акты принимались,

как изменялась институциональная среда и как формировалась рыночная инфраструктура. Поскольку необходимым элементом рыночной инфраструктуры является финансовый рынок, то важно оценить как уровень его развития, в том числе его потенциал, так и его роль в стимулировании роста экономики России.

При определении этапов развития современной рыночной экономики России требуется определить критерий выделения этапов. Одним из таких критериев может выступать экономический рост. Тема экономического роста – ключевая тема в выступлениях руководителей России, экономистов и политиков. Показателем экономического роста, как правило, называют рост валового внутреннего продукта (ВВП) страны [3].

За тридцатилетний период с 1990 г. по 2019 г. можно выделить четыре этапа развития экономики России (см. рисунок).



Прирост ВВП России, в % к предыдущему году. Источник: [15]

Каждый этап отличают особенности экономической политики, и каждый этап отличается темпами роста ВВП. Лучшие показатели на втором этапе. Более низкие показатели на первом этапе. Рассмотрим особенности каждого этапа и причины такого роста экономики России.

Первый этап – 1991–1998 гг. – экономический (трансформационный) спад (кризис). В 1997 г. наблюдался небольшой рост ВВП, а в 1998 г. началась рецессия (падение ВВП составило 5,3 %). *Рецессия* (лат. recessus – отступление) – относительно умеренный, некритический спад производства или замедление темпов экономического роста. Экономический кризис 1998 г., произошедший в России, считается одним из самых тяжелых кризисов. Однако Россия с ним справилась, и уже в 1999 г. рост ВВП составил 6,4 %.

Второй этап – 1999–2007 гг. – бурный восстановительный экономический рост, основанный на экстенсивных факторах. *Восстановительный экономический рост* (recovery growth) неизбежно начинается после кризиса или крупных финансовых потрясений. Этот термин ввел советский экономист В. Громан, который исследовал процессы восстановления народного хозяйства страны в 1920-е гг. Занимался проблемами восстанови-

тельного роста и Е.Т. Гайдар [1]. Восстановительный экономический рост на первых этапах имеет высокие темпы, но спустя некоторое время он затухает (см. рисунок).

Третий этап – 2008–2012 гг. – затухающий восстановительный экономический рост. Этот период характеризуется снижением темпа роста до 5,2 % в 2008 г. в связи с началом финансового кризиса и последующей рецессии в 2009 г. (падение ВВП составило 7,8 %). Кризис 2008–2009 гг. был преодолен достаточно быстро, и до 2012 г. наблюдался небольшой замедляющийся рост ВВП. В 2012 г. темпы развития страны стали замедляться.

Четвертый этап – 2013–2019 гг. – экономическая стагнация, включая рецессию 2015 г. (падение ВВП составило 2,3 %). *Стагнация* (лат. stagnatio – неподвижность, stagnum – стоячая вода) – состояние экономики, характеризующееся застоем производства и торговли на протяжении длительного периода времени. Стагнация сопровождается увеличением численности безработных, снижением заработной платы и уровня жизни населения.

Таким образом, резкий переход России к созданию рыночной экономики в начале 90-х гг. привел к существенному падению ВВП (особенно в 1992 г.). Устойчивый рост ВВП наблюдался с 1999 г. до кризисного 2008 г. включительно. После рецессии 2009 г. прирост ВВП имел место быть, однако темпы прироста снижались, а в 2015 г. стали отрицательными. В 2016 г. темпы роста стабилизировались, и только в 2017 г. ВВП показал слабый рост. Поэтому потребовались новые идеи по ускорению роста экономики России.

Считаем, что в 2020 г. Россия вступила в новый, *пятый этап* экономического роста, основанный на развитии инновационных технологий, цифровизации экономики, обновлении требований и квалификаций работников. В то же время этот этап характеризуется вызванным пандемией кризисом, сочетающим как существенное падение ВВП, других макроэкономических показателей, так и структурным кризисом, основанным на быстром внедрении инновационных технологий цифровой экономики [17].

Рассмотрим более подробно, как развитие финансового рынка стимулировало экономический рост на каждом этапе.

РАЗВИТИЕ ФИНАНСОВОГО РЫНКА НА ЭТАПАХ ЭКОНОМИЧЕСКОГО РОСТА ЗА ТРИДЦАТИЛЕТНИЙ ПЕРИОД

Для того чтобы выявить особенности формирования финансового рынка, его значимость на этапах развития экономики России, необходимо «следить» за формированием основных элементов финансового рынка, его структуры. Существуют различные подходы к обоснованию структуры финансового рынка. Принципиальными являются два подхода: *институциональный*, основанный на выделении институтов финансового рынка: эмитенты, инвесторы, финансовые посредники, инфраструктура, органы регулирования, и *инструментальный*, основанный на выделении сегментов рынка на основе финансовых инструментов: валюта и драгоценные металлы, кредиты и депозиты, ценные бумаги, финансовые деривативы. Эти сегменты на каждом из этапов развивались неравномерно, с акцентом

на тот или иной институт или финансовый инструмент. Однако по прошествии времени можно констатировать, что в России создана современная конструкция финансового рынка.

Первый этап экономического развития (1990–1998 гг.) характеризовался созданием институтов и сегментов финансового рынка как основы становления рыночной экономики в России на основе принятия ее базовых принципов.

В короткий срок появился «контур» экономики, обладающий имманентными признаками рыночной экономики: акционерные общества, участники финансового рынка (эмитенты финансовых инструментов, инвесторы (в большей части спекулятивные), финансовые посредники (значительное количество небанковских посредников, которые в дальнейшем были подавлены), инфраструктура (биржи и расчетно-депозитарные организации), орган регулирования рынка ценных бумаг – Федеральная комиссия по ценным бумагам (ФКЦБ). Кроме того, принципиально изменилась платежная система – сформирована двухуровневая банковская система – Банк России и коммерческие банки, что позволило трансформировать расчетные операции, которые из госбанков перешли в коммерческие банки, а также сформировался рынок платежных операций с использованием векселей.

Исследователи, изучая рассматриваемый период, часто подчеркивают спекулятивный характер того времени. Мы признаем, что значимая доля финансового рынка обслуживала инвесторов-спекулянтов. Однако в этот период появлялись цивилизованные биржевые технологии (например, система валютных бирж и РТС), опыт использования неизвестных в России финансовых инструментов, например, фьючерсные контракты на Московской товарной бирже, Сибирской фондовой бирже и т.д.

Все это позволило создать условия для формирования бюджета и «цивилизованных» сегментов финансового рынка как основы макроэкономической стабильности, а также на основе проведенной приватизации сформировать рыночные институты как условие функционирования экономики нового типа.

К сожалению, Россия упустила шанс еще в тот период создать цивилизованный рынок ценных бумаг. Достаточно было принять правовой акт, обязывающий все сделки с ценными бумагами и деривативами совершать только на бирже. Аналогичный акт существовал по обращению валюты. И валютный рынок длительное время существовал по четким правилам, в том числе с обязательной продажей валютной выручки через валютные биржи. Однако по ценным бумагам и деривативам этого не было сделано, рынок не сформировался как биржевой рынок, и до сих пор он в полной мере не отвечает возможностям стать механизмом привлечения инвестиций.

Кроме акционерных обществ, появились профессиональные инвесторы: коммерческие банки, создавшие отделы по работе с финансовыми инструментами, инвестиционные фонды (чековые, акционерные, паевые), негосударственные пенсионные фонды и др. Сформировалась широкая сеть финансовых посредников: брокеров, дилеров, доверительных управляющих. Появились инфраструктурные участники рынка: биржи, регистраторы, депозитарии, клиринговые организации и т.д. Все это позволило рынку работать, привлекать инвестиции, перераспределять собственность, а также

получать прибыль за счет операций хеджирования, арбитража, спекуляций. В этих условиях требовался регулятор рынка. Таким регулятором выступила Комиссия по ценным бумагам и фондовым биржам (ФКЦБ). Особенности формирования регионального фондового рынка Сибири изложены в монографии А.В. Новикова [6].

Таким образом, к началу XXI в., в России были созданы основные элементы рыночной экономики, рыночные институты и инфраструктура, определены законодательные особенности функционирования финансового рынка. Тем самым создана возможность для динамичного развития экономики России, основанной на рыночных принципах.

На втором этапе экономического развития (1999–2007 гг.) произошло институциональное оформление финансового рынка, оказавшее влияние на восстановительный рост экономики России путем обслуживания все возрастающего спроса.

Второй этап является лучшим периодом в истории современного рыночного развития России. Именно в этот период (между двумя кризисами) Россия показывает высокие темпы роста (например, рост ВВП в 2000 г. составил 10,0 %). Именно в этот период руководством страны была сформулирована амбициозная цель за десятилетие удвоить ВВП (обращение В.В. Путина к Федеральному собранию РФ 16 мая 2003 г.).

Смелые прогнозы экономического роста базировались на гипотезе формирования стимулов для расширения производства, насыщения потребительского спроса, для появления людей, способных к предпринимательской деятельности. Основой возможного оживления экономической жизни являлось стимулирование спроса, которое базировалась и на адресной поддержке населения – повышении пенсий, зарплат и т.д.

В Стратегии социально-экономического развития Российской Федерации до 2010 г., подготовленной Центром стратегических разработок в 2000 г., большое внимание было уделено реформированию банковской системы и развитию фондового рынка России.

Основные достижения и провалы, полученные в рамках реализации Стратегии развития финансового рынка до 2010 г. подробно освещены в Стратегии-2010 [16, с. 53].

Главным итогом рассматриваемого периода была эйфория от экономических успехов: высокий темп роста ВВП, отсутствие проблем с наполнением бюджета, динамичное развитие как крупного, так среднего и мелкого предпринимательства. Потенциал финансового рынка возростал: появился опыт корпоративных эмиссий финансовых инструментов, происходило активное строительство инфраструктуры финансового рынка, появление инвесторов, отвечающих и работающих по международным стандартам (МСФО), прежде всего финансовых институтов. Однако концентрация участников финансового рынка в Москве и формирование элементов государственного капитализма являются отрицательными моментами, которые негативно сказались на экономической ситуации в следующий период.

Третий этап экономического развития (2008–2012 гг.) характеризуется целями повышения конкурентоспособности финансового рынка и формирования международного финансового центра для ускоренного экономического развития страны.

На этом этапе стало понятно, что концепция экономического роста, основанная на стимулировании спроса, исчерпала себя, и требуется иной подход к формированию стимулов экономического роста. Однако, прежде всего, следует определить специфику и особенности антикризисной политики России.

Кризис 2008–2009 гг. был настолько глубоким, что подорвал веру руководства страны в рыночные механизмы выхода из кризиса. Было принято решение перейти к фактически ручному управлению, а также к поддержке специальной группы компаний, часть которых в будущем стали называться *национальные* и *региональные* чемпионы. Для этой группы компаний были разработаны специальные условия, в том числе по кредитованию, дивидендной политики и т.д. Авторы статьи исследовали особенности кризиса 2008–2009 гг. и отмечали позитивные и негативные моменты того периода [4].

В Концепции долгосрочного социально-экономического развития Российской Федерации на период до 2020 г. (Распоряжение Правительства Российской Федерации от 17 ноября 2008 г. № 1662-р) сформулированы амбициозные планы развития российского финансового рынка. Эти же установки подтверждены и в Стратегии развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 г. (Распоряжение Правительства Российской Федерации от 29 декабря 2008 г. N 2043-р.), где говорилось, что «Целью настоящей Стратегии является обеспечение ускоренного экономического развития страны посредством качественного повышения конкурентоспособности российского финансового рынка и формирования на его основе самостоятельного финансового центра, способного сконцентрировать предложение широкого набора финансовых инструментов, спрос на финансовые инструменты со стороны внутренних и внешних инвесторов и тем самым создать условия для формирования цен на такие финансовые инструменты и соответствующие им активы в Российской Федерации». В Стратегии приведены и целевые показатели развития финансового рынка Российской Федерации в 2020 г.

Обратим внимание, что формулируется задача создания комфортных условий для инвесторов через возможность работы в рамках финансового центра, включающего широкий набор финансовых инструментов. Начиная с 2007 г. английская компания Z-YEN составляет рейтинг финансовых центров. В этот рейтинг входят два города России – Москва и Санкт-Петербург. К сожалению, города России находятся в конце рейтинга. Например, в рейтинге на март 2020 г. Москва находится на 71-м месте из 108 центров, включенных в рейтинг, а Санкт-Петербург на 97-м месте [18]. По нашему мнению, в качестве претендентов на создание финансовых центров могли бы выступать еще три российских города: Екатеринбург, Новосибирск, Владивосток [5].

Также отметим, в конце рассматриваемого этапа началось замедление экономического роста. Было принято решение модель роста на *основе стимулирования спроса* заменить моделью роста на *основе стимулирования предложения*. Тем самым было принято решение перейти к четвертому этапу экономического развития России.

Четвертый этап (2013–2019 гг.) начался с перестройки финансового рынка в условиях санкций для привлечения внутренних частных инвесторов для перехода на новую модель роста экономики на основе стимулирования предложения.

Рассматриваемый этап характеризуется низкими темпами экономического роста. Четвертый этап характеризуется попыткой предложить новый подход к формированию стратегии экономического роста России. Государство исчерпало возможности стимулирования спроса в том объеме, который был в середине нулевых годов XXI в. В то же время анализ опыта других развивающихся стран показал, что используется не только модель спроса, но и модель предложения.

Суть модели предложения заключается в создании условий для производителей товаров и услуг, которые насытят рынок и создадут стимулы для расширения своей деятельности. Модель на основе предложения предусматривает смену главных участников экономического процесса. Так, если в модели спроса основным «игроком» являлось государство, то в модели предложения на первый план должен выйти *предприниматель*. Задача государства меняется: от непосредственной организации спроса через прямые дотации, субсидии и льготы, переход к настройке стимулов предпринимательской активности. Создание таких условий требует изменения законодательной базы в направлении снижения барьеров для предпринимательской активности, уменьшение рисков ведения предпринимательской деятельности, формирование региональных мер по поддержке предпринимателей.

Отметим, что новые целевые установки по развитию финансового рынка были сформулированы в обновленном варианте Концепции долгосрочного социально-экономического развития Российской Федерации – Стратегии-2020 [2].

В рамках этой стратегии был разработан сбалансированный сценарий развития финансового рынка, основанный на решении следующих задач:

- повышение устойчивости финансового сектора;
- повышение его конкурентоспособности;
- формирование отечественного рынка долгосрочных инвестиций.

По выделенным направлениям и формировались мероприятия, проводимые Банком России как мегарегулятором финансового рынка.

Конечно, в будущем жизнь внесла коррективы в разработанную стратегию. Однако поиск мер, позволяющих выйти из кризиса, в том числе опираясь на возможности финансового рынка, позволило критически проанализировать применение стратегии стимулирования спроса и создать предпосылки для формирования новой модели развития экономики России.

Другая особенность этого периода – регламентация деятельности всех участников финансового рынка: эмитентов финансовых инструментов, инвесторов, финансовых посредников, инфраструктуры и органов регулирования. Такая регламентация базировалась на создании мегарегулятора – Банка России. Формирование континентальной модели организации финансового рынка во главе с мегарегулятором – Банком России – началось в марте 2014 г., когда в соответствии с решением совета директоров Банка России была упразднена Служба Банка России по финансовым рынкам. С этого момента Банк России является мегарегулятором финансовых рын-

ков и осуществляет полномочия по контролю и надзору за участниками рынка.

Таким образом, Банк России «захватил» все функции по регулированию финансового рынка. Все участники рынка, все операции со всеми финансовыми инструментами, все способы и методы регулирования сосредоточены в «руках» Банка России.

Тем самым созданы предпосылки для развития финансового рынка на основе утвержденных нормативных требований. И тем самым созданы предпосылки «одной гребенки» – одинаково жесткие требования к банковским и небанковским участникам финансового рынка, что привело к подавлению небанковских участников финансового рынка и окончательно закрепило в России континентальную организацию финансового рынка.

Четвертый этап развития России завершился сменой Правительства, амбициозными планами по ускорению экономического роста. Однако в реализацию этих планов вмешалась пандемия.

ФИНАНСОВЫЙ РЫНОК РОССИИ НА ПОРОГЕ ПЯТОГО ЭТАПА ЭКОНОМИЧЕСКОГО РАЗВИТИЯ

Начало пятого этапа (2020 г. +) экономического развития России характеризуется попыткой запустить инвестиционный рост на основе национальных проектов, развития новых инновационных технологий, цифровизации экономики. Считаем, что в этих условиях финансовый рынок должен выступить как драйвер роста экономики на основе политики финансового форсажа.

Уровень развития финансового рынка характеризуют определенные индикаторы и показатели. В этом плане следует обратить внимание на документы Международного валютного фонда [7, 8] и Банка России [9]. В этих документах обоснован подход, позволяющий оценивать уровень развития финансового рынка на основе следующих четырех индикаторов: глубина, доступность, стабильность и эффективность финансового рынка.

Отметим основные моменты, характеризующие каждый из выбранных индикаторов.

Глубина финансового рынка характеризует значимость институтов и инструментов финансового рынка относительно макроэкономических показателей (ВВП).

Доступность услуг, предоставляемых финансовым рынком со стороны финансовых институтов, и возможность приобретать долевыми и долговые инструменты компаний показывает способность финансового рынка соответствовать требованиям потребителей и получить доступ к собственности рыночных компаний и возможности альтернативных относительно депозитного рынка операций на долговом финансовом рынке.

Стабильность финансового рынка характеризуется соотношением долгосрочных, среднесрочных и краткосрочных активов и пассивов финансовых институтов, рублевых и валютных активов и пассивов банковского сектора, долговой нагрузкой предприятий и населения, возможностью финансовых институтов продолжить оказывать услуги при наступлении форс-мажорных обстоятельств и волатильности финансового рынка.

Эффективность финансового рынка показывает привлекательность этого рынка для бизнеса. Эта привлекательность определяется доходностью и рентабельностью операций финансовых институтов, а также коэффициентом оборота фондового рынка, позволяющего отследить возможности приобретения долевых финансовых инструментов как титулов собственности предприятий.

Каждый из этих индикаторов и характеризующих их показателей с разных позиций описывает состояние финансового рынка. Совокупность этих характеристик показывает уровень развития финансового рынка. В табл. 2–5 приведены значения показателей, характеризующих индикаторы финансового рынка на начало 2020 г.

Таблица 2

Показатели, характеризующие глубину финансового рынка России (на 01.01.2020 г.)*

Финансовые институты	Значение показателя	Сегменты финансового рынка	Значение показателя
Кредитование частного сектора (% ВВП)	43,6	Капитализация фондового рынка (% ВВП)	35,0
Активы пенсионных фондов (% ВВП)	3,7	Объем торговли акциями (% ВВП)	54,0
Активы паевых фондов (% ВВП)	4,1	Долговые ценные бумаги правительства (% ВВП)	9,2
Страховые премии (% ВВП)	1,35	Всего долговых ценных бумаг нефинансовых компаний (% ВВП)	6,4
		Всего долговых ценных бумаг финансовых компаний (% ВВП)	4,7

* Рассчитано авторами с использованием [11, 12].

Как следует из табл. 2, среди финансовых институтов с позиций *глубины финансового рынка* выделяется кредитование частного сектора – почти 44 % от ВВП на начало 2020 г. В то время как паевые инвестиционные фонды, негосударственные пенсионные фонды и страховые компании по активам относительно ВВП являются маломощными и пока не способны предоставить значимое количество инвестиционных ресурсов.

По сегментам финансового рынка глубина характеризуется следующими особенностями. При обороте акций относительно ВВП в размере 54 %, капитализация рынка составляет только 35 % относительно ВВП. То есть можно утверждать, что российские компании по-прежнему являются недооцененными, а значит имеют большой потенциал роста при интересе инвесторов после улучшения ситуации в экономике и появления признаков формирования инвестиционного спроса. Долговой рынок государственных ценных бумаг составляет немногим более 9 % от ВВП, при этом долговой рынок нефинансовых компаний составляет около 70 % от рынка государственных бумаг, а финансовых компаний соответственно 50 %. Таким образом, существуют возможности привлечения инвесторов на рынок долговых финансовых инструментов.

Таблица 3

**Показатели, характеризующие доступность финансового рынка России
(на 01.01.2020 г.)***

Финансовые институты	Значение показателя	Сегменты финансового рынка	Значение показателя
Коммерческие банки, филиалы и отделения на 100 000 трудоспособного населения	0,37	Процент рыночной капитализации за исключением Топ-10 крупнейших компаний	16,7
Банкоматы на 100 000 взрослых	2,55	Общее количество эмитентов долговых обязательств на Московской бирже	347

* Рассчитано авторами с использованием [11].

Как следует из табл. 3, с позиций финансовых институтов обеспечена доступность получения наличной валюты и возможности осуществлять расчеты через банкоматы. Также существующая банковская сеть достаточно покрывает потребности пользователей, однако львиная доля кредитных организаций сосредоточена в Москве. С позиций инструментов финансового рынка обратим внимание, что при относительно невысокой капитализации всего финансового рынка, доля 10 крупных компаний составляет 83,3 % общей капитализации. Таким образом, в привлечении инвестиционных ресурсов с внешнего рынка капитала участвует небольшое количество российских компаний. Этот вывод подтверждает ситуация на долговом рынке финансовых инструментов. На Московской бирже во всех режимах допуска к торгам обращаются облигации только 347 эмитентов, что составляет 0,009 % от всех предприятий страны. То есть потенциал российских компаний по этому индикатору огромный.

Таблица 4

**Показатели, характеризующие стабильность финансового рынка России
(на 01.01.2020 г.)***

Финансовые институты	Значение показателя	Сегменты финансового рынка	Значение показателя
Соотношение долгосрочных, и краткосрочных активов	46,0	Доля иностранных инвесторов на российском рынке финансовых инструментов Реформа финансовых индикаторов денежного рынка (ставка LIBOR)	52 % (акции)
Соотношение долгосрочных, и краткосрочных пассивов	20,3		С 2021 г.
Долговая нагрузка компаний (% ВВП)	23,0		
Долговая нагрузка населения (% ВВП)	16,0		
Доля валютных активов в балансе банковского сектора (%)	19,09		
Доля валютных пассивов в балансе банковского сектора (%)	19,12		

* Рассчитано авторами с использованием [11, 12].

По индикатору *стабильность финансового рынка* можно сделать следующие выводы. Анализируя финансовые институты, отметим, что отношение долгосрочных активов к краткосрочным более чем в два раза превышает отношение долгосрочных пассивов к краткосрочным. Это говорит об относительной стабильности уровня пассивов и достаточной устойчивости банковской системы. Также укажем, что долговая нагрузка компаний в 1,4 раза превышает долговую нагрузку населения. При этом доля валютных активов и доля валютных пассивов в балансе банковского сектора практически равны и составляют около 19 %. Таким образом, с позиций финансовых институтов ситуация относительно стабильная. А вот с позиций финансовых инструментов ситуация более волатильная. Волатильность финансовых инструментов связана с тем, что более половины инвесторов на финансовом рынке – иностранные инвесторы, а также с возможностью реформы ставки LIBOR, что усложнит на первом этапе реформы развитие рынка финансовых деривативов.

Таблица 5

Показатели, характеризующие эффективность финансового рынка России (на 01.01.2020 г.)*

Финансовые институты	Значение показателя	Сегменты финансового рынка	Значение показателя
Чистая процентная маржа	3,8	Коэффициент оборота фондового рынка (акции торгуются/капитализация)	1,54
Спред между кредитной и депозитной ставками (ПАО Сбербанк):			
юридические лица	3,57		
физические лица	8,64		
Непроцентный доход в общем доходе	30,4		
Рентабельность активов	2,2		
Рентабельность собственного капитала	19,7		

* Рассчитано авторами с использованием [11–13].

С позиций индикатора *«эффективность финансового рынка»* отметим, что для финансовых институтов рентабельность собственного капитала превышает 20 %, и это неплохой показатель, спред по ставкам кредитов и депозитов в России составляет около 5 %, а как видим из табл. 5, для Сбербанка выше. Таким образом, для финансовых институтов работа на финансовом рынке является эффективной. С позиций сегментов финансового рынка отметим, что коэффициент оборота фондового рынка составляет 1,54 и свидетельствует о наличии потенциала для повышения ликвидности финансового рынка.

Таким образом, можно сделать вывод, что необходимые элементы востребованности и финансовых институтов, и финансовых инструментов на начало 2020 г. созданы. Однако многие показатели говорят о наличии значительного потенциала использования финансового рынка, что, возможно, и будет сделано после завершения пандемии.

СТРАТЕГИЯ ФОРСИРОВАННОГО ФИНАНСОВОГО РАЗВИТИЯ ЭКОНОМИКИ – ФИНАНСОВЫЙ ФОРСАЖ

Россия, как и подавляющая часть стран мира, вступила в период смены парадигмы экономического развития. Мир в период коронавируса за несколько месяцев прошел путь, который в эволюционный период развития занял бы несколько лет. Во многих сферах экономики появился опыт работы в режиме удаленного доступа, цифровые технологии вмиг нашли применение, и опыт их использования можно признать удачным, стремительно повысилась квалификация персонала по использованию этих технологий, что приведет к резкой его дифференциации и высвобождению части работников.

На финансовом рынке также произошел стремительный рост безналичных расчетов, массовое открытие личных кабинетов в финансовых институтах для контроля транзакций и осуществление инвестиций. По нашему мнению, наступило время активного формирования распределенной системы учета совершенных сделок на основе технологий типа блокчейн и т.д. Развитие этих технологий приведет к трансформации всех участников финансового рынка и создаст условия для реализации стратегии форсированного финансового развития экономики – финансового форсажа. Эти изменения возможны по следующим направлениям.

В рамках *институционального подхода* проявятся следующие элементы финансового форсажа.

– Для *эмитентов* финансовых инструментов. Возможность привлекать инвестиции, используя технологии цифровой экономики при подготовке и регистрации проспектов эмиссии, что позволит значительно упростить технологию выпуска этих финансовых инструментов. К возможностям покупки финансовых инструментов на организованном рынке добавятся инструменты с возможностью привлекать инвестиции на распределенном рынке. Развитие инфраструктуры и мероприятия по финансовой грамотности собственников и топ-менеджеров позволят совершать операции напрямую с инвесторами, привлекая профессиональных посредников как консультантов. Развитие торговых систем на основе цифровых технологий сократит барьеры для привлечения зарубежных инвесторов.

– Для *инвесторов*. Повышение прозрачности отчетности эмитентов и возможность ее проверки позволит быстрее и с меньшим риском принимать инвестиционные решения. Цифровые технологии позволят формировать базы клиентов в единых стандартах во всех регионах страны и за рубежом. Появятся дополнительные возможности разработки инвестиционных стратегий по настройке на индивидуальные предпочтения инвестора, а не на настройку стандартной стратегии на конкретного инвестора. Технологии распределенной торговли приведут к возможностям использования распределенной учетной системы для организации внутреннего учета сделок клиентов.

– Для *финансовых посредников*. Потребуется доказать эмитентам и инвесторам свою полезность. Для этого усилится аналитический блок – произойдет переход от торговых операций к аналитическим и консалтинговым функциям, разработке сценариев поведения в будущем, оценки

эффективности принимаемых инвестиционных решений. Тенденция ближайшего будущего – постепенный отказ от офисных технологий обслуживания, переход на цифровые технологии ведения бизнеса.

– Для *инфраструктуры финансового рынка*. Возобновление работы по созданию международного финансового центра в Москве. Обсуждение возможности и принятие решения о создании региональных финансовых центров при условии инвестиционного мышления региональных органов власти. Трансформация организованной торговой системы и формирование распределенной торговой системы, модификация учетной системы, прежде всего, депозитарной системы (усиление роли депозитариев-кастоди), формирование условий для непрерывного (против периодического, как в настоящее время) клиринга совершенных сделок.

– Для *органов регулирования финансового рынка*. Развитие системы цифрового контроля, развитие новой структуры нормативно-правовых актов, отмена выездных камеральных проверок и др.

С позиций *инструментального подхода* финансовый рынок ждут следующие новации.

– *Валютный рынок*. Снижение значимости мирового эмиссионного центра США и усиление роли региональных валют с постепенным вытеснением доли доллара и евро. Неопределенная судьба отдельных интеграций типа ЕС, и возрастание национализма как ответ на выход из пандемии, потребует вернуться к дискуссии о покупательной способности валют и основах определения курсов валют. Возможности цифровой экономики снизят значимость организованных валютных рынков.

– *Кредитный рынок*. В настоящее время доля долгосрочных кредитов, которые можно рассматривать как инвестиционные кредиты, относительно невелика. Будут разработаны кредитные продукты, основанные на потребностях конкретного инвестора, с возможностью использования рынка долговых ценных бумаг и рынка финансовых деривативов.

– *Рынок ценных бумаг*. Развитие рынка ценных бумаг возможно по следующим направлениям: для долевых ценных бумаг – в условиях восстановления экономики и отсутствия новаций для введения дополнительного налогообложения – стремительный рост, прежде всего, национальных и региональных чемпионов; для долговых ценных бумаг – расширение опыта выпуска облигационных займов в корпоративном секторе экономики, в том числе через сектор роста Московской биржи.

– *Для рынка финансовых деривативов*. Возрастание доли производных ценных бумаг (американских, глобальных, российских депозитарных расписок) через упрощение процедуры организации международной торговли, расчетов и учета совершенных сделок через технологии цифровой экономики. Для срочных контрактов – развитие рынка опционов как инструмента арбитражных операций, рынка фьючерсных контрактов как инструмента рынка хеджирования. В том числе для реального сектора экономики.

Предложенные изменения позволят быстрее принимать инвестиционные решения и проверять эти решения на надежность и непротиворечивость законодательству. Есть ли шанс на успех построения экономики в новых условиях без учета потенциала финансового рынка? Будет ли принят

эволюционный путь развития или все-таки включится ускорение, осуществлен финансовый форсаж?

Необходимо, на наш взгляд, предпринять следующие первоочередные шаги для осуществления финансового форсажа:

– на основе анализа ситуации в области привлечения инвестиций разработать меры по стимулированию использования внешних источников привлечения инвестиций, в том числе за счет финансовых институтов с государственным участием. Эти меры позволят усилить *глубину финансового рынка*;

– разработать программы в области финансовой грамотности для собственников, топ-менеджеров и их заместителей по вопросам экономической и финансовой политики, позволяющей этим лицам различать особенности инвестирования за счет собственных и привлеченных средств. Эти меры позволят усилить *доступность финансового рынка*;

– определить пилотный проект с участием национальных и региональных чемпионов, направленный на использование инструментов финансового рынка, в том числе с использованием биржевых технологий и технологий распределенной торговли. Эти меры позволят усилить *стабильность финансового рынка*;

– законодательно определить норму накоплений для компаний с государственным участием и создать стимулы по формированию фонда инвестиций для частных компаний. Эти меры позволят усилить *эффективность финансового рынка*;

– мобилизовать инвестиционные ресурсы частных инвесторов (например, инвестиционные счета) и институциональных инвесторов с использованием существующих и новых финансовых инструментов, в том числе на платформе блокчейн. Эти меры позволят усилить все индикаторы, поддерживать развитие финансового рынка в новых условиях.

Предложенные меры являются подходом к формированию экономики, построенной на новых принципах. Главным из этих принципов является возможность получения инвестиций с использованием инструментов финансового рынка на основе финансового форсажа.

Литература

1. *Гайдар Е.* Восстановительный рост и некоторые особенности современной экономической ситуации в России // Вопросы экономики. 2003. № 5.
2. *Греф Г.О., Вьюгин О.В., Юдаева К.В.* Развитие финансового и банковского сектора // 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. С. 229–246.
3. *Новиков А.В., Новикова И.Я.* ВВП как стоимостной измеритель объема экономики и индикатор экономического роста // ЭКО. 2019. № 9. С. 165–187.
4. *Новиков А.В., Новикова И.Я.* Кризис как способ движения вперед // ЭКО. 2009. № 6. С. 3–22.
5. *Новиков А.В., Новикова И.Я.* Страны БРИКС: финансовое развитие и экономический рост // Вестник НГУЭУ. 2018. № 2. С. 163–185.

6. *Новиков А.В.* Фондовый рынок Сибири: становление и проблемы развития. Новосибирск: НГАЭиУ, 1998. 118 с.
7. Introducing a New Broad-based Index of Financial Development. IMF Working Paper. (WP/16/5), January 2016.
8. Rethinking Financial Deepening: Stability and Growth in Emerging Markets. IMF Staff Discussion Notes (SDN 15/08), May 2015.
9. Банк России. Обзор финансовой стабильности. [Эл. ресурс]. URL: <https://cbr.ru/finstab/review/> (дата обращения: 12.04.2020).
10. «Коронавирус ускорил цифровизацию экономики в 10 раз». [Эл. ресурс]. URL: <https://www.vedomosti.ru/technology/characters/2020/04/12/827841-koronavirus-uskoril-tsfrovizatsiyu-ekonomiki> (дата обращения: 12.04.2020).
11. Обзор банковского сектора № 208, февраль 2020 года. [Эл. ресурс]. URL: https://cbr.ru/banking_sector/statistics/ (дата обращения: 16.04.2020).
12. Обзор российского финансового сектора и финансовых инструментов. 2019 год. Аналитический материал. Банк России. Москва, 2020 год. [Эл. ресурс]. URL: http://www.cbr.ru/content/document/file/107372/overview_2019.pdf (дата обращения: 16.04.2020).
13. Процентные ставки по кредитам и депозитам и структура кредитов и депозитов по срочности. [Эл. ресурс]. URL: https://cbr.ru/statistics/bank_sector/int_rat/
14. Росстат. URL: https://www.gks.ru/investment_nonfinancial (дата обращения: 08.04.2020).
15. Росстат. Индексы физического объема валового внутреннего продукта (в процентах к предыдущему году) // URL: [https://www.gks.ru/storage/mediabank/tab3\(1\).htm](https://www.gks.ru/storage/mediabank/tab3(1).htm) (дата обращения: 08.04.2020).
16. СТРАТЕГИЯ-2010: итоги реализации 10 лет спустя / Доклад Фонда «Центр стратегических разработок», Академии народного хозяйства при Правительстве Российской Федерации и Института экономики переходного периода. 2010 г. 80 с. [Эл. ресурс]. URL: http://riskprom.ru/_ld/2/278_Itoqi_strategia.pdf (дата обращения 08.04.2020).
17. Экономика России возвращается к кризису. [Эл. ресурс]. URL: https://www.kommersant.ru/doc/4309736?from=doc_vrez (дата обращения: 04.04.2020).
18. The Global Financial Centres Index 27. March 2020. [Эл. ресурс]. URL: https://www.longfinance.net/media/documents/GFCI_27_Full_Report_2020.03.26_v1.1_.pdf (дата обращения: 16.04.2020).

Bibliography

1. *Gajdar E.* Vosstanovitel'nyj rost i nekotorye osobennosti sovremennoj jekonomiche-skoj situacii v Rossii // Voprosy jekonomiki. 2003. № 5.
2. *Gref G.O., V'jugin O.V., Judaeva K.V.* Razvitie finansovogo i bankovskogo sektora // Strategija-2020: Novaja model' rosta – novaja social'naja politika. Itogovyj doklad o rezul'tatah jekspertnoj raboty po aktual'nym problemam social'no-jekonomiche-skoj strategii Rossii na period do 2020 goda / Nauch. red. V.A. Mau, Ja.I. Kuz'minov. Kn. 1. M.: Delo, 2013. P. 229–246.
3. *Novikov A.V., Novikova I.Ja.* VVP kak stoimostnoj izmeritel' ob'ema jekonomiki i indikator jekonomiche-skogo rosta // JeKO. 2019. № 9. P. 165–187.
4. *Novikov A.V., Novikova I.Ja.* Krizis kak sposob dvizhenija vpered // JeKO. 2009. № 6. P. 3–22.
5. *Novikov A.V., Novikova I.Ja.* Strany BRIKS: finansovoe razvitie i jekonomiche-skij rost // Vestnik NGUJeU. 2018. № 2. P. 163–185.
6. *Novikov A.V.* Fondovyj rynek Sibiri: stanovlenie i problemy razvitija. Novosibirsk: NGAJeU, 1998. 118 p.
7. Introducing a New Broad-based Index of Financial Development. IMF Working Paper. (WP/16/5), January 2016.

8. Rethinking Financial Deepening: Stability and Growth in Emerging Markets. IMF Staff Discussion Notes (SDN 15/08), May 2015.
9. Bank Rossii. Obzor finansovoj stabil'nosti. [Jel. resurs]. URL: <https://cbr.ru/finstab/review/> (data obrashhenija: 12.04.2020).
10. «Koronavirus uskoril cifrovizaciju jekonomiki v 10 raz» [Jel. resurs]. URL: <https://www.vedomosti.ru/technology/characters/2020/04/12/827841-koronavirus-uskoril-tsifrovizatsiyu-ekonomiki> (data obrashhenija: 12.04.2020).
11. Obzor bankovskogo sektora № 208, fevral' 2020 goda. [Jel. resurs]. URL: https://cbr.ru/banking_sector/statistics/ (data obrashhenija: 16.04.2020).
12. Obzor rossijskogo finansovogo sektora i finansovyh instrumentov. 2019 god. Analiticheskij material. Bank Rossii. Moskva, 2020 god. [Jel. resurs]. URL: http://www.cbr.ru/content/document/file/107372/overview_2019.pdf (data obrashhenija: 16.04.2020).
13. Procentnye stavki po kreditam i depozitam i struktura kreditov i depozitov po srochnosti. [Jel. resurs]. URL: https://cbr.ru/statistics/bank_sector/int_rat/
14. Rosstat. URL: https://www.gks.ru/investment_nonfinancial (data obrashhenija: 08.04.2020).
15. Rosstat. Indeksy fizicheskogo ob#ema valovogo vnutrennego produkta (v procentah k predydushhemu godu) // URL: [https://www.gks.ru/storage/mediabank/tab3\(1\).htm](https://www.gks.ru/storage/mediabank/tab3(1).htm) (data obrashhenija: 08.04.2020).
16. STRATEGIJa-2010: itogi realizacii 10 let spustja / Doklad Fonda «Centr strategicheskikh razrabotok», Akademii narodnogo hozjajstva pri Pravitel'stve Rossijskoj Federacii i Instituta jekonomiki perehodnogo perioda. 2010 g. 80 p. [Jel. resurs]. URL: http://riskprom.ru/_ld/2/278_Itogi_strategia.pdf (data obrashhenija: 08.04.2020).
17. Jekonomika Rossii vozvrashhaetsja k krizisu. [Jel. resurs]. URL: https://www.kommersant.ru/doc/4309736?from=doc_vrez (data obrashhenija: 04.04.2020).
18. The Global Financial Centres Index 27. March 2020. [Jel. resurs]. URL: https://www.longfinance.net/media/documents/GFCI_27_Full_Report_2020.03.26_v1.1_.pdf (data obrashhenija: 16.04.2020).