

## ВНУТРЕННЯЯ КОНКУРЕНЦИЯ И ИНОСТРАННЫЕ ИНВЕСТОРЫ НА РОССИЙСКОМ ФОНДОВОМ РЫНКЕ

### Александр АБРАМОВ

Заведующий лабораторией анализа институтов и финансовых рынков РАНХиГС при Президенте Российской Федерации, канд. экон. наук. E-mail: ae\_abramov@mail.ru

### Александр РАДЫГИН

Председатель Ученого совета, руководитель Научного направления «Институциональное развитие, ответственность и корпоративное управление» Института экономической политики имени Е.Т. Гайдара; директор Института прикладных экономических исследований РАНХиГС при Президенте Российской Федерации, д-р экон. наук. E-mail: arad@ier.ru

*Хотя поддержание внутренней конкуренции является одной из ключевых функций финансового регулятора, эта сторона российского фондового рынка пока изучена слабо. В настоящей статье сделана попытка отчасти восполнить данный недостаток. В исследовании показано, что наиболее существенными проблемами внутренней конкуренции на фондовом рынке являются барьеры для входа на него новых эмитентов и профессиональных участников рынка ценных бумаг, низкий уровень конкуренции при оказании брокерских услуг и услуг частным инвесторам по доверительному управлению. Решению проблем с внутренней конкуренцией могло бы способствовать привлечение инвестиций не только в ценные бумаги российских эмитентов, но и в качестве их вложения в развитие института внутреннего финансового посредничества, а также как стимулирование привлечения иностранных инвестиций в финансовую сферу в общем контексте создания более благоприятного инвестиционного климата в стране.*

**Ключевые слова:** российский фондовый рынок, иностранные инвесторы, внутренняя конкуренция.

### Состояние внутренней конкуренции

Несмотря на то что поддержание внутренней конкуренции является одной из ключевых функций финансового регулятора, эта сторона российского фондового рынка изучена слабо, а мониторинг соответствующих проблем практически не проводится. На сегодня не выработаны и единые критерии оценки состояния внутренней конкуренции на финансовом рынке.

Для целей настоящей работы за основу можно принять исследование Коатеса и Хаббарта на примере коллективных инвестиций в США<sup>1</sup>. Авторы приводят следующие критерии оценки внутренней конкурентоспособности данного сегмента фондового рынка: количество фондов и управляющих компаний и их динамика за длительный период времени; наличие низких барьеров для входа на рынок новых участников и разнообразных каналов дистрибуции финансовых продуктов; уровень издержек инвесторов, волатильности измене-

ния рыночной доли фондов и управляющих компаний в суммарной стоимости клиентских активов.

Используя данный подход, можно оценить отдельные характеристики конкурентоспособности внутреннего фондового рынка России. (В табл. 1 приводится его общая характеристика с точки зрения количества эмитентов акций и облигаций в биржевом листинге и числа профессиональных участников рынка ценных бумаг.) За прошедшее десятилетие число эмитентов акций выросло на российской бирже с 208 в 2007 г. до 245 в 2016 г., или всего на 17,8%. При этом за время работы мегарегулятора число компаний на бирже сократилось с 293 в 2012 г. до 245 в 2016 г., или на 16,4%. За рассматриваемые десять лет число эмитентов корпоративных облигаций снизилось на 20,1%. Наиболее заметно, на 61,9%, уменьшилось количество лицензируемых участников рынка. В какой-то мере подобное сокраще-

<sup>1</sup> Coates J., Hubbard G. (2007). Competition in the mutual fund industry: evidence and implications for policy. Harvard Law School, Cambridge // Discussion Paper. No. 592, 08/2007.

ние количества финансовых посредников отражало естественный процесс консолидации рынка и удаления с него ненадежных контрагентов, однако эта динамика отражает также и фактор ухудшения условий конкуренции.

Возможно, более значимыми индикаторами конкурентной среды на внутреннем рынке являются данные о новых его участниках – как со стороны эмитентов, так и финансовых посредников. Приход новых публичных компаний на биржу показывает, насколько доступными являются финансовые ресурсы для компаний-новичков, с которыми во многом ассоциируются надежды на структурную перестройку российской экономики. Появление новых финансовых посредников предполагает, что поддерживаемый на рынке бизнес-климат предоставляет необходимые возможности для ведения предпринимательской деятельности, а административные барьеры для новичков – не выше тех минимально необходимых издержек, с которыми выходили на

рынок их предшественники. Кроме того, этот показатель косвенным образом указывает, растет ли на рынке общий размер вознаграждения участников – прежде всего за счет внедрения новых финансовых продуктов и технологий работы финансовых посредников.

В табл. 2 сравнивается количество новых компаний, включенных в листинги фондовых бирж на крупных развивающихся рынках. По данному критерию с четырьмя новыми компаниями в 2015 г. и тремя в 2016-м Московская биржа существенно проигрывала всем своим конкурентам. Например, только на Варшавской бирже в 2015 г. в листинг были включены 36 компаний, а в 2016-м – 28. В 2015 и 2016 гг. на других биржах число новых эмитентов соответственно составило: 133 и 124 – на Шэньчжэньской фондовой бирже, 89 и 113 – на Шанхайской фондовой бирже, 159 и 83 – на Корейской бирже, 57 и 70 – а Бомбейской фондовой бирже и 25 и 49 – на Национальной бирже Индии.

**Таблица 1**  
Характеристики уровня конкуренции на российском фондовом рынке в 2007–2016 гг.

|  | 2007 г. | 2012 г. | 2016 г. | 2016 г. к 2007 г., в % |
|--|---------|---------|---------|------------------------|
| Число эмитентов акций                                | 208     | 293     | 245     | 117,8                  |
| Число эмитентов корпоративных облигаций              | 487     | 342     | 389     | 79,9                   |
| Число профессиональных участников рынка ценных бумаг | 1786    | 1235    | 681     | 38,1                   |

*Источник:* составлено авторами по данным Московской биржи и Росстата.

**Таблица 2**  
Число новых компаний в листингах ряда фондовых бирж развивающихся стран в 2014–2016 гг.

|  | 2014 г.     | 2015 г.  | 2016 г.  |
|--|-------------|----------|----------|
| <b>Московская биржа</b>                  | <b>Н.д.</b> | <b>4</b> | <b>3</b> |
| Shanghai Stock Exchange                  | 43          | 89       | 113      |
| Shenzhen Stock Exchange                  | 82          | 133      | 124      |
| Korea Exchange                           | 110         | 159      | 83       |
| Singapore Exchange                       | 32          | 15       | 18       |
| BSE India Limited                        | 44          | 57       | 70       |
| National Stock Exchange of India Limited | 8           | 25       | 49       |
| Warsaw Stock Exchange                    | 40          | 36       | 28       |

*Источник:* составлено авторами по данным Всемирной федерации бирж.

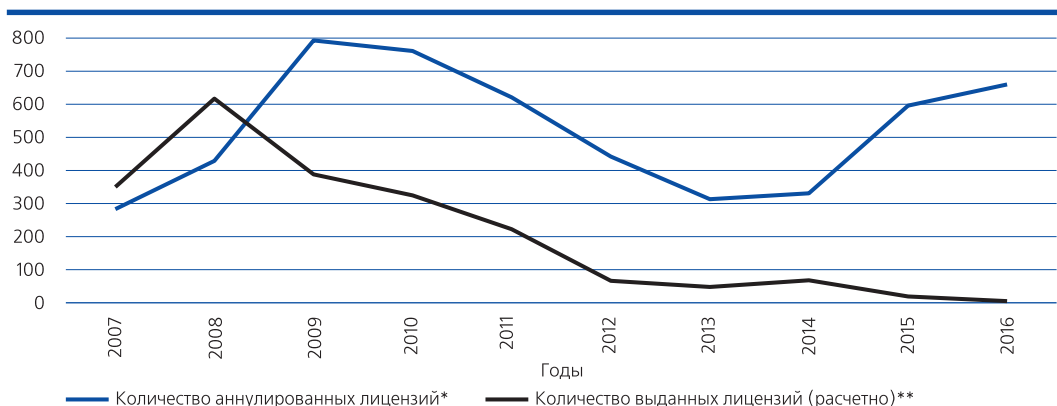
Приведенные в табл. 2 результаты фондовой биржи в России во многом были обусловлены недостаточным спросом на ее услуги как со стороны крупнейших интегрированных бизнес-структур, так и малых и средних компаний. По оценкам ОЭСР<sup>2</sup>, выход на рынок биржевых размещений акций малых и средних компаний может способствовать не только росту последних, привлечению в них новых инвестиций, но и развитию новых сегментов биржевой торговли. В качестве таких позитивных примеров можно привести: AIM Лондонской фондовой биржи, Deutsche Borse's Entry Market, испанскую биржу Mercado Alternativo Bursatil, канадскую биржу TSX Venture, NewConnect Варшавской фондовой биржи, общеевропейскую торговую систему Alternext/Euronext, AltX в ЮАР, Morthers и JASDAQ в Японии, ChiNext и SME Board на Шеньженьской фондовой бирже в Китае, KOSDAQ и KONEX в Республике Корея, Growth

Enterprise Market в Гонконге, Market for Alternative Investment в Таиланде, SME Exchange и NSE India Emerge на Бомбейской фондовой бирже в Индии.

В отличие от большинства перечисленных альтернативных биржевых рынков, на рынке инноваций и инвестиций (РИИ) Московской биржи особые условия листинга действуют лишь в отношении инновационных компаний, а не любых компаний малого и среднего бизнеса, что практически ограничивает работу биржи с указанным сегментом бизнеса<sup>3</sup>.

Другим важным показателем эффективности конкуренции на финансовом рынке может служить число участников того или иного вида профессиональной деятельности, ушедших и вновь появившихся на рынке в течение отчетного периода. (См. рис. 1.) Как видно из рисунка, в течение 2007–2016 гг. вне зависимости от действовавших моделей финансового регулирования (отраслевой, частично интег-

**Рис. 1. Оценка количества выданных и погашенных лицензий на осуществление профессиональной деятельности на российском рынке ценных бума в 2007–2016 гг.**



\* – Рассчитано на основании данных Реестра аннулированных лицензий профессиональных участников рынка ценных бумаг, опубликованного на сайте Банка России в Интернете по адресу: [http://www.cbr.ru/finmarkets/?PrId=sv\\_secu](http://www.cbr.ru/finmarkets/?PrId=sv_secu)

\*\* – Рассчитано путем вычитания из общего количества лицензий на право осуществления профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг за отчетный год аналогичного показателя за предшествующий период, а также количества аннулированных лицензий за отчетный год.

Источник: расчеты авторов по данным Банка России и ФСФР России.

<sup>2</sup> Kaousar I., Wehinger G. Opportunities and limitations of public equity market for SMEs // OECD Journal: Financial Markets Trends. 2006. Vol. 2015/1, Pp. 57–58.

<sup>3</sup> В конце декабря 2016 г. Московская биржа объявила о создании нового биржевого сектора для публичного обращения ценных бумаг средних и малых компаний.

рированной или полностью интегрированной на базе Банка России) сам рынок достаточно эффективно «решал проблему» ухода с волатильного финансового рынка избыточного числа его профессиональных участников. При этом еще задолго до создания мегарегулятора, в 2009–2011 гг., количество аннулируемых Банком России лицензий существенно превышало цифры, зафиксированные в 2015–2016 гг. Серьезной заслугой регулирующих органов стало то, что процесс массового ухода с рынка профессиональных участников рынка ценных бумаг все эти годы – в отличие от банковского сектора – происходил практически без потерь финансовых активов их клиентов в результате прекращения деятельности организации, а также не требовал значительных государственных ресурсов для выплат каких-либо компенсаций просто из-за отсутствия систем гарантирования инвестиций клиентов.

Другое дело – стимулы выхода на рынок новых компаний, которые во многом зависят от ожиданий инвесторов относительно роста рынка финансовых услуг, а также от «качества» бизнес-климата в стране. В условиях отсутствия официальной сводной статистики о вновь выдаваемых лицензиях в исторической перспективе наши расчеты носят оценочный характер – они могут не учитывать некоторых последствий, связанных с изменениями видов выдаваемых лицензий и их срочности. Однако даже с учетом данного обстоятельства они указывают на серьезную проблему конкуренции на финансовом рынке в виде практического сведения к нулю числа новых игроков на финансовом рынке. По нашим оценкам, число лицензий, получаемых новыми participa-

ми рынка, сократилось с 617 в 2008 г. до пяти в 2016 г.<sup>4</sup>.

Несмотря на взаимосвязь показателей по количеству аннулированных и вновь выданных лицензий, они характеризуют разные стороны деятельности мегарегулятора: количество аннулированных лицензий свидетельствует об эффективности надзорной функции, в то время как число вновь выдаваемых участникам рынка лицензий позволяет оценить то, насколько успешно регулятором решается проблема формирования конкурентной среды на рынке. В этом смысле сложности в создании новых финансовых компаний и видов деятельности говорят о трудностях, которые испытывают участники рынка в реализации того, что Йозеф Шумпетер называл «предпринимательской прибылью», понимая под ней практически инновационную ренту, временно получаемую отдельными предпринимателями от комбинации бизнеса и внедрения нового блага в хозяйственный оборот<sup>5</sup>. По выражению Зингалеса и Раджана, свободные финансовые рынки можно назвать эликсиром, питающим процесс созидательного разрушения, который постоянно обновляет капиталистическую систему<sup>6</sup>.

Профессиональные участники рынка ценных бумаг в России в настоящее время вынуждены в большей мере решать проблемы удержания бизнеса при растущем административном бремени, чем работать над созданием новых комбинаций бизнеса, внедрением новых продуктов и услуг. При этом получение «предпринимательской прибыли» каждым отдельным хозяйствующим субъектом затруднено из-за высоких правовых и административных барьеров<sup>7</sup>.

<sup>4</sup> Наши оценки количества аннулированных и выданных лицензий за ряд лет несколько отличаются от аналогичных расчетов, приводимых НАУФОР, однако указанные альтернативные расчеты свидетельствуют о наличии аналогичной тенденции резкого сокращения числа лицензий, вновь выдаваемых профессиональным участникам рынка ценных бумаг, в течение 2008–2015 гг. (Российский фондовый рынок. 2015. События и факты. – М.: НАУФОР. С. 53–54).

<sup>5</sup> Шумпетер Й.А. Теория экономического развития. Капитализм, социализм и демократия / Й.А. Шумпетер; предисл. В.С. Автономова. – М.: Эксмо, 2007. С. 234.

<sup>6</sup> Зингалес Л., Раджан Р. Спасение капитализма от капиталистов: Скрытые силы финансовых рынков – создание богатства и расширение возможностей / Пер. с англ. – М.: Ин-т комплексных стратегических исследований; ТЕИС, 2004. С. 58.

<sup>7</sup> По мнению А. Саватюгина, занимавшего пост заместителя министра финансов России, одной из главных тенденций 2012 г. на финансовом рынке стало «доминирование госинститутов (и усиление этого доминирования) в важнейших секторах финансо-

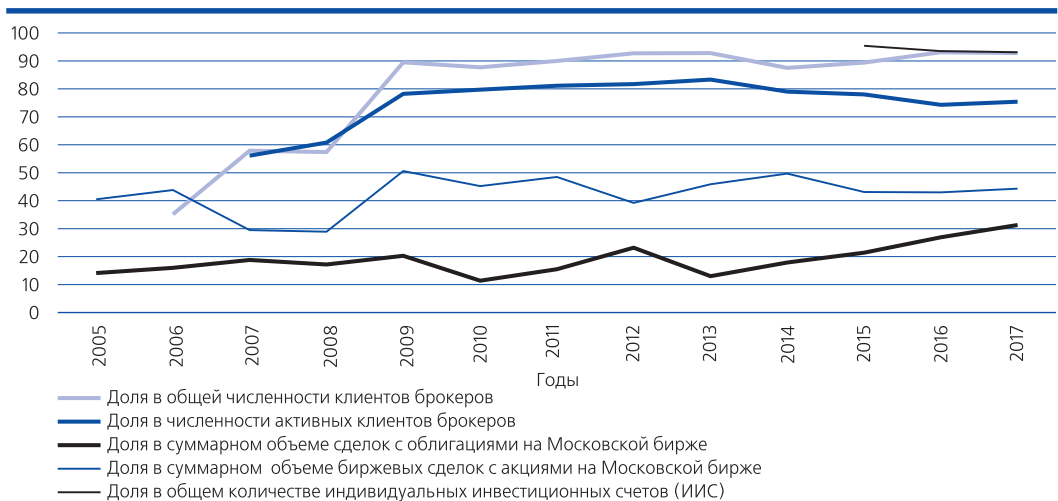
Реализация крупных новаций, как правило, требует сложных согласований с одним или с несколькими регулируемыми органами, внесения поправок в законодательство и в правовые акты Банка России и иных ведомств. Наблюдаемое за последнее время повышение эффективности деятельности саморегулируемых организаций (СРО) лишь отчасти решает данную проблему, не снимая сложности индивидуальной конкуренции между участниками рынка за «предпринимательскую прибыль».

При отсутствии новых финансовых посредников рынок брокерских услуг в России все больше становится олигополистичным, где на каждом сегменте доминируют 5–10 основных игроков, а на 10 брокерско-дилерских компаний приходится 60–70% объема биржевых

сделок<sup>8</sup>. Как показано на рис. 2 на примере восьми крупнейших брокерских компаний<sup>9</sup>, российский рынок финансовых услуг является олигополистическим с точки зрения количественных параметров клиентской базы, в то время как в объемах биржевой торговли уровень конкуренции оказывается значительно выше.

Доля восьми крупнейших брокеров в общем количестве клиентов выросла с 35,1% в 2006 г. до 92,8% в феврале 2017 г. (См. рис. 2.) Доля активных клиентов у тех же восьми брокеров выросла с 56,1% в 2007 г. до 75,4% в феврале 2017 г. В 2015 г. брокеры и доверительные управляющие получили право открывать своим клиентам индивидуальные инвестиционные счета (ИИС) с льготным режимом налогообложения – в феврале 2017 г. на рас-

**Рис. 2. Доли восьми крупнейших брокеров на различных сегментах российского финансового рынка в 2005–2017 гг., в %**



Источник: расчеты авторов по данным Московской биржи.

вого рынка», «перенос генерирования идей по развитию рынка в государственные структуры и в пользу государственных структур». Он также считает, что «рыночные факторы играют минимальную роль в выработке, не говоря уже о принятии решений, если они не связаны формальными или неформальными связями с государством». (Итоги 2012 года: мнение участников рынка: <http://finparty.ru/section/news/17508/>)

<sup>8</sup> Миркин Я.М. Финансовое будущее России: экстремумы, бумы, системные риски / Я.М. Миркин. – М.: GEEOS Publishing House; Капитал Трейд Компани, 2011. С. 126.

<sup>9</sup> Сбербанк России (включая Сбербанк КИБ), ВТБ 24, АО «Открытие Холдинг», Альфа-банк (включая управляющую компанию «Альфа-Капитал»), Финансовая группа «Броккредитсервис» (БКС), Инвестиционный холдинг «Финам», ООО «Атон», Группа компаний «Алор».

смастриваемых крупнейших брокеров приходилось 93,1% от общего количества ИИС.

Учитывая более диверсифицированный круг участников рынка на Московской бирже по сравнению с клиентами брокеров, доля этих же восьми компаний в общем объеме биржевых торгов оказывается существенно меньше, чем в сфере финансовых услуг для частных клиентов: на рынке акций доля восьми брокеров выросла с 40,5% в 2005 г. до 44,3% в феврале 2017 г., а на рынке облигаций — соответственно с 14,1 до 31,3%.

Ограничение конкуренции на рынке финансовых услуг, высокие издержки при реализации инноваций препятствуют внедрению новых моделей бизнеса. В результате, например, брокерский бизнес развивается не за счет постоянного роста активов действующих клиентов и притока новых участников, а преимущественно за счет постоянного «перемалывания» все новых категорий населения при высокой текучести среди действующих клиентов. Как отметил первый заместитель председателя Банка России С.А. Швецов, за девять месяцев человек полностью теряет свои накопления, но так как у нас 140 млн. человек, то брокерам есть что перемалывать дальше; они через «инквизицию» привлекают новых граждан<sup>10</sup>. Проблема в том, что для перехода на современные модели обслуживания долгосрочных частных инвесторов необходимы низкие барьеры внедрения инноваций и оперативная реакция инфраструктурных организаций на проекты профессиональных участников рынка, что на сегодняшний день отсутствует на фондовом рынке.

Уровень внутренней конкуренции на фондовом рынке во многом связан с моделью его

регулирования. В работе экспертов Всемирного банка Мелецки и Подпиера<sup>11</sup>, на основании исследования моделей регулирования и надзора в 98 странах, были сделаны выводы о том, что у стран с более высоким уровнем развития небанковского финансового сектора, как правило, — менее интегрированные системы пруденциального надзора. В исследовании Абрамова, Радыгина и Черновой<sup>12</sup> на примере 50 стран за период 1999—2013 гг. были сделаны выводы о том, что показатели «глубины» финансового рынка и количества акций в биржевом листинге в расчете на 10 тыс. граждан характеризуются обратно значимой пропорциональной зависимостью от степени интеграции как пруденциального надзора, так и финансового регулирования. На основе эконометрической модели, исходя из параметров российской экономики и финансового рынка, ими был сделан вывод о предпочтительности для целей развития внутреннего финансового рынка менее интегрированных секторальных систем его регулирования и надзора. По мнению Буклемешева и Данилова<sup>13</sup>, более эффективным для российского финансового рынка, в том числе с точки зрения внутренней конкуренции между его секторами и внешней конкурентоспособности, мог бы стать переход к модели регулирования Twin Peaks, предусматривающей выделение из нынешнего мегарегулятора независимой структуры, включающей в свои обязанности разработку стандартов профессиональной деятельности и защиту потребителей финансовых услуг.

На рис. 3 приводятся сведения о динамике индекса Херфиндаля—Хиршмана (ННН)<sup>14</sup> на рынке акций и облигаций Московской биржи

<sup>10</sup> Баранов Г. Не ходите, дети, в акции играть. Начинающим инвесторам запретят рисковать // Коммерсантъ-Деньги. 26.09.2016 г.

<sup>11</sup> Melesky M., Podpiera A. (2013). Institutional Structure of Financial Sector Supervision, Their Drivers and Historical Benchmarks // Journal of Financial Stability. Vol. 9. No. 3. Pp. 428—444.

<sup>12</sup> Абрамов А., Радыгин А., Чернова М. Регулирование финансовых рынков: модели, эволюция, эффективность // Вопросы экономики. 2014. № 2. С. 33—49.

<sup>13</sup> Буклемешев О.В., Данилов Ю.А. Современные тенденции институциональной структуры финансового регулирования. — М.: Эконом. ф-т МГУ им. М.В. Ломоносова, 2017. С. 148—149.

<sup>14</sup> Индекс концентрации рынка Херфиндаля—Хиршмана (ННН) рассчитывается путем возведения в квадрат процентной доли в объемах биржевых торгов каждого участника и суммированием полученных результатов:  $ННН = (D_1)^2 + (D_2)^2 + \dots + (D_m)^2$ , где  $D_i$  — доля на рынке  $i$ -го участника, выраженная в процентах;  $i = 1, 2, \dots, m$ .

с августа 2005 г. по февраль 2017 г. По оценкам ФАС, рынок является низкоконцентрированным при значении ННІ менее 800 пунктов, умеренно концентрированным — при  $800 < \text{ННІ} < 1800$  и высококонцентрированным — если ННІ превышает 1800 пунктов. В течение всего рассматриваемого периода показатель ННІ по сделкам на рынке акций Московской биржи стабильно находился на уровне около 500 пунктов, т.е. данный сегмент рынка был низкоконцентрированным.

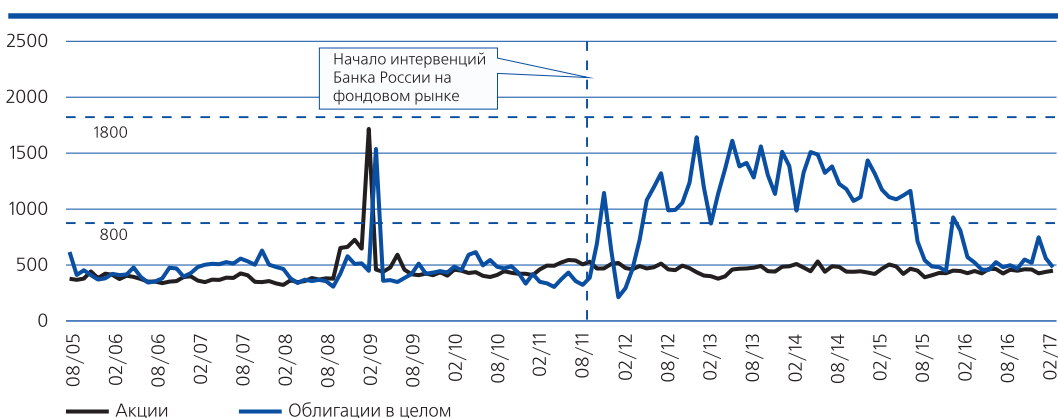
На рынке облигаций выделяются три разных периода динамики ННІ. С августа 2005 г. по август 2011 г. ННІ незначительно колебался вокруг уровня в 500 пунктов, демонстрируя показатели низкоконцентрированного рынка. С сентября 2011 г. до начала 2015 г., когда Банк России в заметных объемах совершал операции РЕПО под залог облигаций, значения ННІ по данному сегменту биржевого рынка вышли в диапазон от 800 до 1800 пунктов, что характерно для умеренно концентрированного рынка. По мере сокращения объемов рефинансирования банков с помощью сделок РЕПО с участием Банка России, начиная с февраля-марта 2015 г., рынок облигаций вновь вернулся к состоянию низкоконцентрированного со

значениями ННІ, близкими к 500 пунктам. Отдельные резкие увеличения значения ННІ за этот период приходились на декабрь 2015 г. и декабрь 2016 г. — при размещении значительных объемов корпоративных облигаций ПАО НК «Роснефть».

Начиная с 2009 г. по настоящее время сегмент инвестиционно-банковских услуг по сделкам с региональными облигациями подпадает под критерии высококонцентрированного рынка, а с корпоративными облигациями — умеренно концентрированного. (См. рис. 4.) В 2016 г. значение ННІ по инвестиционно-банковским услугам с региональными облигациями достигало 2463 пунктов, а с корпоративными облигациями — 1197 пунктов. Это свидетельствует о том, что уровень конкуренции между финансовыми организациями, оказывающими услуги эмитентам по размещению корпоративных и, особенно, региональных облигаций, является недостаточным.

Приведенные данные сигнализируют о наличии проблем в области внутренней конкуренции на фондовом рынке. При формально конкурентной среде в области биржевых торгов акциями и облигациями это проявляется в растущей олигополии при оказании услуг эми-

**Рис. 3. Индекс Херфиндаля-Хиршмана по объему биржевых торгов с акциями и облигациями на Московской бирже (все режимы торгов) в 2005–2017 гг., пунктов**



Источник: расчеты авторов по данным Московской биржи.

тентам со стороны андеррайтеров и частным клиентам — брокерскими организациями, а также в наличии административных барьеров при входе на рынок новых эмитентов и финансовых посредников.

### Иностранные инвесторы

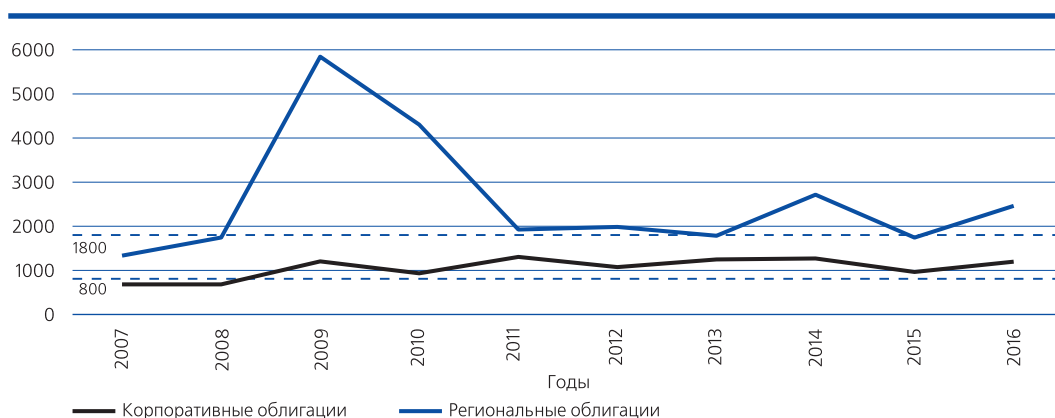
Развитие внутренней конкуренции на фондовом рынке предполагает не только снятие административных барьеров и переориентацию функций регулятора в направлении более активных усилий в создании конкурентной среды и улучшения инвестиционного климата, но и поиск инвестиционных средств, необходимых для повышения спроса на ценные бумаги российских эмитентов, а также для финансирования инновационных изменений в бизнесе финансовых посредников. Особую роль в этом могут сыграть иностранные инвестиции, понимаемые в самом широком смысле — от привлечения портфельных инвестиций до заимствования новых технологий и лучших практик на глобальном рынке.

Это важно и потому, что в условиях монополизации биржевой инфраструктуры, проведенной в России в 2011–2012 гг., фактор отсутствия внутренней конкуренции между биржа-

ми и расчетными депозитариями должен компенсироваться за счет конкуренции Московской биржи и ее инфраструктурных организаций с глобальными биржами и с расчетно-клиринговыми организациями. Это касается не только конкуренции между биржами за местных и иностранных эмитентов, но и рынка финансовых инструментов и услуг для внутренних институциональных и частных инвесторов.

Глобализация финансового рынка сделала доступной для разных категорий инвесторов, оперирующих на развивающихся рынках, продукты и услуги глобальных финансовых организаций. Например, одна из крупнейших управляющих компаний в США — Vanguard Group — обслуживает частных клиентов примерно из 120 стран мира. В этом смысле для российского фондового рынка важно не только конкурировать за «внутренних» клиентов с глобальными финансовыми структурами (при наличии разумных ограничений), но и пытаться сделать так, чтобы опыт, технологии и инвестиции данных глобальных структур способствовали бы развитию внутреннего фондового рынка. Как показывает опыт работы дочерних структур иностранных банков, это содей-

**Рис. 4. Индекс Херфиндаля-Хиршмана: услуги по организации выпуска рублевых корпоративных и региональных облигаций в 2007–2016 гг., пунктов**



Источник: расчеты авторов по данным рейтингов сBonds.ru организаторов размещений облигаций в 2007–2016 гг.

ствуется благоприятному развитию внутреннего финансового рынка и росту местных финансовых организаций.

Из всех возможных каналов влияния иностранных инвесторов на внутренний российский рынок в настоящее время, судя по данным Московской биржи, наиболее ощутимо влияние иностранных портфельных инвесторов на ликвидность и показатели конкуренции. По оценкам Банка России, с июля 2014 г. по июль 2016 г. на рынке акций Московской биржи (рыночные и переговорные сделки) доля нерезидентов изменялась в интервале от 45 до 48%, а в некоторые месяцы в объемах торгов отдельными выпусками акций она доходила до 90%<sup>15</sup>. Подобная активность нерезидентов во многом объясняет тот факт, что при наличии очевидной олигополии во взаимоотношениях между брокерами и их частными клиентами (см. рис. 2) непосредственно биржевой рынок акций является высококонкурентным и не предполагает доминирования на нем нескольких главных участников (см. рис. 3).

В фонды, ориентированные на вложения в акции российских компаний, за период 2000–

2016 гг. частные инвесторы внесли средств больше, чем вывели из них: баланс продаж акций (паев) данных фондов составляет 6,7 млрд. долл.. Аналогичная ситуация наблюдалась лишь в фондах, инвестирующих в Бразилию, Индию и Республику Корея. Из фондов других рассматриваемых развивающихся рынков инвесторы больше вывели средств, чем вложили в них. Тем не менее по размеру инвестиционного дохода, заработанного фондами в течение 17 лет, Россия существенно уступает большинству рассматриваемых рынков, что свидетельствует о меньшей ее привлекательности для иностранных инвесторов по сравнению с рынками конкурирующих стран. (См. табл. 3.)

В 2016 г. Россия стала одним из лидеров среди развивающихся стран по притоку новых средств в иностранные фонды акций в сумме 1,2 млрд. долл. (См. рис. 5.) Впервые за долгие годы был отмечен чистый приток средств инвесторов в иностранные фонды, инвестирующие в Россию. Однако пока этот приток является проявлением стратегии «carry trade» и не носит устойчивого характера. С точ-

**Таблица 3**  
**Показатели иностранных инвестиционных фондов, инвестирующих в акции развивающихся рынков, за период с января 2000 по декабрь 2016 гг., млн. долл.**

| Страна           | Стоимость чистых активов на 01.01.2000 г. | Баланс продаж акций (паев) фондов | Инвестиционный доход | Стоимость чистых активов на 31.12.2016 г. | Средняя годовая доходность за 2000-2016 гг. (сложный процент), в % годовых |
|------------------|---|-----------------------------------|----------------------|---|--|
| <b>Россия</b>    | <b>1169</b>                               | <b>6690</b>                       | <b>4368</b>          | <b>12 227</b>                             | <b>11,3</b>  |
| Бразилия         | 895                                       | 2360                              | 5084                 | 8340                                      | 9,9  |
| Индонезия        | 222                                       | -16                               | 1699                 | 1905                                      | 16,6   |
| Китай            | 3679                                      | -2405                             | 35 292               | 36 566                                    | 10,4   |
| Республика Корея | 3622                                      | 1370                              | 12 732               | 17 724                                    | 9,0  |
| Индия            | 5907                                      | 19 754                            | 75 382               | 101 043                                   | 14,9   |
| ЮАР              | 500                                       | -1427                             | 4594                 | 3667                                      | 17,3   |
| Мексика          | 1226                                      | -7368                             | 10 578               | 4435                                      | 19,8   |
| <b>Итого</b>     | <b>17 220</b>                             | <b>18 958</b>                     | <b>149 729</b>       | <b>185 907</b>                            | <b>11,9</b>  |

*Источник:* расчеты авторов по данным ресурса EPFR.

<sup>15</sup> Обзор денежного рынка и рынка деривативов. Информационно-аналитические материалы Банка России. 2016. № 4, III квартал. С. 15. В данном отчете Банка России отражается доля нерезидентов в суммарном объеме рыночных сделок с акциями и сделок в режиме РПТС.

ки зрения долговременных перспектив рост российского рынка акций, вероятнее всего, будет опираться на внутренний инвестиционный спрос.

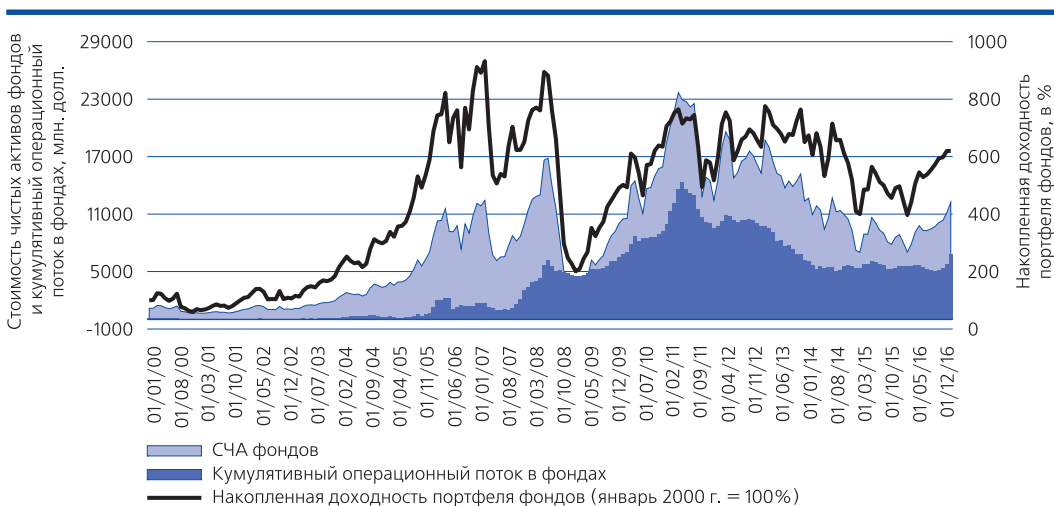
Таким образом, из всех возможных каналов привлечения иностранных инвестиций российский фондовый рынок пока ориентирован на привлечение относительно краткосрочных ресурсов портфельных инвесторов, заинтересованных во вложениях в ценные бумаги «внутренних» эмитентов. Подобные денежные потоки волатильны, что зачастую создает дополнительные риски для финансовой стабильности фондового рынка. В этих условиях необходима переориентация модели взаимодействия внутреннего фондового рынка с глобальным в направлении развития более разнообразных каналов взаимодействия, предполагающих усиление конкуренции на внутреннем рынке, расширение перечня финансовых услуг и привлечение более долгосрочных инвестиций в сферу финансового посредничества.

### Инвестиционный климат в России

В решении проблем развития внутренней конкуренции и привлечения иностранных инвестиций в финансовую сферу одна из ключевых ролей принадлежит общей политике улучшения инвестиционного климата в стране. Благоприятный инвестиционный климат способствует росту числа внутренних частных финансовых организаций, повышению их инновационной активности, а также усилению привлекательности инвестиций в российский финансовый сектор со стороны глобальных организаций. Актуальность данной проблемы заключается и в том, что формально задачи улучшения инвестиционного климата в России не входят в те приоритеты, которые ставит перед собой мегарегулятор.

За несколько прошедших лет России удалось добиться определенного прогресса в рейтинге глобальной конкурентоспособности Всемирного экономического форума (РГК ВЭФ)<sup>16</sup> — ее место в нем поднялось с 67-го в 2013 г. до

**Рис. 5. Размеры, денежные потоки и накопленная доходность иностранных фондов, специализирующихся на инвестициях в Россию, с января 2000 по декабрь 2016 гг.**



Источник: расчеты авторов по данным ресурса EPFR.

<sup>16</sup> Соответствующие задачи были поставлены в Указе Президента Российской Федерации от 7 мая 2012 г. № 596 «О долгосрочной государственной экономической политике».

43-го в 2016 г. (См. рис. 6.) Из стран-членов БРИКС Россия поднялась в этом рейтинге выше, чем Бразилия и ЮАР.

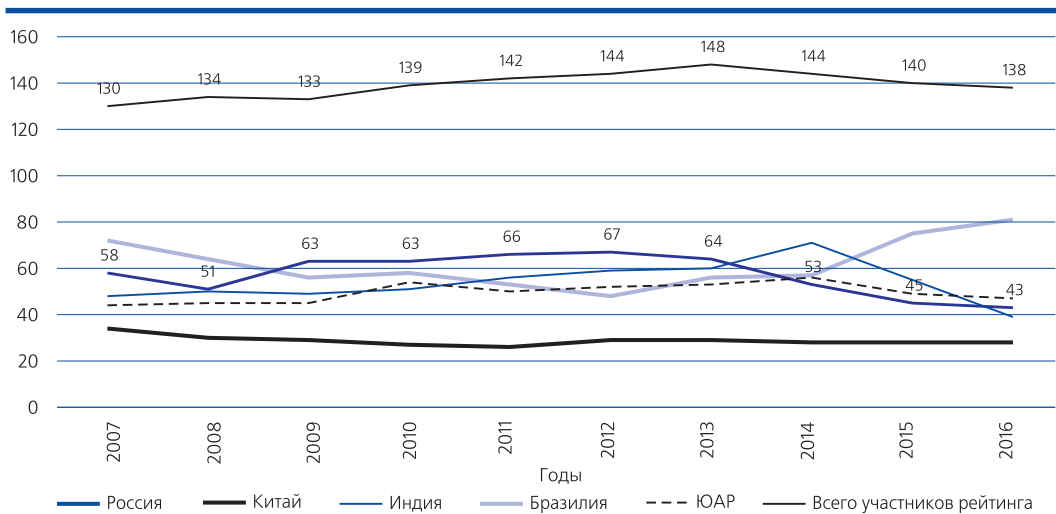
Тем не менее, на фоне общих успехов в рейтинге глобальной конкурентоспособности в качестве характеристик инвестиционного климата, предопределяющем меру привлекательности рынка страны для инвесторов, заметных улучшений в последние годы для России в данной сфере не наблюдалось. Более того, по ряду направлений были отмечены ухудшения.

Из всех возможных показателей инвестиционного климата нами были выделены шесть индикаторов РГК ВЭФ: независимость правосудия, применение международных стандартов аудита и учета, уровень защиты прав миноритарных инвесторов, использование внутреннего фондового рынка для финансирования экономики, надежность банков и эффективность регулирования фондовых бирж. До 2007 г. один из крупнейших американских пен-

сионных фондов CALPERS публично раскрыл перечень своих претензий как глобально-го инвестора к российскому фондовому рынку, что на тот момент примерно соответствовало указанным выше шести показателям (ныне входящим в популярный рейтинг глобальной конкурентоспособности ВЭФ)<sup>17</sup>. В связи с этим нам представляется особенно важным проследить изменения за прошедшее десятилетие оценок по инвестиционному климату в России именно с точки зрения указанных шести показателей рейтинга ВЭФ. (См. табл. 4.)

Как показано в табл. 4, по всем шести характеристикам инвестиционного климата в 2007–2016 гг. Россия занимала значительно худшие места по сравнению с Бразилией, Индией, Китаем и ЮАР. В 2016 г. самое низкое – 121-е – место из 138 стран было получено Россией по критерию надежности банков, а самое высокое – 95-е – по критериям оценки независимости правосудия и доступности ресурсов внутреннего фондового рынка для фи-

**Рис. 6. Индекс конкурентоспособности стран БРИКС в соответствии с рейтингом глобальной конкурентоспособности Всемирного экономического форума (место в рейтинге) в 2007–2016 гг.**



Источник: расчеты авторов по данным The Global Competitiveness Report, публикуемым The World Economic Forum за ряд лет.

<sup>17</sup> Российская экономика в 2008 г. Тенденции и перспективы. (Вып. 30). – М.: Изд-во Института Гайдара, 2009. С. 513–516.

нансирования экономики. При этом из шести показателей инвестиционного климата лишь по одному – независимости правосудия – в

2016 г. оценка России улучшилась, а по другому показателю – защите прав миноритарных инвесторов – осталась без изменений. По

**Таблица 4**

**Отдельные характеристики инвестиционного климата в России согласно рейтингу глобальной конкурентоспособности Всемирного экономического форума (место в рейтинге) в 2007–2016 гг.**

|  | 2007 г.    | 2008 г.    | 2009 г.    | 2010 г.    | 2011 г.    | 2012 г.    | 2013 г.    | 2014 г.    | 2015 г.    | 2016 г.    |
|--|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>Независимость правосудия</b>                          |            |            |            |            |            |            |            |            |            |            |
| <b>Россия</b>  | <b>106</b> | <b>109</b> | <b>116</b> | <b>115</b> | <b>123</b> | <b>122</b> | <b>119</b> | <b>109</b> | <b>108</b> | <b>95</b>  |
| Китай  | 82         | 69         | 62         | 62         | 63         | 66         | 57         | 60         | 67         | 56         |
| Индия  | 26         | 43         | 37         | 41         | 51         | 45         | 40         | 50         | 64         | 54         |
| Бразилия   | 89         | 68         | 78         | 76         | 71         | 71         | 65         | 76         | 92         | 79         |
| ЮАР  | 23         | 30         | 38         | 44         | 35         | 27         | 22         | 24         | 24         | 16         |
| <b>Правоприменение стандартов аудита и учета</b>         |            |            |            |            |            |            |            |            |            |            |
| <b>Россия</b>  | <b>95</b>  | <b>108</b> | <b>119</b> | <b>116</b> | <b>120</b> | <b>123</b> | <b>107</b> | <b>106</b> | <b>102</b> | <b>103</b> |
| Китай  | 102        | 86         | 72         | 61         | 61         | 72         | 80         | 82         | 80         | 68         |
| Индия  | 27         | 30         | 27         | 45         | 51         | 44         | 52         | 102        | 95         | 64         |
| Бразилия   | 63         | 60         | 70         | 64         | 49         | 42         | 31         | 41         | 70         | 72         |
| ЮАР  | 6          | 4          | 2          | 1          | 1          | 1          | 1          | 1          | 1          | 1          |
| <b>Защита прав миноритарных акционеров</b>               |            |            |            |            |            |            |            |            |            |            |
| <b>Россия</b>  | <b>125</b> | <b>128</b> | <b>127</b> | <b>132</b> | <b>135</b> | <b>140</b> | <b>132</b> | <b>118</b> | <b>116</b> | <b>116</b> |
| Китай  | 114        | 94         | 71         | 66         | 60         | 68         | 75         | 67         | 71         | 48         |
| Индия  | 27         | 33         | 36         | 55         | 62         | 52         | 52         | 76         | 69         | 37         |
| Бразилия   | 46         | 42         | 59         | 64         | 49         | 37         | 26         | 35         | 78         | 94         |
| ЮАР  | 13         | 13         | 9          | 6          | 3          | 2          | 1          | 2          | 3          | 1          |
| <b>Финансирование экономики с помощью местного рынка</b> |            |            |            |            |            |            |            |            |            |            |
| <b>Россия</b>  | <b>81</b>  | <b>87</b>  | <b>96</b>  | <b>107</b> | <b>98</b>  | <b>100</b> | <b>90</b>  | <b>86</b>  | <b>88</b>  | <b>95</b>  |
| Китай  | 82         | 80         | 66         | 52         | 46         | 46         | 38         | 34         | 44         | 40         |
| Индия  | 13         | 8          | 3          | 10         | 15         | 19         | 18         | 39         | 45         | 31         |
| Бразилия   | 61         | 56         | 44         | 45         | 33         | 40         | 48         | 55         | 75         | 83         |
| ЮАР  | 4          | 4          | 4          | 7          | 4          | 3          | 2          | 3          | 1          | 1          |
| <b>Надежность банков</b>                                 |            |            |            |            |            |            |            |            |            |            |
| <b>Россия</b>  | <b>108</b> | <b>107</b> | <b>123</b> | <b>129</b> | <b>129</b> | <b>132</b> | <b>124</b> | <b>118</b> | <b>115</b> | <b>121</b> |
| Китай  | 128        | 108        | 66         | 60         | 64         | 71         | 72         | 63         | 78         | 79         |
| Индия  | 46         | 51         | 25         | 25         | 32         | 38         | 49         | 101        | 100        | 75         |
| Бразилия   | 36         | 24         | 10         | 14         | 16         | 14         | 12         | 13         | 27         | 38         |
| ЮАР  | 16         | 15         | 6          | 6          | 2          | 2          | 3          | 6          | 8          | 2          |
| <b>Эффективность регулирования деятельности бирж</b>     |            |            |            |            |            |            |            |            |            |            |
| <b>Россия</b>  | <b>103</b> | <b>110</b> | <b>113</b> | <b>118</b> | <b>116</b> | <b>114</b> | <b>102</b> | <b>91</b>  | <b>97</b>  | <b>113</b> |
| Китай  | 111        | 109        | 91         | 61         | 53         | 58         | 63         | 58         | 52         | 57         |
| Индия  | 30         | 25         | 11         | 15         | 26         | 28         | 27         | 62         | 69         | 58         |
| Бразилия   | 41         | 28         | 10         | 5          | 9          | 8          | 7          | 17         | 36         | 54         |
| ЮАР  | 5          | 5          | 2          | 1          | 1          | 1          | 1          | 1          | 2          | 3          |

Источник: расчеты Института экономической политики им. Е.Т. Гайдара по данным The Global Competitiveness Report, публикуемым The World Economic Forum за ряд лет.

остальным четырем характеристикам инвестиционного климата наблюдалось снижение оценок — наибольшее из них пришлось на оценку эффективности регулирования бирж, где за год позиция России опустилась с 97-го на 113-е место.

На основании сравнительных оценок РГК ВЭФ стран—членов БРИКС за 2007—2016 гг. можно сделать вывод о том, что, в отличие от позитивных изменений в сводном рейтинге глобальной конкурентоспособности, по наиболее проблемным зонам качества инвестиционного климата в России в 2016 г. наблюдалось скорее ухудшение ситуации по большинству из рассматриваемых характеристик. Кроме того, если по совокупным оценкам рейтинга Россия в последние годы поднялась на более высокие места по сравнению с Бразилией и ЮАР и вплотную приблизилась к Индии, то по ключевым характеристикам инвестиционного климата ей пока не удается опередить ни одну из стран-конкурентов из БРИКС.

### **Заключение**

Таким образом, нами были рассмотрены два взаимосвязанных аспекта российского финансового рынка — состояние внутренней конкуренции и его привлекательность для иностранных инвесторов. Характеристики внутренней конкуренции показывают наличие существенных барьеров для входа на рынок новых участников и олигополии при оказании финансовых услуг частным лицам. Российский рынок имеет ограниченную привлекательность для иностранных инвестиций, ориентируясь преимущественно на волатильные денежные потоки от иностранных портфельных инвесторов.

В этой связи необходимо наличие согласованной стратегии в решении данных проблем, когда стимулирование разных форм иностранных инвестиций будет способствовать росту конкуренции на внутреннем рынке, а наличие открытого и конкурентного внутреннего рынка, в свою очередь, станет дополнительным стимулом прихода на него все большего числа иностранных участников.

Решение обозначенных проблем требует формирования новых акцентов в регулировании фондового рынка, направленных на создание благоприятных условий для внутренней конкуренции, улучшение инвестиционного климата, сокращение бремени административных издержек для участников рынка, на существенное упрощение и либерализацию процесса внедрения инноваций в финансовых инструментах, услугах и сервисах. При этом только лишь расширение сферы использования стандартных инструментов финансового рынка позволит усилить действенность конкурентных механизмов и снизить издержки инвесторов. В этом же направлении действует и увеличение числа конкурирующих между собой финансовых посредников<sup>18</sup>.

В контексте привлечения иностранных инвесторов важнейшие направления совершенствования фондового рынка не предполагают каких-либо неожиданных открытий и включают: независимость правосудия, применение международных стандартов аудита и учета, защиту прав миноритарных инвесторов, использование внутреннего фондового рынка для финансирования экономики, повышение надежности банков и эффективности регулирования фондовых бирж. ■

<sup>18</sup> Наличие значительного числа финансовых посредников способствует также существенному укреплению рыночной дисциплины. Особо рельефно это обстоятельство было выделено в модели М. Дуатрипонта и Э. Маскина (Dewatripont M., Maskin E. (1995). Credit and Efficiency in Centralized and Decentralized Economics // Review of Economic Studies. Vol. 62. No. 4. Pp. 541–555).