



Эффективное перераспределение средств в экономике обеспечивается в т. ч. и деятельностью финансового рынка, поскольку деятельность, осуществляемая на финансовом рынке, влияет на экономический рост, на амплитуду циклических колебаний. Согласно результатам различных исследований, уровень развития финансового рынка напрямую влияет на уровень изменчивости сбережений. Как и на экономику в целом, на финансовый рынок оказывает влияние множество различных факторов, свойственных и специфических для каждой страны, в том числе история, менталитет, особенности развития экономической системы страны и, соответственно, определяют перспективы ее развития.

Историю развития финрынка России можно назвать специфической в силу наличия недавнего резкого изменения принципов организации хозяйственной жизни государства. В период существования СССР экономика была централизованной, управлялась директивно, особенности политического строя стали причиной формирования финрынка по отдельным элементам, применяемым в той мере, в какой это было необходимо государству как чистому потребителю капитала. Участие государства в качестве собственника всех финансовых организаций обусловило, что именно государство и определяло стоимость заимствования, размеры размещаемых облигаций и уровень применения других финансовых операций [6].

Во второй половине 1980-х гг. благодаря либерализации некоторых аспектов экономической деятельности стали появляться первые производственные кооперативы, т. е. началось формирование первых юридических лиц, являвшихся собственниками средств производства и, следовательно, произведенного продукта, что активизировало развитие (или создание) финансового рынка как механизма перераспределения денежных ресурсов [7].

Ближе к концу существования СССР, во второй половине 1980-х гг. появились первые производственные кооперативы, что привело к формированию юридических лиц, являвшихся собственниками средств производства и произведенного продукта, а это, в свою очередь, спровоцировало потребность в создании финансового рынка – механизма перераспределения денежных ресурсов. К концу 1990-х гг. преобразование отношений собственности набирало обороты, в условиях распространения приватизации и раздачи населению ваучеров

планировалось как расширение слоя акционеров по примеру англо-американской модели финансового рынка, где корпоративное финансирование фондового рынка преобладало над ресурсами банковского сектора. Однако в России на тот момент практически отсутствовало понимание сути финансового рынка как способа перераспределения активов в виде ценных бумаг, но была довольно сильной репутация коммерческих банков, в 1990-1992 гг. активно развивалось около ста кредитных организаций, преимущественно сформированных с помощью плановых управлений министерств, имевших налаженные связи с промышленными предприятиями [1].

В конце 1992-1993 гг. в России начали активно развиваться все сегменты финансового рынка, однако, де-факто развивались они неравномерно, что было обусловлено нестабильностью политической ситуации, которая привела к высокой фактической и прогнозной инфляции, а это, в свою очередь, предопределило жесткую денежно-кредитную политику. Совокупность значительности роли банков, политической нестабильности, высокой инфляции вызвала низкую ликвидность экономики страны и бартеризации расчетов, в итоге приватизированные активы были недооценены. Таким образом, сформировалась ситуация, в которой недостаточная капитализация компаний, низкая ликвидность обращающихся акций обусловили низкую активность всех секторов финансового рынка, кроме кредитного рынка. Резкость приватизационных процессов, отсутствие систематичности в реализации разгосударствления собственности существенно замедлили процессы развития финансового рынка как системы, результатом этой ситуации стал дефолт 1998 г. [5].

Кризис, последовавший за прекращением существования СССР (1991-1998 гг.) сменился периодом роста – в 1999-2008 гг. наблюдались положительные темпы роста, обусловленные ростом цен на сырье на мировых рынках (рис. 2). Рост спроса и цен на сырье привел к росту спроса на услуги финансового рынка, который, однако, сдерживался изменением курсов рыночных реформ и снижением темпов реализации институциональных реформ.

Рисунок 2. Темпы роста ВВП России в сравнении с темпами роста цен на нефть, 1989-2017 гг. [2]

Наметившийся в 1990-е гг. вектор разгосударствления экономики в 2000-е гг. сменился противоположным. Был дан старт постепенной консолидации активов под контролем государства: в советы директоров компаний с контрольным участием государства в капитале включались крупные госчиновники, назначение

глав правлений осуществлялось под контролем исполнительной власти, значительные активы были сосредоточены в руках госкорпораций. Растущие в 1999–2008 гг. цены на нефть, газ, черные и цветные металлы порождали в экономике огромные рентные доходы и воздействовали на изменение модели экономики. Модель рентного капитализма с широкой экспансией государства как собственника оказала существенное сдерживающее влияние на рост рыночных институтов, задействованных в обеспечении финансовыми ресурсами частного сектора и правительства, при возрастании роли бюджета в распределении ВВП. Средний пятилетний уровень расходов консолидированного бюджета в ВВП возрос с 29,5% в 2002–2006 гг. до 37% в 2007–2011 гг. При этом абсолютный размер данных расходов за это десятилетие вырос почти в 6 раз [6].

Когда в 1990-е гг. в России закладывались основы рыночной экономики, предполагалось, что фондовый рынок станет одним из ключевых компонентов, отвечающих за ее эффективность, так как позволит лучшим образом организовать распределение ресурсов, создаст механизмы стимулирования предпринимательства. Для этого имелись достаточные предпосылки. Чтобы обеспечить рост функциональности фондового рынка и банковского сектора требовалось совершенствование законодательства, системы государственного управления, проведение институциональных реформ. В 2000-е гг. стимулы оказались не на стороне данной программы действий. Руководство страны и элиты оказались поглощены построением системы извлечения и контроля за распределением нефтегазовых доходов и проигнорировали необходимость создания условий для развития рыночных институтов [4].

Если в 1990-е гг. государством реализовывалась политика разгосударствления экономики, то к начала 2000-х гг. началась консолидация активов, контролируемых государством. Так, во многие компании с государственным участием стали включаться крупные чиновники, исполнительная власть диктовала условия и кандидатуры на должности глав правлений, а госкорпорации владели значительной долей наиболее дорогостоящих активов. Рост цен на природные ископаемые в 1999-2008 гг. позволяли значительно увеличить размер рентных доходов, что не могло не сказаться на модели экономики страны. Сформировавшаяся модель рентного капитализма с существенным государственным вмешательством в экономические процессы сдерживали распространение и развитие основных рыночных институтов, обеспечивающих движение финансов частного сектора: средний уровень расходов консолидированного бюджета в ВВП за пять лет вырос с 29,5% с 2002-2006 гг. до

37% в 2007-2011 гг, в абсолютном значении объем этих расходов вырос вшестеро [2].

Разработанные в 1990-е гг. основы российской рыночной экономики предполагали ключевую роль фондового рынка в организации распределения ресурсов и ориентире создания механизмов стимулирования предпринимательской деятельности. В 2000-е гг. стимулы, двигавшие политическими элитами в период трансформации, предполагавшие увеличение функциональности фондового рынка и банковского сектора и соответствующее реформирование законодательства, под влиянием роста рентных доходов привели к тому, что развитие рыночных институтов было отложено.

Доля предприятий топливно-энергетического комплекса в сальдированном финансовом результате в 2003 и 2007 гг. составляла 13,4%, в 2005 - 18,6%, а их рентабельность составляла 19,2% при среднем уровне рентабельности 10,2%, к 2005 г. цифры возросли до 35,6% и 13,5%, в 2007 г. - до 30,5% и 13,1% соответственно. Заработные платы сотрудников предприятий ТЭК превышали среднерыночные в 3,1 (2005 г.), 2,7 (2007 г.) раза [3].

2007 г. стал самым успешным годом по темпам роста международные рейтинги расположили Россию на 105 месте по индексам верховенства права (из 130 стран), на 145 месте по индексу восприятия коррупции (из 180 стран), на 130 месте по индексу сложности налогообложения бизнеса, на 120 место по индексу экономической свободы, 58 место по индексу глобальной конкурентоспособности.

Высокие рентные доходы при низком уровне развития рыночных институтов привели к тому, что крупный российский бизнес начал интересоваться участием на финансовых рынках за рубежом, что привело к росту внешнего долга нефинансового сектора в 7,5 раз в 2001-2007 гг., в 2007 г. показатель составлял 163,4 млрд долл., в 2008 г. - 261 млрд долл. Среди крупнейших должников были и государственные корпорации Газпром, Роснефть, ВТБ, РЖД, Транснефть и проч. Таким образом, основными активами финансового рынка стали долговые инструменты, а доля внешних заимствований составила около 20% [3].

Высокая концентрация сохранялась и в структуре собственности крупного бизнеса, поскольку отечественные предприниматели с недоверием относились к использованию акций и облигация на финансовом рынке для привлечения дополнительного финансирования, а если использовались, то на внешних рынках. Отраслевая диверсификация на рынках ценных бумаг было достаточно низкой: в

2007 г. предприятия ТЭК составляли 74% капитализации рынка акций, 66% капитализации приходилось на десятку крупнейших эмитентов и 90% объема торгов [3].

Спекулятивные биржевые фонды с зарубежным капиталом преобладали на российском рынке, в то время как отечественные финансовые посредники оставались мелкими. Предпринимаемые регуляторные усилия были недостаточны для удержания утечки ликвидного капитала за рубеж, при этом фондовые биржи не стимулировались для внедрения передовых технологий организации торговли и клиринга: например, не существовало центрального депозитария, учет сделок увеличивал риски инвесторов в области защиты прав собственности и сопровождался значительными издержками.

Развитие банковского сектора также сталкивалось со значительными трудностями, в частности, с проблемой наращивания капитала: в 2007 г. капитал менее 5 млн евро был у 36,1% действующих кредитных организаций, существовал низкий уровень доверия к банкам [3], Центральный банк не располагал достаточно надежными инструментами управления ликвидностью банковского капитала, что приводило к периодическим кризисам ликвидности и остановкам деятельности на рынке межбанковских кредитов.

22% участников рынка в 2007 г. нарушали норматив максимального размера риска на одного заемщика (Н6), поскольку обслуживали в основном связанных с ними промышленных игроков [2], что снижало прозрачность их деятельности и увеличивало средний риск банка, в то время как независимые от промышленных предприятий банки обладали повышенной чувствительностью к колебаниям денежного рынка, поскольку зависимые банки достигали ликвидности с помощью внешних заимствований на выгодных условиях. В результате кризис 2007-2008 гг. привел к оттоку капитала, ужесточил требования внешних кредиторов и существенно повлиял на ликвидность отечественного банковского сектора, а следовательно, увеличил ставки на межбанковские кредиты.

Институт коллективных инвестиций, едва начавший свое развитие, столкнулся с проблемами роста, обусловленными особенностями структуры фондового рынка. Так, например, паевые инвестиционные фонды, негосударственные пенсионные фонды были вынуждены осуществлять деятельность в условиях дефицита инструментов инвестирования, позволявших удовлетворить их потребность в диверсификации инвестиционного и рискованного портфелей. Рост активов в период активного развития рентной экономики сопровождался ростом пащиков, что

привело к снижению котировок и, следовательно, стоимости чистых активов, а затем – к оттоку участников, что усугублялось высокой диверсификацией доходов населения и низким уровнем доверия к финансовым институтам.

К 2008 г. был запущен проект долгосрочного развития Москвы как международного финансового центра. Федеральной службой по финансовым рынкам был проведен анализ барьеров абсолютного и относительного роста финансового рынка России, в результате которого было выяснено, что банковский кредит составлял менее 25% ВВП, в то время как в странах с развивающейся экономикой показатель составлял от 61 до 128%. Несмотря на то, что в 2003-2011 гг. показатель вырос до 46,8%, он был по-прежнему ниже среднемирового уровня [3].

К 2009 г. банковскими источниками инвестирования пользовались только 30,6% предприятий, нетто-заимствования нефинансового сектора стал положительным только к 2006 г. При среднемировом уровне внутреннего кредита банковского сектора к ВВП в размере 165%, в России этот уровень составлял 39,6%, несмотря на рост в 1,4 раза в период 2003-2011 гг., при этом средства, привлеченные посредством эмиссии акций и облигаций, составляли 3,4% в 2005 г., в 2008-2010 гг. – 1% [2]. При этом отношение валового сбережения к валовому накоплению было положительным, что говорило о низкой функциональности финансового рынка в части стимулирования превращения сбережений в инвестиции, т. е. невозможности выработки длинных денег.

Таким образом, основной особенностью развития финансового рынка в России является наличие значительных институциональных ловушек, препятствующих полноценному становлению финансового рынка. По мнению автора, к институциональным ловушкам, препятствовавшим развитию российского финансового рынка, можно отнести следующие:

- чрезмерный упор на постоянность спроса на ресурсы – теория, которая доказала свою несостоятельность недавними событиями, например, с американской нефтью;
- неспособность финансовых институтов перестроиться под концепцию власти потребителей, поскольку ранее они всегда регулировались государством и опирались на поддержку крупных предприятий;
- консервативность населения, обусловленная недоверием к современным инвестиционным инструментам, что привело к низкому развитию рынка ценных бумаг в России;

- сохранение тенденции укрупнения предприятий вследствие привычности модели централизации тех или иных товаров и услуг, оставшаяся после СССР.

## СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Гусаков Александр Владимирович. Формирование и развитие финансового рынка России : диссертация ... кандидата экономических наук : 08.00.10 / Гусаков Александр Владимирович; [Место защиты: Рос. эконом. акад. им. Г.В. Плеханова].- Москва, 2008.- 160 с.: ил. РГБ ОД, 61 08-8/1818
2. Департамент стратегического развития Банка России. Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации на период 2019-2021 гг. // Банк России, 2019. [Электронный ресурс] URL: [http://www.cbr.ru/content/document/file/71220/main\\_directions.pdf](http://www.cbr.ru/content/document/file/71220/main_directions.pdf)
3. Департамент финансовой стабильности Банка России. Обзор рисков финансовых рынков: информационно-аналитический материал // Банк России, 2019. [Электронный ресурс] URL: [https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/24100/ORFR\\_2019-9\\_october.pdf](https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/24100/ORFR_2019-9_october.pdf)
4. Дисфункции рынка капитала в современной экономике: особенности формирования и направления их ограничений : автореферат дис. ... кандидата экономических наук : 08.00.01 / Хуссейн Имад Ясир Хуссейн; [Место защиты: Волгоградский государственный университет]. - Саратов, 2019. - 25 с.
5. Криничанский К. В. Состояние и проблемы развития финансового рынка в России. // Журнал экономической теории. 2013. №3. С. 68-81.
6. Отчет о развитии банковского сектора и банковского надзора в 2007 году / Банк России. — М., 2008.
7. Развитие инвестиционных механизмов российского фондового рынка : автореферат дис. ... кандидата экономических наук : 08.00.10 / Горощенко Василий Борисович; [Место защиты: Рос. акад. нар. хоз-ва и гос. службы при Президенте РФ]. - Москва, 2016. - 23 с.
8. Столбов М.И. Влияние финансового рынка на экономический рост и деловые циклы / М.И. Столбов // Экономика XXI века. -2008. -No 8. -С. 55-69.