

pISSN 2073-039X
eISSN 2311-8725

Комплексный экономико-социально-экологический анализ

СТРАТЕГИЯ РАЗВИТИЯ ФИНАНСОВОГО РЫНКА В УСЛОВИЯХ КРИЗИСА: АНАЛИЗ И РЕКОМЕНДАЦИИ

Кирилл Леонидович АСТАПОВ

доктор экономических наук, профессор кафедры
экономической и финансовой стратегии Московской школы экономики,
Московский государственный университет имени М.В. Ломоносова,
Москва, Российская Федерация
Ast_K@mail.ru
<https://orcid.org/0000-0003-4766-4421>
SPIN-код: 1018-4878

История статьи:

Рег. № 358/2021
Получена 21.06.2021
Получена в
доработанном виде
29.08.2021
Одобрена 10.09.2021
Доступна онлайн
29.11.2021

УДК 336.1

JEL: E44, G28, O10, R11

Ключевые слова:

финансовый рынок,
институты развития,
движение капитала,
региональное развитие,
ESG-подход

Аннотация

Предмет. Стратегия развития российского финансового рынка в новых экономических условиях. Актуальность темы обусловлена возросшей нестабильностью, связанной с мировой пандемией и другими вызовами, усилившими разрыв между финансовым рынком и реальным сектором экономики.

Цели. Разработка теоретических и практических предложений, направленных на совершенствование стратегии финансового рынка для активизации инвестиций и роста экономики в условиях кризиса.

Методология. Исследование опирается на стратегирование, позволяющее на основе трендов, имеющихся конкурентных преимуществ и возможностей российской экономики, предложить ряд инициатив по совершенствованию стратегии финансового рынка в кризисный период.

Результаты. Проведенное исследование показало необходимость продолжения трансформации финансовой системы с опорой не только на либеральную экономическую парадигму и рекомендации международных институтов по свободному движению капитала, но и на использование собственной стратегии по формированию более независимой финансовой системы, нацеленной на развитие экономики, в том числе в индустриальных регионах, позволяющую учитывать экологические факторы.

Выводы. В кризисные периоды необходимы активизация государственных институтов развития на финансовых рынках, в том числе в регионах, более активная синхронизация монетарной и бюджетно-налоговой политики, усиление регулирования трансграничного движения капитала, использование ESG-стратегий публичными компаниями в России. Установление финансовым регулятором некоторых дополнительных ограничений на рынках капитала и валютном рынке, поддержка государственными институтами развития и банками ESG-подхода позволят снизить системные риски в кризисные периоды и привлечь финансовые ресурсы в долгосрочные инвестиционные проекты реального сектора экономики, поддержать рост капитализации компаний, в том числе в регионах.

© Издательский дом ФИНАНСЫ и КРЕДИТ, 2021

Для цитирования: Астапов К.Л.. Стратегия развития финансового рынка в условиях кризиса: анализ и рекомендации // *Экономический анализ: теория и практика*. – 2021. – Т. 20, № 11. – С. 2021 – 2052.

<https://doi.org/10.24891/ea.20.11.2021>

Введение

Стратегия развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 года, утвержденная распоряжением Правительства Российской Федерации от 29.12.2008 № 2043-р, предусматривала, что задача стратегии заключается в завершении выстраивания институциональной среды и регулирования, которые увеличивали привлекательность финансового рынка для иностранных инвесторов и преодолевали существенное доминирование банков над небанковскими финансовыми институтами. Последовательно имплементировались в российский финансовый рынок международные нормы «Группы двадцати» (G20), Совета по финансовой стабильности, Евразийского экономического союза, Шанхайской организации сотрудничества и др. Такой подход был оправдан на определенном историческом этапе, ведь изначально требовалось создать соответствующую институциональную среду и лишь затем привлекать нерезидентов и отечественных инвесторов на фондовый рынок.

Однако несмотря на то что институты финансового рынка в нашей стране в значительной мере отвечали современным международным требованиям, для их эффективного функционирования потребовались дополнительные условия, ставшие очевидными в период пандемии 2020 г. Центральной стратегической целью развития финансовых рынков является эффективное перераспределение сбережений в реальные инвестиции, однако в условиях пандемии глобальные финансовые рынки все сильнее отрываются от реальной экономики. Средства, направленные на финансовые рынки вследствие политики дешевых денег развитых стран мира, не столько трансформируются в инвестиции, сколько приводят к росту стоимости активов на глобальном финансовом рынке (рост S&P 500 на *рис. 1*), а также, что отмечается в докладе МВФ, росту сбережений (причем наблюдается положительная корреляция между нормой сбережений и размерами фискальной помощи при пандемии в развитых странах), стоимостью недвижимости во многих странах, а также инфляции цен на потребительские товары и продовольствие¹.

В Основных направлениях развития финансового рынка Российской Федерации на период 2019–2021 годов² усилены акценты на формировании конкурентной среды и поведении рыночных субъектов, повышении доверия к финансовым институтам. При разработке данной стратегии изучался лучший зарубежный опыт, в том числе Австралии (Australian Securities and Investments Commission)³. Построение значительной части институтов финансового рынка в нашей стране позволило поставить регулятору вопрос о важности доверия и репутации, однако, на наш взгляд, неразвитость институциональных инвесторов, в первую очередь

¹ Fault Lines Widen in the Global Recovery. World Economic Outlook Update. July 2021.
URL: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2021/07/27/world-economic-outlook-update-july-2021>

² Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации на период 2019–2021 годов.
URL: http://cbr.ru/Content/Document/File/71220/main_directions.pdf

³ Australian Securities & Investments Commission. Annual Report 2019–20.
URL: <https://download.asic.gov.au/media/5936792/asic-annual-report-2019-20-full.pdf>

пенсионных фондов, эмоциональное поведение иностранных и отечественных инвесторов, нацеленность многих компаний в период кризиса использовать средства с финансовых рынков для решения текущих финансовых задач, а не для инвестиций, все больше отдаляют российский финансовый рынок от его фундаментальной цели – трансформации сбережений в инвестиции. Действительно, число размещений обыкновенных акций российскими компаниями (ИПО) было незначительным, но активизировался выпуск корпоративных облигаций. По данным Банка России, рынок российских корпоративных облигаций за 2020 г. вырос на 27,4% и достиг 9,6 трлн руб. При этом размещения облигаций в значительной мере использовались для синтетического финансирования и оптимизации затрат на обслуживание валютных займов с использованием кросс-валютных свопов⁴, но не для новых инвестиций. В связи с этим важно не ограничиваться использованием лучшего зарубежного опыта, а ставить задачу разработки собственной стратегии финансового рынка, нацеленной на большую независимость от мировой финансовой системы, тем более компании постепенно замещают валютные займы рублевыми.

Необходимость корректировок стратегии финансового рынка усиливается в кризисные периоды. Кризис, связанный с пандемией 2020 г., вызванный внешними факторами, как экономическими, так и социальными, заставляет переоценивать ценности и дальнейшие стратегии развития экономики и финансовых рынков. Показатели российского финансового рынка, многие из которых уже восстановились до предкризисного уровня (*рис. 2*), особенно в информационных секторах, также демонстрируют продолжающуюся трансформацию на финансовых рынках, в первую очередь в связи с поиском инвесторами новых высокодоходных инструментов. В то же время многие частные компании и население испытывают серьезный кризис, либо столкнутся с ним при сокращении государственных денежных вливаний.

Методология разработки стратегии развития финансового рынка

Методология стратегирования, разработанная В.Л. Квинтом [1], предполагает, что прежде всего изучаются интересы и ценности акторов (компании-эмитенты, инвесторы – институциональные и частные, причем и резидентов, и нерезидентов, финансовые компании-посредники, включая брокеров, дилеров, доверительных управляющих, инфраструктурные организации фондового рынка, государственные регулирующие органы, международные органы). Большое количество участников и разнонаправленность их интересов, безусловно, осложняют выработку согласованных позиций и регулятору нередко приходится идти на определенные компромиссы.

⁴ Обзор российского финансового сектора и финансовых инструментов.
URL: https://cbr.ru/Collection/Collection/File/32168/overview_2020.pdf

Проводимые российским регулятором консультации и привлечение внешних экспертов способствуют решению этой непростой задачи. Если ранее позиции МВФ в значительной мере рассматривались как установка при проведении денежно-кредитной политики и регулировании рынков капитала, то в настоящее время готовность принимать самостоятельные и независимые стратегические решения усиливается. Действительно, новая внешнеполитическая повестка позволяет не столько концентрироваться на интеграции российского финансового рынка в мировой и его привлекательности для иностранных инвесторов, сколько добиваться основной цели – финансовый рынок должен стать механизмом трансформации долгосрочных внутренних сбережений в инвестиции российских компаний.

Рассматривая в качестве основной цели стратегии финансового рынка трансформацию сбережений в инвестиции, следует отметить нарастание диспаритета темпов роста финансовых активов и темпов роста ВВП в большинстве регионов мира, к началу 2020 г. финансовые активы превысили 270% мирового ВВП. Таким образом, этот тренд разрыва финансового и реального секторов экономики носит не только национальный, но и международный характер. К сожалению, этому вопросу не уделяется должного внимания, поскольку центральные банки сосредоточены на поддержке ликвидности, однако выстроить эффективные границы, чтобы ликвидность не перетекала в финансовый рынок и спекуляции, получается далеко не всегда.

Следует отметить, что текущая ликвидность не решает проблемы недостатка долгосрочных ресурсов. В то же время это не только проблема российской экономики, но и других стран, особенно в современных условиях. В нашей стране она носит более острый характер, поскольку институциональные инвесторы, включая пенсионные фонды, остаются недостаточно развитыми, а регулирование банковского сектора и возможность отзыва депозитов в любой момент времени не способствуют снижению дефицита долгосрочных финансовых средств.

Вряд ли эти вопросы можно решить только за счет новой стратегии финансового рынка – потребуются комплексное переосмысление регулирования и надзора в банковском секторе, нововведения в денежно-кредитной политике и валютном регулировании, усиление механизмов банкротств, слияний и поглощений с последующим формированием эффективных собственников. Более того, стратегия развития финансовой системы не должна опираться исключительно на либеральную экономическую парадигму, предполагающую высокую конкурентоспособность российского финансового рынка, в том числе за счет концентрации финансовых институтов в Москве. Действительно, такой подход позволяет более успешно конкурировать с другими финансовыми центрами, однако задача финансового рынка состоит не столько в привлекательности для иностранных инвесторов, сколько в развитии российской экономики в долгосрочной перспективе. В связи с этим если раньше Москва рассматривалась как сложившийся центр финансовой системы России, на который приходится порядка 80% финансовых потоков страны

и более половины российского банковского капитала⁵, то в последние годы, особенно в период кризиса, важно обеспечить доступ к финансированию всем регионам. Хотя доля Москвы уменьшается, в том числе за счет перевода центральных офисов ряда крупнейших компаний в Санкт-Петербург, другим регионам все еще сложно конкурировать за финансовые ресурсы, а в периоды кризиса высоки риски, что дополнительная ликвидность останется в центре, не достигнув регионов. Сейчас эта проблема решается административными методами и прямым выделением средств регионам через бюджетную систему. Тем не менее развитие финансового рынка не только в Москве, но и формирование фондовых бирж в каждом федеральном округе будет способствовать наращиванию инвестиционной активности в регионах.

Следующий важный этап методологии при разработке стратегии – учет трендов на глобальном и национальном уровнях и проведение PESTEL-анализа [2, 3], которые влияют на развитие финансового рынка. Тренды в финансовой индустрии включают не только цифровизацию и расширение числа розничных инвесторов во многих странах мира, но и нацеленность на защиту интересов национального бизнеса [4], постепенное снижение значимости международных инвестиционных банков, рейтинговых агентств и даже устоявшихся финансовых метрик (LIBOR)⁶, усиление роли национальных игроков, рост неопределенности, повышение уровня корпоративного и государственного долга в большинстве стран мира⁷, ускорившегося в период пандемии, усиление разрыва реального и финансового секторов экономики. Цифровизация меняет традиционные модели бизнеса, все большую популярность получают не только международные банки со столетней историей, но и новые игроки, в том числе из числа высокотехнологических компаний и теневого банковского сектора (shadow banking)⁸. Бизнес, основанный на платформах, начинает конкурировать с традиционными классическими банками. Такие изменения, с одной стороны, создают значительные возможности развития небанковских финансовых компаний, а значит, и расширение числа финансовых продуктов (стоит признать, что традиционные финансовые институты начали предлагать сложные структурные продукты инвесторам, в первую очередь квалифицированным инвесторам), у регионов появляется больше возможностей развивать региональные инвестиционно-финансовые платформы, а с другой стороны, новые цифровые продукты выпадают из существующего банковского законодательства. Соответственно, регуляторы вынуждены ужесточать регулирование, усиливая давление на бизнес, а вместе с тем – предоставлять

⁵ О концепции развития города Москвы как национального и международного центра финансовых услуг: постановление Правительства Москвы от 19.05.2009 № 445-пп.

⁶ Global Transition Roadmap for LIBOR. Financial Stability Board. 2020. URL: <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P161020-1.pdf>

⁷ Годовой отчет МВФ 2019. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/ar/2019/eng/assets/pdf/imf-annual-report-2019-ru.pdf>; Годовой отчет МВФ 2020. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/ar/2020/eng/downloads/imf-annual-report-2020-ru.pdf>

⁸ Global Shadow Banking Monitoring Report 2017. URL: <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P050318-1.pdf>

возможность финансовым компаниям повышать свою конкурентоспособность, экспериментируя с новыми продуктами, используя для этого так называемую регулятивную песочницу, и это уже стало трендом в регулировании современного финансового рынка [5].

Следующий тренд, который пока не получил однозначной оценки среди регуляторов разных стран – распространение цифровых валют, причем если майнинг частных криптовалют уже устойчивая тенденция и капитализация bitcoin на начало августа 2021 г. превысила 750 млрд долл. США (рис. 3), то выпуск цифровых валют центральными банками только начинается [6]. Сохранится ли в будущем государственная монополия на эмиссию денег или рост волатильности на валютных рынках и угроза распространения санкций заставят инвесторов использовать альтернативные ликвидные инвестиционные активы? Здесь следует отметить, что многие криптовалюты обмениваются на доллары США, а распространение в будущем цифровых валют, которые могут эмитироваться Банком России и Европейским центральным банком⁹, позволят повысить роль и национальных валют. В настоящее время криптовалюты сложно отнести к активам (тем более к устойчивым), однако четкие правила майнинга, независимость этой валюты от политики центральных банков и органов валютного контроля, могут создавать преимущества частных валют в долгосрочном периоде при условии, что использование криптовалют не только не будет запрещено экономически развитыми странами, но и появится регулирование принципов эмитирования частных валют.

Рост неопределенности в мировой экономике особенно усилился в 2020 г. с кризисом пандемии [7]. Несмотря на то, что индексы на финансовых рынках первоначально сильно упали, в конце 2020 г. многие компании по капитализации уже превосходили докризисные показатели. Усиление волатильности на финансовых рынках, быстрый рост капитализации отдельных компаний и их нематериальных активов, а также цифровых платформ, появление криптовалют усиливают дисбаланс между стоимостью материальных активов и котировками на финансовых площадках. Если в 2006 г. крупнейшими по капитализации были мировые энергетические компании, банки и производственные компании (причем наибольшая капитализация у Exxon Mobil – около 447 млрд долл. США), то в 2020 г. – практически всю десятку самых дорогих компаний составляли цифровые платформы (капитализация Apple превысила 2,2 трлн долл. США) (табл. 1).

Эти тенденции осложняют инвесторам задачу поиска активов для вложения средств с надеждой на достойный доход. Причем околограничные настроения инвесторов проявляются в разных странах мира, но для секторов постиндустриальной экономики они видятся более значительными, и велика вероятность возникновения финансовых пузырей. В таких условиях роль регуляторов финансовых рынков состоит в охлаждении ожиданий инвесторов, доведении через профессиональное

⁹ Report on a Digital Euro. European Central Bank.

URL: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/Report_on_a_digital_euro-4d7268b458.en.pdf

сообщество и напрямую через СМИ до населения информации о соотношении доходности и риска, напоминании о повышенных рисках. И надо отметить, что Банк России решает эту проблему, например, ограничивая возможности банков реализовывать неквалифицированным инвесторам сложные финансовые продукты. Вероятно, сложившаяся ситуация может потребовать более серьезных ограничений, о которых речь пойдет далее. Если же не озадачиваться исправлением этой ситуации, то нужно понимать, что финансы будут привлекаться не в реальный сектор экономики, а в высокодоходные проекты, многие из которых носят рискованный характер. В то же время в последние годы появился новый тренд – развитие ESG-стратегий крупными компаниями развитых стран, предполагающий, что инвесторы отдают предпочтение проектам, имеющим высокую экологическую и социальную значимость. Некоторые лидирующие западные банки уже поставили стратегическую цель снизить долю проектов, не отвечающих ESG-принципам¹⁰.

Кризис усиливает тенденцию расширения роли центральных банков. Несмотря на сохранение принципа независимости центральных банков, многие из них, в частности Европейский центральный банк, пытаются облегчить положение государств и компаний с высокой долговой нагрузкой, выкупая их долги [8].

Анализ трендов будет неполным, если не учитывать серьезные трансформации в обществе и меняющиеся предпочтения инвесторов. Новые интересы поколения Y [9], нередко предпочитающего не труд и сбережения, а увеличение потребления, может сократить приток ликвидности на финансовый рынок. В длительной (не среднесрочной) перспективе предпочтение не индивидуальной, а совместно используемой собственности, может отразиться на всей финансовой архитектуре. Традиционные банковские институты и сбережения могут вытесняться альтернативными инструментами совместного финансирования, часть которых будет иметь спекулятивный характер. Это еще сильнее не только сократит предложение долгосрочных финансовых ресурсов, но и снизит спрос на долгосрочные инвестиции. Например, следующее поколение может предпочесть аренду недвижимости, а не ипотеку. Отраслевые лидеры смогут инвестировать не в долгосрочные активы (заводы и оборудование), а в менее затратные модели и бизнес-процессы, основанные на OEM-модели, лицензионной модели, как уже сейчас делают такие компании, как Apple, Nvidia и др. [10].

Данные тренды, безусловно, изменят архитектуру будущего финансового рынка. Не исключая возникновения вопроса в недалеком будущем, а нужно ли вообще ставить цель наращивания долгосрочных финансовых сбережений и инвестиций, если и бизнес, и население все больше ориентируются на быстрые проекты. Тем не менее полагаем, что цель финансовой системы – не только развиваться самой по

¹⁰ The 19th Annual European Financial Services Conference 2021.

URL: https://fsconference.eu/?utm_campaign=855365_Why%20attend%20-%20Financial%20Services&utm_medium=dotdigital&utm_source=Forum%20Europe&dm_i=4SEG%2CIC05%2CFMWO6%2C267TT%2C1

себе, обеспечивая высокие доходы инвесторам и спекулянтам, но и содействовать развитию реальной экономики. Такой подход нередко требует переосмысления роли центральных банков. Не подрывая фундаментального принципа независимости центрального банка, важно найти определенный баланс, когда денежно-кредитная политика будет способствовать трансформации накоплений в инвестиции. Негативные последствия снижения независимости центральных банков в текущих условиях рассматривались в выступлении ректора РАНХиГС В.А. Мау на конференции Банка России в конце 2020 г.¹¹.

Для поиска перспектив российского фондового рынка будем использовать OTSW-модель [11], поскольку при разработке долгосрочной стратегии целесообразно ориентироваться на внешние факторы, включая устойчивые тренды. При таких условиях оправданно начинать анализ именно с факторов внешней среды. Конечно, при анализе столь сложных объектов стратегирования и разработке стратегии финансового рынка не всегда просто классифицировать факторы на внешние, не поддающиеся непосредственному управлению, и внутренние, управляемые. Более того, внутренние сильные и слабые стороны могут меняться со временем. Собственно, стратегия и ориентирована на трансформацию внутренних условий так, чтобы перейти к новому этапу развития финансового рынка.

Среди конкурентных преимуществ российского финансового рынка и его сильных сторон следует отметить следующие: макроэкономическая стабильность, свободное движение капитала (это определенное преимущество с точки зрения доступа иностранных инвесторов, однако для экономического развития стран, не эмитирующих резервные валюты, свободное движение капитала не всегда является преимуществом), интегрированность страны в международный финансовый рынок. Институты российского финансового рынка в целом соответствуют международным требованиям (фондовая биржа и условия торгов $t + 2$, учетная система, включающая как центральный депозитарий, так и депозитарии-кастодианы и регистраторы, а также торговые репозитарии, централизованный клиринг по всем биржевым инструментам, наличие центрального контрагента на рынке деривативов и др.), а число розничных инвесторов растет, в том числе благодаря введению индивидуальных инвестиционных счетов и снижению доходности банковских депозитов. Все это отражается на высокой оценке российского финансового рынка, в том числе Московской биржи и Национального расчетного депозитария, отвечающих принципам для инфраструктур финансового рынка, разработанных Банком международных расчетов и Международной организацией комиссий по ценным бумагам)¹² и соответствующего международным требованиям квалифицированного посредника в соответствии с требованиями Американской

¹¹ (Пост)Коронавирусная экономика и вызовы для политики центрального банка.
URL: <https://cbr.ru/static/conference/>

¹² Principles for Financial Market Infrastructures. URL: <https://www.bis.org/cpmi/publ/d101.htm>

комиссии по ценным бумагам и биржам (U.S. Securities and Exchange Commission's Rule 17f-7)¹³.

К сильным сторонам российского финансового рынка можно отнести и то, что он становится финансовым центром для стран Евразийского экономического союза, а проводимые реформы на гармонизацию законодательств будут усиливать эту роль [12]. Важно продолжить интеграцию с региональными блоками, такими как Шанхайская организация сотрудничества, БРИКС и др.

В нашей стране много крупных компаний, в том числе в регионах, ценные бумаги которых не обращаются на фондовом рынке. Полагаю, это одна из основных возможностей – расширение числа эмитентов, как и числа ценных бумаг, обращающихся на финансовом рынке. Дополнительной возможностью является достаточно низкий free float по обыкновенным акциям, которые дают право голоса. При этом следует быть реалистами, понимая, что мажоритарные акционеры нередко предпочитают держать свои пакеты акций для сохранения контроля над предприятиями, что в отдельных случаях может негативно отражаться на эффективности деятельности компаний. Именно поэтому развитая банковская система и финансовый рынок предполагают, что предприятия контролируются эффективными и ответственными собственниками, готовыми реализовывать новые проекты, а менеджмент способен управлять текущей деятельностью компаний и генерировать прибыль. Таким образом, приватизация, новые размещения ценных бумаг, слияния и поглощения должны стать ключевыми элементами стратегии развития финансового рынка, позволяющими определять рыночную стоимость бизнеса.

Среди основных угроз для института российского финансового рынка можно отметить высокую волатильность национальной валюты, а также цен на сырьевые товары.

В условиях нестабильности высокую долю нерезидентов на финансовом рынке при отсутствии ограничений на вывод валюты следует рассматривать как угрозу. Так, доля вложений нерезидентов на счетах иностранных депозитариев в Национальном расчетном депозитарии в общем объеме рынка ОФЗ в январе 2021 г. составила 22,7%, а в ОФЗ-ПД – 36,5%¹⁴. Именно в кризисных условиях иностранные инвесторы могут закрывать спекулятивные позиции, что еще больше усиливает давление как на курс национальной валюты, так и на стоимость ценных бумаг российских эмитентов. Однако эта угроза может быть хеджирована посредством более активного использования механизмов валютного контроля, которые дают возможность нерезидентам в течение квартала закрывать не более 20–30% своих позиций. Формально такие ограничения могут стать ответом на запрет минфина

¹³ Отчет Московской биржи. URL: <https://www.moex.com/s348>

¹⁴ Обзор рисков финансовых рынков. Информационно-аналитический материал. Январь 2021. URL: https://cbr.ru/Collection/Collection/File/31992/ORFR_2021-01.pdf

США для американских финансовых институтов приобретать на первичном рынке облигации, размещаемые Банком России, Фондом национального благосостояния России и Минфином России¹⁵. Задача по расчету конкретных показателей и лимитов не может быть решена на практике без консультаций с регулятором, биржей, участниками торгов и др. Кроме того, целесообразно рассмотреть возможность установления лимитов и на вывод за рубеж капитала российскими инвесторами (возможно, только в кризисный период). В связи с этим уместно вспомнить опыт Китая [13], в частности режим Qualified Foreign Institutional Investor устанавливает лимиты на движение капитала, а Qualified Domestic Institutional Investor устанавливает лимиты для внутренних институциональных инвесторов выводить капитал.

Среди угроз развития финансового рынка следует отметить низкий free float по обыкновенным акциям из-за нацеленности мажоритарных акционеров сохранить контроль над предприятиями [14]. Отсутствие достаточного обращения ценных бумаг многих эмитентов может негативно отражаться на эффективности деятельности компаний, поскольку важно, чтобы предприятие контролировалось эффективными и ответственными собственниками. В связи с этим важно поддерживать решения о приватизации компаний, в которых значительными пакетами владеют Российская Федерация и ее субъекты, акционирование, упрощать условия размещения ценных бумаг на бирже, в том числе посредством консультативной и иной поддержки размещений со стороны институтов развития, совершенствование институтов банкротства, слияний и поглощений, расширение участия прямых иностранных инвесторов.

Еще одной угрозой является усиление санкционного давления, не только ограничивающего доступ крупных российских компаний отдельных отраслей (нефтяная, оборонная, финансовая и др.) на зарубежные финансовые рынки, но и оказывающего психологическое воздействие на инвесторов, повышая неопределенность всей экономики. Следует отметить здесь, что возможности хеджирования рисков лимитированы, однако в какой-то мере снижению этого риска способствует транспарентность компаний и повышение ответственности ее руководства¹⁶, введение новых институтов контроля акционерами деятельности компаний, как это делает Банк ВТБ¹⁷. Российский бизнес тоже может занимать более активную позицию на зарубежных финансовых рынках, не только размещая свои бумаги на зарубежных площадках, но и в отдельных случаях делистинговаться¹⁸. Это в определенной мере служит демонстрацией возможностей российских

¹⁵ Treasury Sanctions Russia with Sweeping New Sanctions Authority.
URL: <https://home.treasury.gov/news/press-releases/jy0127>

¹⁶ Board Member Nomination and Election. OECD. 2012. OECD Publishing.
URL: <http://dx.doi.org/10.1787/9789264179356-en>

¹⁷ Избрание нового состава консультационного совета акционеров банка ВТБ в 2021 г.
URL: <https://ksa.vtb.ru/>

¹⁸ Делистинг ГДР ПАО «МераФон» с Лондонской фондовой биржи.
URL: https://corp.megafon.ru/press/news/federalnye_novosti/20181004-1900.html

компаний развиваться с минимальным участием международных инвесторов. Хотя подобные шаги по делистингу не добавляют энтузиазма инвесторам, и компании должны подходить взвешенно к подобным решениям.

Среди сильных сторон (внутренние факторы) мы выделяем наличие крупных компаний энергетики, металлургии и других отраслей, причем в первую очередь идет речь об индустриально развитых регионах нашей страны, предприятиях АПК (которые сейчас на фондовом рынке представлены единичными компаниями, как правило федерального уровня). Таким образом, потенциально значимое число эмитентов при недооцененности российских ценных бумаг – тот ресурс, который следует использовать при разработке стратегии. Новое регулирование в банковской сфере, введение подоходного налога на процентные доходы с крупных банковских вкладов является мотивирующим фактором для перевода накоплений из банков на финансовый рынок. При этом не стоит недооценивать консервативность мышления большинства инвесторов, наученных негативным опытом, что потерять сбережения в стране значительно проще, чем заработать. Соответственно, более привлекательно вкладываться в иностранную валюту, а не инвестировать сбережения в акции и облигации российских компаний. Тем не менее число инвесторов, в том числе розничных, скорее всего продолжит увеличиваться. Однако возникновение серьезных кризисов и девальвация национальной валюты могут серьезно подорвать интерес инвесторов к российскому финансовому рынку, а на эффект «забывания» уходит 5–7 лет и более. Также следует отметить, что кризис 2020 г. осложнил доступ компаний, особенно региональных и среднего бизнеса, к заемным средствам. Банки вынуждены сокращать кредитование, в том числе учитывая, что с 2021 г. сняты временные послабления на создание банковских резервов [15].

Среди слабых сторон для развития финансового рынка выделяется дефицит долгосрочных сбережений, а значит, и инвестиций в российской экономике. Однако это обусловлено не только неразвитостью институциональных инвесторов, включая пенсионную систему, но и высокими рисками и неопределенностью в экономике, которые ограничивают возможность последовательной реализации стратегии из-за меняющихся экономических условий, не контролируемых инвесторами. Такие риски носят системный характер, то есть они не могут быть снижены посредством диверсификации инвестиций внутри рублевой зоны. Высокие риски объясняют следующие обстоятельства:

- высокая правовая неопределенность – несмотря на существенное улучшение законодательства в последнее десятилетие решения судов зачастую имеют противоречивый характер;
- волатильность курса рубля и цен на сырье;
- недоверие населения, бизнеса и инвесторов к сложившейся системе экономического управления;

- преобладание государственных и крупных корпораций, сдерживающих развитие конкуренции;
- извлечение дополнительной прибыли от инсайдерской информации, в том числе за счет миноритарных акционеров, принудительного выкупа у них акций, делистинга бумаг и т.д.

В то же время расширение деятельности государственных институтов развития, достаточно высокая независимость инфраструктуры российского финансового рынка, включающая российские рейтинговые агентства, новые стратегические инициативы по повышению независимости российского финансового рынка, позволяют адаптироваться к высоким системным рискам.

Формирование новой стратегии фондового рынка требует разработки ряда ключевых инициатив, позволяющих воспользоваться имеющимися конкурентными преимуществами российского фондового рынка, однако стратегия не может быть разработана в отрыве от финансовой системы, да и экономики в целом.

Один из наших основных приоритетов – создание условий для осуществления долгосрочных инвестиционных проектов с меньшим уровнем системных рисков. Такая задача может решаться как путем развития финансового рынка, так и альтернативными стратегиями – банковским кредитованием (европейская модель) [16], расширением функций государственных институтов развития, расширением использования ESG-стратегий компаниями в ответ на требования инвесторов. Несмотря на возможность выбора разных моделей развития финансового рынка, представляется важным реализовывать стратегические инициативы, обеспечивающие более независимое развитие российского финансового рынка, и одновременно построение сильной финансовой системы, опирающейся на банковский сектор и институты развития. Эти институты следует рассматривать не как конкурентов фондового рынка, а как инструменты снижения рисков в экономике, а значит, их усиление привлечет средства и на фондовый рынок в среднесрочной перспективе. При этом под институтами развития понимаются не только институты федерального или регионального уровней, но и на наднациональном уровне, например Нового банка развития странами БРИКС. Создание подобных институтов не только дополняет действующую систему мировых институтов развития, включающую Мировой банк, Европейский банк реконструкции и развития, Азиатский банк и другие, но и вносит вклад в формирование более независимой экономической повестки.

Основные стратегические инициативы

Разработка рекомендаций по формированию новой стратегии финансового рынка – весьма непростая задача, а существующий потенциал надежности финансовой системы во многом предопределяет необходимость сохранения существующей

политики. Тем не менее фундаментальные проблемы, такие как недостаточность долгосрочных финансовых ресурсов, отток капитала из нашей страны¹⁹, высокая волатильность остаются нерешенными, а значит, требуется рассмотрение и альтернативных подходов, так называемых асимметричных стратегий, пока не столь популярных среди финансистов.

Инициативы, нацеленные на стимулирование развития экономики. Новые экономические условия 2020 г., связанные с пандемией и последующими шоками как со стороны спроса, так и предложения, диктуют необходимость дополнительного согласования бюджетно-налоговой и денежно-кредитной политики. Однако возможности развивающихся стран по снижению ставок рефинансирования несопоставимы с возможностями развитых стран. Количественное смягчение продолжается двенадцатый год. Только за 2020 г. мировые центральные банки влили в мировую экономику 7 трлн долл. США, а на очереди – еще 6 трлн долл. США. При этом денежная эмиссия доллара США, евро и некоторых других резервных валют распространяется не только на США, Европу, но и на другие страны мира, центральные банки которых держат эти валюты в качестве резервов. Россия пока лишена такой возможности, а значит, и объемы денежной эмиссии не должны превышать разумных пределов, и снижение ставки рефинансирования не может продолжаться без снижения привлекательности рубля как актива. Как следует из табл. 2 денежная эмиссия в России в 2020 г. составила 14% (то есть эмиссия превысила показатели предыдущих пяти лет, но в предыдущие кризисные годы эмиссия была выше). Таким образом, расширение денежной массы находится на приемлемом для кризисного года уровне, при этом происходит незначительный рост инфляции. Дополнительное снижение процентных ставок, включая ключевую ставку (ставку рефинансирования), может не столько дать импульс развитию экономики, сколько послужит сигналом для резидентов переводить накопления в иностранные валюты. При таком сценарии видится оправданным повышение ставки рефинансирования, чтобы сохранять привлекательность рублевых активов и за счет положительной реальной ставки, что и предпринял Банк России, начиная с марта 2021 г., но с запозданием, по нашему мнению [17].

Проводимая в кризисный год большинством стран политика наращивания бюджетных расходов и денежного смягчения (причем не только за счет снижения ставок, но и пересмотра требований к резервам банков, выкупа государственного и корпоративного долгов центральными банками, денежной эмиссии) в конечном счете приводят к существенному росту долга (хотя рост долга уже стал устойчивым трендом и до 2020 г. [18]). Подобная модель действительно может использоваться в кризисный период, но ее применение должно быть ограничено как по объемам, так

¹⁹ Отчет Счетной палаты Российской Федерации о результатах экспертно-аналитического мероприятия «Анализ реализации Основных направлений развития финансового рынка Российской Федерации на период 2016–2018 годов и оценка Основных направлений развития финансового рынка Российской Федерации на период 2019–2021 годов». URL: <https://ach.gov.ru/upload/iblock/00d/00d67c570b509a973844324f644112ed.pdf>

и по продолжительности. Искусственно заниженные ставки, которые после завершения острой фазы цикла могут вырасти, повлекут увеличение расходов государства, корпораций и населения на обслуживание долга. При этом в более сложной ситуации находятся центральные банки развивающихся стран, реализующие политику выкупа государственного и корпоративного долгов, поскольку их ресурсы не соответствуют возможностям центральных банков развитых стран. По сути, кризис и потребление нынешнего поколения обеспечиваются ресурсами будущих поколений.

Постепенное снижение ставки рефинансирования защищает интересы крупного бизнеса и является необходимым, но недостаточным условием для развития всей экономики. Тем не менее, учитывая, что доступ к иным источникам финансирования кроме банковского кредита у частного бизнеса ограничен, расширение возможности кредитования по доступным ставкам даст импульс развитию частного бизнеса.

Денежно-кредитная политика с небольшими корректировками процентных ставок без возможности получить дешевую денежную массу в регионах фактически дает возможность пользоваться льготным финансированием только крупным полугосударственным компаниям федерального уровня. В условиях нарастающих требований к управлению банковскими рисками получение дешевого фондирования средними банками проблематично, поскольку эти банки вынуждены предлагать более высокие ставки для привлечения средств граждан и компаний (по сравнению с крупными банками), в то время как возможности понижения ставок по кредитам малому и среднему бизнесу практически исчерпаны. При этом возможности снижения ставки рефинансирования должны быть ограничены, чтобы реальные процентные ставки в экономике оставались положительными. Таким образом, чтобы эффект от снижения ключевой ставки был ощутим во всей экономике, необходимо продолжить корректирование регулирования и надзора в банковской системе.

По нашему мнению, здесь не надо следовать за большинством стран, а попытаться выбрать собственную стратегию. Ведь сложные вызовы требуют выхода за рамки стандартных инструментов фискальной и денежно-кредитной политики, необходимости большей синхронизации монетарной и фискальной политики, что предполагает расширение функций финансового регулятора по стимулированию экономики. Однако важно понимать, что снижение ставки рефинансирования не должно приводить к формированию отрицательных реальных ставок в нашей стране, поскольку это будет стимулировать утечку капитала.

При этом рыночные экономические инструменты могут дополняться усилением регулирования, более активной ролью институтов развития в поддержке экономики, сочетанием акционирования и приватизации с вынужденным расширением пакетов бумаг в государственной собственности, ограничениями на выплаты дивидендов и

обратного выкупа акций (для компаний с высокой долговой нагрузкой), лимитами на вознаграждения советам директоров и высшего руководства компаний. Несмотря на кажущуюся непопулярность подобных мер в конечном счете эти меры нацелены на повышение финансовой стабильности и преодоление разрыва между реальным и финансовым секторами экономики. Более того, ряд этих мер используется и в США²⁰.

Чтобы финансовый рынок действительно выполнял функции финансирования долгосрочных инвестиционных проектов, конечно, нужны хорошие проекты, а эта задача решается при поддержке регионами развития новых промышленных и технологических кластеров. Развитие кластеров для новых прорывных технологий вряд ли можно финансировать исключительно за счет средств фондового рынка или за счет институтов развития. Более того, нужно финансировать не одно конкретное предприятие, а весь кластер в целом. Такой подход нуждается в дополнительном исследовании, поскольку обычно эмиссия ценных бумаг делается конкретным эмитентом. Тем не менее выпуск пакетных ценных бумаг законодательством также допускается, например, ипотечные облигации. Подобные пакетные ценные бумаги могут эмитироваться региональными институтами развития. Моделью для диверсификации инструментов финансового рынка, содействующих реализации кардинальных стратегических преобразований, могут стать и инструменты государственно-частного партнерства, в которых разделяются доходы и риски при создании инфраструктуры и ее эксплуатации, выпуск инфраструктурных облигаций и т.п. Полагаем, что нацеленность на построение эффективной частной экономики допускает расширение участия государства в отдельные периоды времени, особенно кризисные. Считаем, что рост значимости ESG-стратегий также предполагает, что определенная часть инвесторов стала ориентироваться на более долгосрочную перспективу, отдавая предпочтение устойчивому развитию, а не краткосрочной прибыли и спекуляциям.

Инициативы, нацеленные на снижение волатильности. Рост рисков и волатильности, который связан не только с текущей конъюнктурой, но, пожалуй, уже стал сложившимся трендом, не всегда может быть решен посредством институциональных преобразований и корректировок экономической политики. Предлагаемая далее стратегическая инициатива нацелена на создание островка стабильности, надежного актива в бушующем море неопределенности. Даже резервные валюты перестают быть надежным инструментом, а увеличение доли золота в резервах многих центральных банков (и активах инвесторов) не может продолжаться бесконечно. Доля монетарного золота в международных резервах России представлена в *табл. 3*. Поиск надежной мировой финансовой системы – вопрос, который решается не одно десятилетие, включая систему золотого стандарта, Бреттон-Вудскую систему, Ямайскую валютную систему [19]. Конечно,

²⁰ Holland S., Alper A. Trump slams companies for using U.S. tax credit to buy back stocks.
URL: <https://finance.yahoo.com/news/trump-slams-companies-using-u-211526416.html>

очень сложно с практической точки зрения говорить о необходимости новых наднациональных институтов, однако к такому сценарию также нужно быть готовыми ввиду дискуссии о реформировании ООН. Мировой банк, а также МВФ, к сожалению, утрачивают имидж независимых мировых финансовых институтов. Поэтому начало дискуссии о поэтапном создании новых наднациональных институтов при ООН, в том числе в финансовой сфере, видится целесообразным.

Инициатива учреждения нового мирового банка, обладающего возможностью независимо эмитировать новую мировую валюту, не будет поддержана прежде всего США. Однако поиск более равноправной международной политической системы и мировых финансовых институтов, их большая независимость от политических институтов со временем заставит расширять перечень резервных валют, но лучшим шагом будет переход к новой наднациональной цифровой валюте. Ключевое отличие новой валюты от специальных прав заимствования (Special Drawing Rights, SDR), выпускаемых МВФ, состоит в том что SDR не является средством платежа и сбережений для большинства экономических агентов. В долгосрочном плане переход в международных расчетах от доллара США не к национальным валютам, а к новой цифровой валюте может быть более оправдан при условии, что экономические агенты будут заинтересованы проводить в ней расчеты, осуществлять накопления и инвестиции.

Конечно, новая валюта на начальном этапе как и SDR может использоваться центральными банками исключительно для резервных целей, но впоследствии ее функции могут расширяться – эмиссия ценных бумаг, номинированных в этой валюте сначала мировыми организациями и национальными правительствами, а позже и корпорациями при выходе на мировой рынок капитала. Для стимулирования использования валюты в международных расчетах вместо доллара США и других национальных валют, использования валюты населением и другими экономическими агентами для сбережений и трансграничных расчетов оптимальной формой валюты будет цифровая форма (цифровые деньги). По сути, преимуществом новой цифровой валюты над долларом является независимость наднационального эмиссионного центра от экономической политики государств (настоящая независимость центрального банка от правительства возможна только на наднациональном уровне), невозможность вводить односторонние санкции, большая финансовая устойчивость (на первоначальном этапе стоимость валюты может рассчитываться на основе корзины валют, золота, других надежных активов) при сохранении надзора, позволяющего предотвратить незаконные операции. Данная валюта сможет постепенно вытеснить и частные криптовалюты (при запрете криптовалют на наднациональном уровне). Практическая реализация этой инициативы – крайне сложная задача, однако повышение системных рисков во всем мире, рост вероятности дефолта даже суверенных долгов развитых стран заставляют более серьезно рассмотреть эту инициативу.

Снижению неопределенности на фондовом рынке может способствовать деятельность институтов развития. Тем важнее развивать региональные финансовые рынки, а значит, важно ставить задачу активизации региональных институтов развития.

Конечно, государство и региональные власти не могут и не должны гарантировать надежность вложений в акции и облигации региональных предприятий. Однако возможны различные модели поддержки акционирования региональных предприятий. Прежде всего в некоторых регионах целесообразно сформировать институты развития, которые могут иметь схожие функции с ВЭБ. Но если ВЭБ сконцентрирован на крупнейших федеральных проектах, региональные институты развития могут осуществлять поддержку системообразующих проектов в регионах. Бюджетный кодекс РФ ограничивает возможность региональных властей участвовать в капиталах банков, но для банков развития либо можно сделать исключение (законодательство ведь можно совершенствовать), либо создавать институты развития в иных правовых формах (фонды, что сейчас и делают некоторые региональные власти) [20].

Региональные институты развития могут также снизить риски неопределенности за счет использования механизмов государственно-частного партнерства в важных региональных проектах. Более того, региональные институты развития могут поддерживать осуществление эмиссии облигаций крупными региональными предприятиями, выступая (в отдельных случаях, а именно, если компания осуществляет стратегически важные проекты для региона) гарантами при размещении корпоративных облигаций и при получении банковских кредитов. Более того, власти в регионах-лидерах уже сейчас готовы поддерживать процесс акционирования. Для этого, например, в Кузбассе предполагается запускать определенное информирование о процессах акционирования в региональных масс-медиа и на профессиональных платформах, а также содействовать размещению ценных бумаг крупных региональных компаний. Такое содействие может быть в форме консультаций, компенсаций затрат на эмиссию региональными институтами развития, информационного продвижения и т.п.

Следующий инструмент, который стоит рассмотреть, связан с введением в кризисные периоды отдельных ограничений на закрытие рублевых позиций иностранными инвесторами, а также некоторые ограничения на закрытие позиций российскими инвесторами. Цель таких мер – не разрушить свободное движение капитала, а создать прозрачную систему ограничений, позволяющую на равных условиях для всех инвесторов устанавливать лимиты на продажи и вывод капитала.

Одним из простых инструментов может стать введение модифицированного налога Тобина²¹ или налога на неторговые валютнообменные операции²², который может быть достаточно высоким – до 2% (значительно превышая стандартные комиссии,

²¹ Некипелов А. Пандемия стала моментом истины. URL: <https://www.interfax.ru/interview/708112>

взимаемые биржами и брокерами, причем со временем ставка налога может увеличиваться) и распространяться только на операции обмена национальных валют на резервные валюты, в то время как встречные операции таким налогом облагаться не должны. Надо понимать, что финансовые институты, совершающие сделки по поручению и за счет своих клиентов, не пострадают от введения данного налога. Наибольшие потери будут нести компании-импортеры (а впоследствии и потребители), которые будут вынуждены заплатить более высокую стоимость за импортные товары. Однако сокращение числа спекулятивных операций с валютой и спекулятивного движения капитала позволит достичь большей стабильности национальной валюты. В конечном счете все мы заинтересованы в долгосрочных инвесторах. И здесь уместно вспомнить опыт Китая и введенные им ограничения движения капитала. Представители Европейской комиссии также отмечают необходимость баланса между глобальной финансовой интеграцией и финансовой стабильностью²³.

Кроме того, следует обсудить возможность введения ограничений (на постоянной основе или в кризисные периоды), когда инвестор-нерезидент в течение квартала не может закрыть более 25% объема от своих открытых позиций в рублевых бумагах на начало квартала, одновременно установив ограничения по выводу рублей в иностранную валюту. Одновременно возможно разработать формулу, которая позволяет проводить конвертации для капитала, инвестированного в страну в зависимости от времени нахождения капитала на национальном рынке (чем дольше находился капитал, тем большая его часть может конвертироваться в валюту). Такие ограничения, с одной стороны, позволяют инвесторам постепенно закрывать свои позиции, а с другой – они являются барьером на пути неконтролируемого бегства капитала, обусловленного паникой, что в конечном счете должно принести выгоду как рынку в целом, так и самим инвесторам. Конечно, существует риск, что часть биржевых сделок будет совершаться не в национальных юрисдикциях, а, скажем, на Лондонской бирже, либо инвесторы будут предпочитать ADR и GDR. Но значительная часть инвесторов, ориентированных на долгосрочные инвестиции в развивающиеся страны, скорее всего, с пониманием отнесутся к подобным ограничениям. Кроме того, если зарубежные инвесторы будут закрывать позиции в ADR, то это не означает, что позиции банков-эмитентов, например Bank of New York, Citibank, J.P.Morgan Chase, будут закрываться в российском центральном депозитарии. При этом возникает риск появления арбитражной премии, но по идее он не должен быть значительным.

²² Доклад министра ЕАЭС по экономике и макроэкономике С.Ю. Глазьева «О прогнозах динамики мировой экономики в условиях пандемии covid-19 и возможных стабилизационных мерах в рамках ЕАЭС». URL: http://www.eurasiancommission.org/ru/act/integr_i_makroec/dep_makroec_pol/economyViewes/Documents/VEES_sovmes_mery.pdf

²³ The 19th Annual European Financial Services Conference. URL: <https://app.hopin.com/events/european-financial-services-conference/stages/1cae5913-3d5a-4c58-ac96-84f608007fb3>

Более активная роль регионов в развитии финансового рынка. На определенном этапе создание единственной биржи в Москве – Московской биржи – рассматривалось как положительный шаг, который позволил российской торговой площадке конкурировать с крупными мировыми биржами. Однако на текущем этапе для активизации процессов акционирования и эмиссии ценных бумаг региональными предприятиями предлагается рассмотреть возможность создания бирж (или электронных торговых площадок) в мегарегионах. Это простимулирует конкуренцию среди бирж внутри страны, а также будет нацелено на перераспределение финансовых ресурсов из Москвы в регионы.

Регионы России различаются не только уровнем развития, но и, по сути, принадлежностью к разным технологическим укладам. Москва и Санкт-Петербург относятся к постиндустриальным регионам, часть – к индустриальным регионам, в каких-то преобладают добывающие отрасли, а часть регионов вообще относится к аграрным. В таких условиях компании из отдельных регионов находятся в заведомо проигрышных условиях по сравнению с крупнейшими компаниями федерального уровня и им сложно привлекать финансирование. Московская биржа запускает разные площадки, в том числе и для новых компаний (Рынок инноваций и инвестиций для инновационных компаний с капитализацией не менее 500 млн руб., Сектор Роста – для небольших компаний, существующих более трех лет с выручкой не менее 120 млн и не более 25 млрд руб. и др.)²⁴, но создание фондовых бирж в регионах, в которых население и инвесторы знают эти компании, люди сами работают в этих крупных региональных компаниях, позволит привлечь финансовые ресурсы региональных инвесторов и населения.

На первом этапе возможно формирование торговых платформ как ценными бумагами, так и биржевыми товарами в мегарегионах. И лишь исходя из объемов торгов, желания компаний акционироваться и выходить на региональный финансовый рынок, можно принимать решения о запуске полноценных бирж в филиалах. Учитывая, что требования к эмитентам устанавливаются не только биржей, но и регулятором, возможно, потребуется корректировка нормативной базы. При этом важно соблюдать оптимальный баланс, позволяющий расширить число эмитентов, одновременно требования к эмитентам не могут быть излишне либеральными.

В регионах (или мегарегионах) целесообразно рассмотреть вопрос о создании региональных институтов развития, аналогов ВЭБ, финансирующих важные региональные проекты. Региональные институты развития могут поддерживать и акционирование региональных компаний, выступая андеррайтерами при размещении ими ценных бумаг на региональном фондовом рынке.

Стимулирование ESG-стратегий российскими компаниями. Эти стратегии важны для частных компаний, поскольку речь идет о смене парадигмы – компании должны

²⁴ Сектор Роста. URL: <https://www.moex.com/s2151>

не только стремиться к росту капитализации, но и учитывать внешние эффекты на внешнюю среду, их влияние на экологию, социальную сферу, деловой климат в регионах присутствия. Стратегические ESG-преобразования нацелены на преодоление глобальных вызовов современности, обусловленные ухудшением экологии, негативными изменениями климата, дефицитом чистой воды, они должны сформировать условия для обеспечения высокого уровня жизни населения страны. Соответственно, ESG-подход предполагает еще более тесную интеграцию стратегических целей на корпоративном, региональном и государственном уровнях.

Данный подход означает, что не только меняются приоритеты бизнеса, но и выстраиваются новые бизнес-модели, предполагающие внедрение зеленых технологий, уменьшение углеродного следа и сокращение негативного воздействия на окружающую среду; ESG-решения могут реализовываться как крупными промышленными компаниями, так и небольшим бизнесом, специализирующимся именно на подобных технологиях. Более того, эти решения уже затрагивают финансовую сферу. Лидирующие банки развитых стран ставят задачу найти оптимальный баланс между инвестициями в традиционные отрасли, экологические проекты промышленных предприятий, а также в проекты в новых отраслях, в том числе в альтернативной электроэнергетике. Перспективным видится и развитие рынка зеленых облигаций и облигаций с дифференцированными бондами в зависимости от достижения экологических целей. Однако такие стратегии должны будут получать более широкое распространение не только среди компаний постиндустриальной экономики, но и предприятий традиционных отраслей российской экономики, если инвесторы, включая государственные институты развития, и заинтересованные стейкхолдеры будут устанавливать соответствующие приоритеты, а государственные органы – строгие экологические требования.

Одновременно видится перспективным использование механизмов государственного субсидирования купонных выплат по зеленым облигациям, позволяющего не только повысить значимость экологических проектов, но и привлечь дополнительных инвесторов на финансовые рынки.

Налоговое стимулирование. Действующий сейчас механизм индивидуального инвестиционного счета (ИИС), безусловно, привлекает новых розничных инвесторов на финансовый рынок [21]. Даже в кризисный 2020 г. многие консервативные инвесторы открывали ИИС. В связи с этим следует рассмотреть возможности модификации ИИС. Так, сумма возмещения, основанного на вычете в размере 13% на вносимые средства на ИИС за счет НДФЛ, может быть ограничена одним или двумя трехлетними периодами, в то время как освобождение от выплаты налога на доход, полученный на ИИС (при закрытии счета) может использоваться по действующей в настоящее время схеме неограниченно. Кроме того, можно рассмотреть дифференциацию ставок возмещения в зависимости от срока нахождения средств на ИИС (одновременно следует рассмотреть возможность увеличения срока действия ИИС с трех лет на более продолжительный период для

тех инвесторов, которые выберут второй вариант возмещения). Такой подход позволит, с одной стороны, сократить бюджетные расходы, а с другой – мотивирует инвесторов размещать средства в более длительной перспективе.

Выводы

Проведенный анализ показывает, что разработка стратегии развития российского финансового рынка – непростая и комплексная задача, которая выходит за рамки инициатив по развитию фондового рынка, расширению числа эмитентов, поддержке инвесторов, созданию рыночной среды и справедливой конкуренции, в том числе на региональном уровне.

Опираясь на методологию стратегирования, мы обосновываем необходимость корректировки принципов стратегии развития финансового рынка. Поиск компромисса между имплементацией международных принципов регулирования и политикой по развитию и защите внутреннего финансового рынка позволит выстроить более независимую и устойчивую финансовую систему в России. Реформа мировых финансовых институтов, введение модернизированного налога Тобина и ограничений на закрытие позиций на фондовом и валютном рынках, монетарная политика, нацеленная на формирование положительной реальной рублевой процентной ставки, направлены на снижение санкционного давления, сокращение утечки капитала из России.

Мощная финансовая система, стимулирующая экономический рост, предполагает сбалансированное развитие коммерческих банков, фондового рынка и государственных институтов развития, причем как в столице, так и в регионах, постепенную трансформацию нацеленности инвесторов с роста капитализации на более сбалансированное и устойчивое развитие на основе ESG-подхода. Стратегия развития финансового рынка, нацеленная на преодоление разрыва между финансовым и реальным секторами экономики и повышение эффективности механизма трансформации сбережений в инвестиции, большей независимости российского фондового рынка от мировой финансовой системы, особенно в периоды кризисов, не может оставаться неизменной в разных экономических условиях, но это является предметом дальнейших исследований.

Таблица 1**Крупнейшие по капитализации корпорации, млн долл. США****Table 1****Largest corporations in terms of capitalization, million USD**

№ п/п	2006 г.	2010 г.	2015 г.	2020 г.
1	Exxon Mobil 446 943	Exxon Mobil 368 711	Apple Inc. 598 344	Apple Inc. 2 254 000
2	General Electric 383 564	PetroChina 303 273	Alphabet 534 090	Microsoft 1 682 000
3	Microsoft 293 537	Apple Inc. 295 886	Microsoft 449 799	Amazon.com 1 634 000
4	Citigroup 273 691	BHP Billiton 243 540,3	Berkshire Hathaway 323 750	Alphabet Inc. 1 185 000
5	Gazprom 271 482	Microsoft 238 784,5	Exxon Mobil 325 167	Facebook, Inc. 776 590
6	Industrial and Commercial Bank of China 254 592	ICBC 233 369	Amazon 323 009	Tencent 683 470
7	Toyota Motor Corporation 241 161	Petrobras 229 066	General Electric 313 892	Tesla Inc. 668 080
8	Bank of America 239 758	China Construction Bank 222 245	Johnson & Johnson 287 153	Alibaba Group 628 650
9	Royal Dutch Shell 225 781	Royal Dutch Shell 208 594	Wells Fargo 281 770	TSMC 565 280
10	BP 218 643	Nestlé 203 534	JPMorgan Chase 245 126	Berkshire Hathaway 544 780

Источник: List of Public Corporations by Market Capitalization.URL: https://en.wikipedia.org/wiki/List_of_public_corporations_by_market_capitalization#2020*Source:* List of Public Corporations by Market Capitalization.URL: https://en.wikipedia.org/wiki/List_of_public_corporations_by_market_capitalization#2020

Таблица 2**Рост денежной массы в России****Table 2****Money supply growth in Russia**

Год	Денежная масса М2 на 1 января, всего, млрд руб.	Прирост денежной массы на 1 января, %	Инфляция, %
2011	20 011,9	31	6,1
2012	23 349,1	17	6,6
2013	27 164,6	16	6,4
2014	31 155,6	15	11,4
2015	31 615,7	1	12,9
2016	35 179,7	11	5,4
2017	38 418	9	2,5
2018	42 442,2	10	4,3
2019	47 109,3	11	3
2020	51 660,3	10	4,9
2021	58 652,1	14	–

Источник: данные Банка России; Инфляция в России. URL: <https://уровень-инфляции.рф/>

Source: Data of the Bank of Russia; Inflation in Russia. URL: <https://уровень-инфляции.рф/>

Таблица 3**Доля монетарного золота в международных резервах России, млн долл. США****Table 3****The share of monetary gold in Russia's international reserves, million USD**

Дата	Международные резервы	Монетарное золото	Доля золота в резервах, %
01.01.2012	498 649	44 697	9
01.01.2013	537 618	51 039	9,5
01.01.2014	509 595	39 990	7,8
01.01.2015	385 460	46 089	12
01.01.2016	368 399	48 563	13,2
01.01.2017	377 741	60 194	15,9
01.01.2018	432 742	76 647	17,7
01.01.2019	468 495	86 903	18,5
01.01.2020	554 359	110 376	19,9
01.01.2021	595 774	138 754	23,3

Источник: данные Банка России

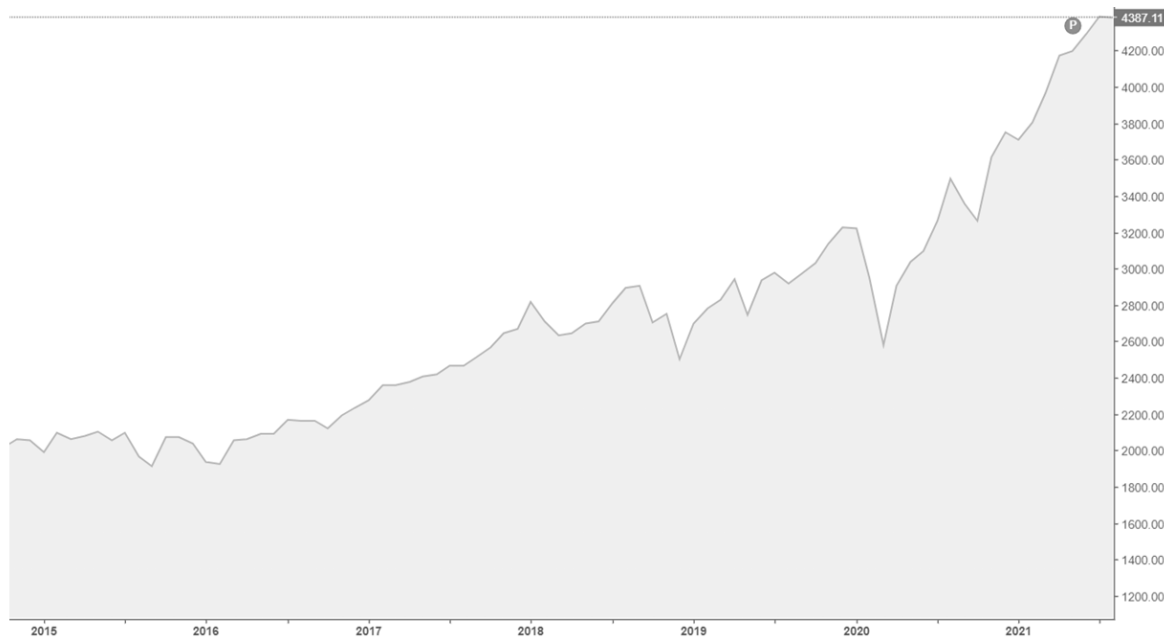
Source: Data of the Bank of Russia

Рисунок 1

Индекс стоимости 500 крупнейших корпораций США (S&P 500) в 2015–2021 гг.

Figure 1

S&P 500 Value Index in 2015–2021



Источник: Investing.com. URL: <https://ru.investing.com/indices/us-spx-500-chart>

Source: Investing.com. URL: <https://ru.investing.com/indices/us-spx-500-chart>

Рисунок 2

Индекс Московской биржи (индекс ММВБ) в 2015–2021 гг.

Figure 2

Moscow Exchange Index (MICEX Index) in 2015–2021



Источник: Московская биржа. URL: <https://www.moex.com/>

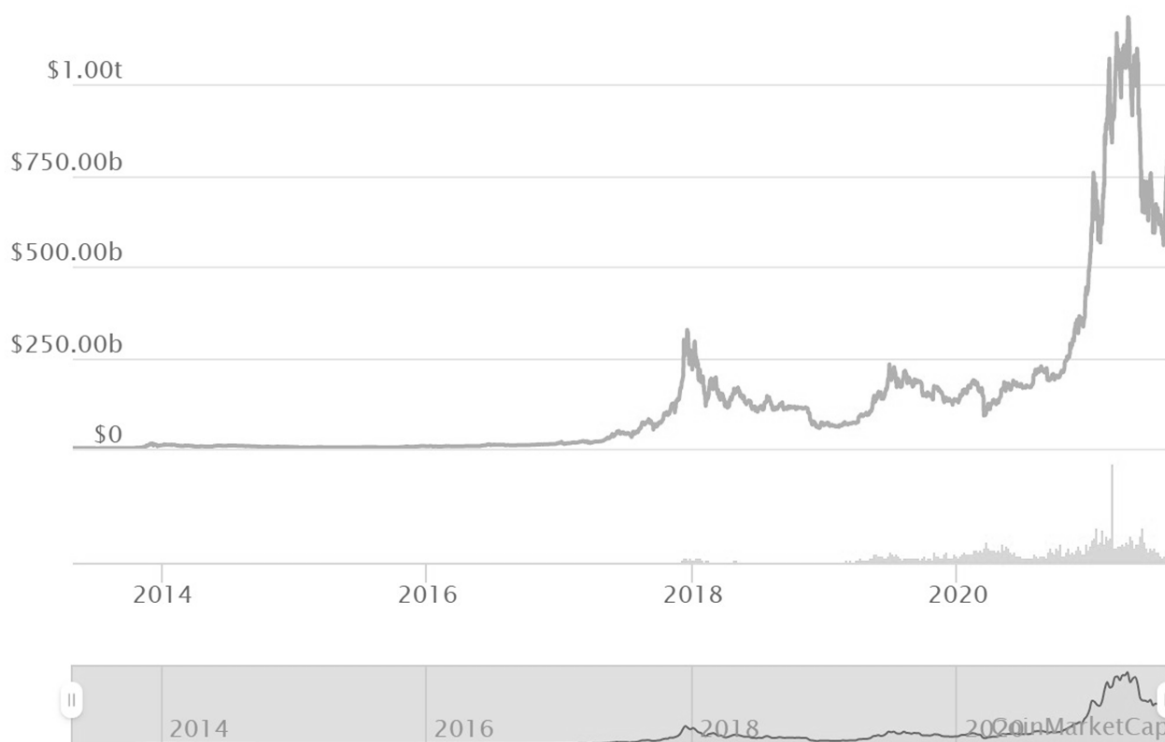
Source: Moscow Exchange. URL: <https://www.moex.com/>

Рисунок 3

Рыночная капитализация криптовалюты bitcoin в 2014–2020 гг., долл. США

Figure 3

Bitcoin market capitalization in 2014–2020, USD



Источник: CoinMarketCap. URL: <https://coinmarketcap.com/currencies/bitcoin/>

Source: CoinMarketCap. URL: <https://coinmarketcap.com/currencies/bitcoin/>

Список литературы

1. *Kvint V.L.* The Global Emerging Market: Strategic Management and Economics. Routledge, NY, 2009, 488 p.
URL: <https://doi.org/10.4324/9780203882917>
2. *Grant R.M.* Contemporary Strategy Analysis. Hoboken, NJ, Wiley & Sons, 2018.
3. *Michel S., Duke L.* Real Impact Marketing. IMD Books, 2019, 139 p.
4. *Миловидов В.Д., Аскер-заде Н.В.* Протекционизм 2.0: новая реальность эпохи глобализации // *Мировая экономика и международные отношения*. 2020. Т. 64. № 8. С. 37–45.
URL: <https://doi.org/10.20542/0131-2227-2020-64-8-37-45>
5. *Понкин И.В., Куприяновский В.П., Понкин Д.И.* Fintech, Regtech и регуляторные песочницы: понятие, цифровая онтология, перспективы // *Современные информационные технологии и ИТ-образование*. 2020. Т. 16. № 1. С. 224–234. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/fintech-regtech-i-regulyatornye-pesochnitsy-ponyatie-tsifrovaya-ontologiya-perspektivy/viewer>
6. *Андрюшин С.А.* Криптовалюты: выпуск, обращение и проблемы регулирования // *Актуальные проблемы экономики и права*. 2020. Т. 14. № 3. С. 455–468.
URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/kriptovalyuty-vypusk-obraschenie-i-problemy-regulirovaniya>
7. *Stiglitz J., Shiller R., Gopinach G. et al.* How the Economy Will Look After the Coronavirus Pandemic. *Foreign Policy*, 2020, April.
URL: <https://foreignpolicy.com/2020/04/15/how-the-economy-will-look-after-the-coronavirus-pandemic/>
8. *Бажан А.И.* Нестандартная монетарная политика Европейского центрального банка // *Современная Европа*. 2019. № 4. С. 37–48.
URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/nestandartnaya-monetarnaya-politika-evropeyskogo-tsentralnogo-banka>
9. *Howe N., Strauss W.* Millennials Rising: The Next Great Generation. Knopf Doubleday Publishing Group, 2009, 432 p.
10. *Michel S., Astapov K., Vagero P., Yamada T., Baptista T.* Is Intel's business model fit for the future? IMD Business Cases. Series IMD-7-2154. Switzerland, IMD Business School, 2020.
URL: <https://www.imd.org/research-knowledge/case-studies/case-studies/Is-Intel-business-model-fit-for-future/>
11. *Квинт В.Л.* Теория и практика стратегирования. Ташкент: Тасвир, 2018. 160 с.

12. *Звонова Е.А., Пищик В.Я.* О концептуальных подходах к созданию общего финансового рынка государств – членов ЕАЭС // *Финансы и кредит*. 2018. Т. 24. Вып. 1. С. 5–18. URL: <https://doi.org/10.24891/fc.24.1.5>
13. *Щеголева Н.Г., Гафурова Е.А.* Государственное регулирование режима обратимости в КНР // *Банковские услуги*. 2019. № 8. С. 2–7.
URL: <http://finvector.ru/wp-content/uploads/2019/09/bu-08-2019-01-rus.pdf>
14. *Радыгин А.Д., Энтов Р.М., Мальгинов Г.Н. и др.* Большая неохотная приватизация: противоречивые подходы в условиях санкций // *Вопросы экономики*. 2018. № 8. С. 5–38.
URL: <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2018-8-5-38>
15. *Намитулина А.З., Ажмуратова М.А.* Пути решения проблем ликвидности банковского сектора // *Банковское дело*. 2020. № 11. С. 51–54.
16. *Naentjens M., Gioia-Carabellese P.* *European Banking and Financial Law*. London, Routledge, 2015, 280 p.
URL: <https://doi.org/10.4324/9781315708515>
17. *Астапов К.Л.* О трансформации экономической политики в условиях кризиса 2020 г. // *Общество и экономика*. 2020. Вып. 11. С. 5–20.
URL: https://inecon.org/docs/2020/Astapov_SE_11_2020.pdf
18. *Хейфец Б.А.* Новая волна глобального долгового кризиса: риски возрастают // *Вопросы экономики*. 2017. № 12. С. 81–95.
URL: <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2017-12-81-95>
19. *Кудряшова И.В.* Современные мировые валюты: роль в официальном секторе // *Финансы и кредит*. 2018. Т. 24. Вып. 1. С. 79–94.
URL: <https://doi.org/10.24891/fc.24.1.79>
20. *Алимурадов М.К., Астапов К.Л., Венгер К.Г., Хабекова М.К.* Роль финансовых институтов в обеспечении реализации стратегических приоритетов Кузбасса // *Экономика в промышленности*. 2020. Т. 13. № 3. С. 399–408.
URL: <https://doi.org/10.17073/2072-1633-2020-3-399-408>
21. *Гончаренко Т.В., Подгорная К.Н.* Индивидуальный инвестиционный счет: тенденции развития // *Научный результат. Экономические исследования*. 2020. Т. 6. № 4.
URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/individualnyy-investitsionnyy-schet-tendentsii-razvitiya>

Информация о конфликте интересов

Я, автор данной статьи, со всей ответственностью заявляю о частичном и полном отсутствии фактического или потенциального конфликта интересов с какой бы то ни было третьей стороной, который может возникнуть вследствие публикации данной статьи. Настоящее заявление относится к проведению научной работы, сбору и обработке данных, написанию и подготовке статьи, принятию решения о публикации рукописи.

FINANCIAL MARKET DEVELOPMENT STRATEGY IN CRISIS: ANALYSIS AND RECOMMENDATIONS

Kirill L. ASTAPOV

Lomonosov Moscow State University,
Moscow, Russian Federation
Ast_K@mail.ru
<https://orcid.org/0000-0003-4766-4421>

Article history:

Article No. 358/2021
Received 21 June 2021
Received in revised form
29 August 2021
Accepted 10 Sept 2021
Available online
29 November 2021

JEL classification: E44,
G28, O10, R11

Keywords: financial
market, development
institution, capital flow,
regional development,
ESG approach

Abstract

Subject. The article considers the development strategy of the Russian financial market under new economic conditions.

Objectives. The purpose is to elaborate theoretical and practical proposals to improve the financial market strategy for boosting investment and economic growth in crisis.

Methods. The study rests on strategizing, which allows to propose a number of initiatives to enhance the strategy of the financial market during the crisis period, based on trends, existing competitive advantages and opportunities of the Russian economy.

Results. The paper shows the need to continue the transformation of the financial system, based not only on the liberal economic paradigm and recommendations of international institutions on the free movement of capital, but also on the use of its own strategy, aimed at economic development (including in industrial regions), enabling to address environmental factors.

Conclusions. In times of crisis, it is necessary to stir up State institutions for development in financial markets, synchronize monetary and fiscal policies, strengthen the regulation of cross-border capital flows, and use the ESG strategies by public companies in Russia. The establishment of some additional restrictions on capital markets and the foreign exchange market by the financial regulator, the support for the ESG approach by State institutions for development and banks will mitigate systemic risks during crisis periods and attract financial resources to long-term investment projects of the real economy, encourage the growth of capitalization of companies, including in regions.

© Publishing house FINANCE and CREDIT, 2021

Please cite this article as: Astapov K.L. Financial Market Development Strategy in Crisis: Analysis and Recommendations. *Economic Analysis: Theory and Practice*, 2021, vol. 20, iss. 11, pp. 2021–2052.
<https://doi.org/10.24891/ea.20.11.2021>

References

1. Kvint V.L. The Global Emerging Market: Strategic Management and Economics. Routledge, NY, 2009, 488 p. URL: <https://doi.org/10.4324/9780203882917>
2. Grant R.M. Contemporary Strategy Analysis. Hoboken, NJ, Wiley & Sons, 2018.
3. Michel S., Duke L. Real Impact Marketing. IMD Books, 2019, 139 p.

4. Milovidov V.D., Asker-zade N.V. [Protectionism 2.0: New Reality in the Age of Globalization]. *Mirovaya ekonomika i mezhdunarodnye otnosheniya* = *World Economy and International Relations*, 2020, vol. 64, no. 8, pp. 37–45. (In Russ.)
URL: <https://doi.org/10.20542/0131-2227-2020-64-8-37-45>
5. Ponkin I.V., Kupriyanovskii V.P., Ponkin D.I. [Fintech, Regtech and regulatory sandboxes: Concept, digital ontology, perspectives]. *Sovremennye informatsionnye tekhnologii i IT-obrazovanie* = *Modern Information Technologies and IT-Education*, 2020, vol. 16, no. 1, pp. 224–234.
URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/fintech-regtech-i-regulyatornye-pesochitsy-ponyatie-tsifrovaya-ontologiya-perspektivy/viewer> (In Russ.)
6. Andryushin S.A. [Cryptocurrencies: Issue, circulation and problems of regulation]. *Aktual'nye problemy ekonomiki i prava* = *Actual Problems of Economics and Law*, 2020, vol. 14, no. 3, pp. 455–468.
URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/kriptovalyuty-vypusk-obraschenie-i-problemy-regulirovaniya> (In Russ.)
7. Stiglitz J., Shiller R., Gopinach G. et al. How the Economy Will Look After the Coronavirus Pandemic. *Foreign Policy*, 2020, April.
URL: <https://foreignpolicy.com/2020/04/15/how-the-economy-will-look-after-the-coronavirus-pandemic/>
8. Bazhan A.I. [ECB's unconventional monetary policy]. *Sovremennaya Evropa* = *Contemporary Europe*, 2019, no. 4, pp. 37–48.
URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/nestandartnaya-monetarnaya-politika-evropeyskogo-tsentralnogo-banka> (In Russ.)
9. Howe N., Strauss W. Millennials Rising: The Next Great Generation. Knopf Doubleday Publishing Group, 2009, 432 p.
10. Michel S., Astapov K., Vagero P., Yamada T., Baptista T. Is Intel's business model fit for the future? IMD Business Cases. Series IMD-7-2154. Switzerland, IMD Business School, 2020.
URL: <https://www.imd.org/research-knowledge/case-studies/case-studies/Is-Intel-business-model-fit-for-future/>
11. Kvint V.L. *Teoriya i praktika strategirovaniya* [Theory and practice of strategizing]. Tashkent, Tasvir Publ., 2018, 160 p.
12. Zvonova E.A., Pishchik V.Ya. [On conceptual approaches to creation of the common financial market of EAEU member States]. *Finansy i kredit* = *Finance and Credit*, 2018, vol. 24, iss. 1, pp. 5–18. (In Russ.) URL: <https://doi.org/10.24891/fc.24.1.5>

13. Shchegoleva N.G., Gafurova E.A. [State regulation of the regime of convertibility in the PRC]. *Bankovskie uslugi = Banking Services*, 2019, no. 8, pp. 2–7.
URL: <http://finvector.ru/wp-content/uploads/2019/09/bu-08-2019-01-rus.pdf>
(In Russ.)
14. Radygin A.D., Entov R.M., Mal'ginov G.N. et al. [Large-scale reluctant privatization: Contradictions and challenges under sanctions]. *Voprosy Ekonomiki*, 2018, no. 8, pp. 5–38. (In Russ.)
URL: <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2018-8-5-38>
15. Namitulina A.Z., Azhmuratova M.A. [Ways to solve banking sector liquidity problems]. *Bankovskoe delo = Banking*, 2020, no. 11, pp. 51–54. (In Russ.)
16. Haentjens M., Gioia-Carabellese P. *European Banking and Financial Law*. London, Routledge, 2015, 280 p.
URL: <https://doi.org/10.4324/9781315708515>
17. Astapov K.L. [On the transformation of economic policy in the context of the 2020 crisis]. *Obshchestvo i ekonomika = Society and Economics*, 2020, iss. 11, pp. 5–20.
URL: https://inecon.org/docs/2020/Astapov_SE_11_2020.pdf (In Russ.)
18. Kheifets B.A. [A new wave of the global debt crisis: The risks increase]. *Voprosy Ekonomiki*, 2017, no. 12, pp. 81–95. (In Russ.)
URL: <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2017-12-81-95>
19. Kudryashova I.V. [Modern world currencies: The role in the formal sector]. *Finansy i kredit = Finance and Credit*, 2018, vol. 24, iss. 1, pp. 79–94. (In Russ.)
URL: <https://doi.org/10.24891/fc.24.1.79>
20. Alimuradov M.K., Astapov K.L., Venger K.G., Khabekova M.K. [The role of financial institutions in maintaining the realization of strategic priorities of Kuzbass]. *Ekonomika v promyshlennosti = Russian Journal of Industrial Economics*, 2020, vol. 13, no. 3, pp. 399–408. (In Russ.)
URL: <https://doi.org/10.17073/2072-1633-2020-3-399-408>
21. Goncharenko T.V., Podgornaya K.N. [Individual investment account: Development trends]. *Nauchnyi rezul'tat. Ekonomicheskie issledovaniya*, 2020, vol. 6, no. 4. (In Russ.)
URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/individualnyy-investitsionnyy-schet-tendentsii-razvitiya>

Conflict-of-interest notification

I, the author of this article, bindingly and explicitly declare of the partial and total lack of actual or potential conflict of interest with any other third party whatsoever, which may arise as a result of the publication of this article. This statement relates to the study, data collection and interpretation, writing and preparation of the article, and the decision to submit the manuscript for publication.