

DOI: 10.26794/2587-5671-2025-29-4-49-70

УДК 339.7,336.02(045)

JEL E44, G15, G18, O16

Развитие российского финансового рынка в условиях структурной трансформации мировой финансовой системы

Д.М. Сахаров

Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, Москва, Российская Федерация

АННОТАЦИЯ

В работе рассматривается трансформация финансового рынка в современной обстановке. **Цель** исследования заключается в определении перспективных направлений развития национального финансового рынка с учетом выявленных тенденций развития мировой финансовой системы и стоящих перед экономикой задач. В работе использованы **методы** научной абстракции, обобщения, анализа, синтеза и логики. Выявлены ключевые тенденции развития мировой финансовой системы. Автор рассматривает российский финансовый рынок в качестве единого взаимосвязанного пространства, обеспечивающего формирование синергетических эффектов на основе использования потенциала публичных рынков финансовых инструментов, продуктов кредитных организаций, государства и институтов развития. Подчеркнута необходимость повышения связанности между различными сегментами финансового рынка. Выявлены приоритетные направления развития финансового рынка в новых условиях. Сделан **вывод** о важности развития внутреннего рынка синдицированного кредитования для привлечения дополнительных инвестиций в российскую экономику. Сформулированы предложения, направленные на повышение привлекательности фондового рынка для эмитентов и инвесторов. Обоснована необходимость расширения практики использования механизмов секьюритизации на российском рынке ценных бумаг. Обсуждаются направления развития инструментов проектного финансирования и государственно-частного партнерства. В работе подчеркивается необходимость консолидации усилий участников рынка и государства для развития финансового рынка и отдельных его сегментов. Отмечается важность привлечения институтов развития, прямой государственной поддержки и инструментов рефинансирования Банка России для формирования источников долгосрочных инвестиций в новых условиях. **Научная новизна исследования** заключается в развитии методологии анализа современного финансового рынка, учитывающей процессы трансформации мировой финансовой системы. **Практическая значимость** исследования заключается в разработке рекомендаций, направленных на развитие российского финансового рынка. **Перспективы** дальнейшего исследования связаны с выявлением перспективных направлений развития рынка секьюритизации с учетом процессов цифровизации и оценкой его возможностей для формирования долгосрочных источников финансирования в российской экономике.

Ключевые слова: финансовый рынок; кредитный рынок; фондовый рынок; регулирование финансового рынка; развитие финансового рынка в новых условиях; финансиализация; мировая финансовая система; финансовое развитие; инвестиции

Для цитирования: Сахаров Д.М. Развитие российского финансового рынка в условиях структурной трансформации мировой финансовой системы. *Финансы: теория и практика*. 2025;29(4):49-70. DOI: 10.26794/2587-5671-2025-29-4-49-70

Development of the Russian Financial Market in the Context of the Structural Transformation of the Global Financial System

D.M. Sakharov

Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow, Russian Federation

ABSTRACT

The paper examines the transformation of the financial market in a modern environment and **aims** to identify promising areas for its development, taking into account trends in the global financial system and economic challenges. **Methods** such as scientific abstraction, generalization, analysis, synthesis, and logic are employed in the study.

© Сахаров Д.М., 2025

Key trends in the global financial system are identified, including the increasing importance of digital technologies and the shift towards more sustainable and inclusive finance. The Russian financial market is viewed as a unified interconnected space, where synergies can be achieved through the use of public market potential for financial instruments and products, as well as the collaboration of credit institutions, state agencies, and development institutions. The need for increased connectivity between different segments of the market is emphasized, as this can lead to more efficient allocation of resources and better outcomes for all participants. The paper identifies the priority directions for the financial development of financial markets in the current context. It concludes that it is essential to develop the domestic syndicated lending market in order to attract additional investment into the Russian economy. **Proposals** have been formulated to increase the attractiveness of the stock market for both issuers and investors. The importance of expanding the use of securitization mechanisms in the Russian securities market has also been emphasized. The paper discusses the directions for developing project financing and public-private partnerships. It emphasizes the need for market participants and government agencies to work together to promote the development of the financial market and its various segments. The importance of attracting development institutions, direct government support, and refinancing instruments of the Central Bank of Russia to form sources of long-term investment in the current environment is noted. **The novelty** of this research lies in developing a methodology for analyzing the contemporary financial market, considering the transformations of the global financial system. **The significance** of the study lies in providing recommendations for the development of the Russian financial market. **Future research** could focus on identifying promising areas of securitization market development, considering digitalization, and assessing its potential for creating long-term financing sources in the Russian economy.

Keywords: financial market; credit market; stock market; financial market regulation; financial market development in new conditions; financialization; global financial system; financial development; investments

For citation: Sakharov D.M. Development of the Russian financial market in the context of the structural transformation of the global financial system. *Finance: Theory and Practice*. 2025;29(4):49-70. (In Russ.). DOI: 10.26794/2587-5671-2025-29-4-49-70

ВВЕДЕНИЕ

Трансформация мировой финансовой системы и финансового рынка носит неравномерный и противоречивый характер. Серьезным препятствием на пути их развития стало нарастание глобальных дисбалансов, обусловленное:

- ростом долговой нагрузки крупнейших экономик;
- высокими показателями дефицитов и профицитов счетов текущих операций стран, играющих ключевую роль в мировой торговле;
- обострением конфликтов, связанных с регулированием международной торговли и инвестиций.

В исследовании [1] сделан вывод, что решение проблемы дисбалансов в развитии мировой финансовой системы в обозримом будущем остается маловероятным. Работа [2] рассматривает асимметричность развития мирового финансового рынка в качестве причины дисбалансов мировой финансовой системы и одновременно фактора ее развития.

Проблемой мировой финансовой системы остается ее фрагментация, вызванная введением ограничительных мер, затрудняющих развитие торговли, осуществление международных расчетов и движение капитала. Следствием усиления глобальных дисбалансов и фрагментации мировой финансовой системы стал рост неопределенности относительно перспектив ее дальнейшего развития и возможностей сотрудничества между субъектами

международных финансовых отношений. В данных условиях политика, направленная на развитие национального финансового рынка, должна учитывать как внутренние условия функционирования экономики, так и основные факторы, влияющие на развитие мировой финансовой системы.

Научные исследования уделяют значительное внимание вопросам развития российского финансового рынка и его ключевых сегментов. В работе [3] авторами доказано несоответствие размера российского рынка ценных бумаг и масштабов экономики, а также подчеркнута необходимость увеличения числа доступных для инвесторов финансовых инструментов, развития финтех-компаний, а также повышения конкуренции на рынке финансовых услуг.

Сохраняет свою актуальность вопрос развития валютного рынка. Авторы статьи [4] оценивают проблемы развития российского валютного рынка в условиях неблагоприятного воздействия санкций и указывают на необходимость реформирования российского валютного рынка в целях дедолларизации международных расчетов и развития финансового сотрудничества с дружественными странами.

Относительно новым направлением в российских научных исследованиях стало рассмотрение розничных сегментов финансового рынка. В исследовании [5] обосновывается необходимость развития розничных сегментов финансового рынка.

Авторы указывают на благоприятный эффект от роста розничных сегментов для фондового и кредитного рынков.

Отдельного упоминания требуют исследования, рассматривающие проблемы цифровизации российского финансового рынка. В частности, работа [6] оценивает модели развития российских банков в условиях цифровизации финансового рынка, уделяя особое внимание рискам трансформации финансового бизнеса в направлении построения банковских экосистем.

Значительное внимание в работах уделяется проблемам финансовых услуг и их важности для российской экономики. Авторами исследования [7] сделан вывод о положительной связи между доступностью финансовых услуг и уровнем жизни.

Развитие российского финансового рынка за последнее десятилетие носило динамичный характер и обеспечивало повышение качества и доступности финансовых сервисов, внедрение новых финансовых продуктов и услуг, а также приток на фондовый рынок розничных инвесторов. Российская платежно-расчетная инфраструктура соответствует потребностям экономических субъектов и характеризуется высоким уровнем инновационного развития. Кредитный и фондовый рынки создают необходимые условия для развития российской экономики и обеспечивают российские компании инструментами для привлечения финансовых ресурсов. Расчеты в национальных валютах способствуют развитию финансовых отношений с дружественными странами. В условиях негативного воздействия внешних факторов финансовый рынок выполняет свои ключевые функции. Принятые Банком России и Правительством антикризисные меры позволили стабилизировать ситуацию и не допустить нарушения финансовой стабильности. Вместе с тем изменение внешних и внутренних условий функционирования российской экономики создает дополнительные риски для участников финансового рынка. Высокая ключевая ставка Банка России, обусловленная необходимостью снижения инфляции, оказывает давление на финансовый рынок. Показатели капитализации российского рынка ценных бумаг остаются на невысоком уровне. Использование российскими компаниями инструментов публичного финансирования является недостаточным. В текущих условиях разработка мер, направленных на увеличение потенциала национального финансового рынка, приобретает ключевое значение.

Авторы научных работ сходятся во мнении, что развитие российского финансового рынка явля-

ется одним из важнейших условий для роста и повышения устойчивости экономики. Вместе с тем исследования содержат различные точки зрения о направлениях развития финансовой системы и путях повышения эффективности финансового рынка. Многие вопросы, связанные с развитием отдельных сегментов российского финансового рынка, требуют дополнительного рассмотрения с учетом изменившихся внутренних и внешних условий функционирования российской экономики. В этой связи исследование мировой финансовой системы и разработка предложений, способствующих развитию национального финансового рынка, сохраняет свою актуальность. Статья посвящена определению ключевых направлений развития российского финансового рынка.

КЛЮЧЕВЫЕ ПРИОРИТЕТЫ РАЗВИТИЯ ФИНАНСОВОГО РЫНКА

В условиях ускорения в большинстве развитых и развивающихся стран процессов финансового рынка становится ключевым условием достижения целей государственной экономической политики. Особенно важное значение приобретает данный вопрос для развивающихся стран, решающих задачи опережающего развития. В работе [8] авторами отмечается значительный вклад финансовых рынков развивающихся стран в решение задач привлечения инвестиций, ускорения экономического роста, поддержания финансовой стабильности и ускорения инновационного развития экономики.

Финансиализация характеризуется опережающим развитием финансовой сферы относительно реальной экономики. Финансиализация проявляется в росте капитализации фондовых рынков и повышении их значимости как источников привлечения финансирования, увеличении масштабов финансового сектора, росте востребованности деривативов и структурных продуктов, притоке на рынки розничных инвесторов и усилении взаимозависимости между различными сегментами финансовых рынков. Финансиализация способствует интеграции рынков реальных активов и финансовых рынков в условиях растущего влияния последних. Финансиализация особенно важна для рынка недвижимости с учетом его роли в социально-экономическом развитии. Финансиализация рынка недвижимости, проявляющаяся в развитии секьюритизации, способствует тому, что секьюритизированные активы торгуются отдельно от физических объектов [9].

Необходимость достижения целей государственной политики и увеличение масштабов финансового рынка подчеркивают важность оценки направлений его трансформации с учетом концепции финансового развития. На основе результатов исследований [10, 11] важно отметить, что успешное финансовое развитие характеризуется не только выполнением финансовой системой ее основных функций, но также снижением издержек экономических субъектов, связанных с их деятельностью на финансовом рынке и доступностью, необходимой для принятия финансовых решений информации. Эффективное функционирование финансового рынка становится материальной основой успешного финансового развития, обеспечивающего внедрение финансовых инноваций, финансовую стабильность, качество и доступность финансовых услуг, учет целей устойчивого развития, соответствующее потребностям участников рынка многообразие финансовых инструментов, а также наличие механизмов привлечения инвестиций в экономику.

В условиях ускоряющейся трансформации мировой финансовой системы вывод М. Миллера о ключевом значении финансового рынка для обеспечения экономического развития представляется особенно актуальным [12]. Концепция М. Миллера является важной как с точки зрения определения приоритетных направлений в развитии финансового рынка, так и оценки финансовой структуры. Под финансовой структурой понимается сложившееся в финансовой системе соотношение между кредитными организациями и публичными рынками финансовых инструментов. Данный подход к определению финансовой структуры основан на работе [13]. Выделяются два основных типа финансовой структуры. В финансовой структуре, основанной на преобладании кредитных организаций, банковские продукты и продукты небанковских кредитных организаций являются ключевыми источниками фондирования для экономических субъектов, а основная ликвидность сосредоточена на внебиржевых неорганизованных рынках, где главными игроками выступают банки. В финансовой структуре, основанной на преобладании публичных рынков финансовых инструментов, организованные рынки имеют ключевое значение для привлечения фондирования и торговли финансовыми инструментами.

Современный этап развития мирового финансового рынка характеризуется ростом востребованности как продуктов кредитных организаций, так и инструментов организованного рынка. Эффективное функционирование обоих сегментов необходимо для успешного экономического разви-

тия. Из результатов исследований [14, 15] следует, что развитие крупнейших экономик в настоящее время характеризуется продолжающимися процессами сближения двух финансовых структур. Вместе с тем на фоне этого процесса происходит возрастание роли организованных рынков как с точки зрения объемов торговли, так и расширения спектра торгуемых инструментов. Данная тенденция особенно прослеживается на рынках производных финансовых инструментов. Несмотря на страновые особенности, опережающее развитие организованных рынков имеет для экономических субъектов преимущества, связанные с повышением прозрачности рынков, снижением системных рисков, уменьшением информационной асимметрии и оптимизацией механизмов формирования цен финансовых инструментов.

Цифровизация стала одним из главных факторов, оказывающих влияние на динамику развития финансового сектора и его структуру посредством изменения механизмов взаимодействия участников рынка, появления новых видов финансовых цифровых активов, роста финтех-индустрии, а также расширения бизнеса платформ и экосистем. Внедрение цифровых технологий обеспечило значительное расширение возможностей участников финансового рынка и оказало значительное влияние на траекторию экономического развития ключевых экономик мира. Цифровизация финансовой системы не только создает благоприятные условия для экономического роста, но и напрямую стимулирует развитие экономики.

В исследовании [16] автор указывает на наличие прямой связи между развитием финтеха и ростом ВВП. Вывод о положительном воздействии финансовых инноваций на темпы экономического роста согласуется с концепцией И. Шумпетера, рассматривающей инновации в качестве основы успешного экономического развития.

Ускорение процессов цифровизации приобретает особую важность в контексте решения задачи обеспечения финансовой доступности. Цифровые технологии создают благоприятные условия для работы розничных инвесторов на фондовом рынке и обеспечивают новые возможности в сегменте розничных платежей. Приход на рынок новых инвесторов в развитых и развивающихся странах во многом связан именно с внедрением цифровых технологий.

Цифровизация способствует повышению качества и клиентоориентированности финансовых продуктов и услуг посредством снижения себестоимости, оптимизации каналов их предоставле-

ния и максимального приближения характеристик продуктов и услуг к потребностям потребителей. Внедрение цифровых технологий создало новые возможности для структурирования финансовых и нефинансовых продуктов, а также осуществления взаимодействия между участниками финансового рынка. Внедрение цифровых технологий также стимулирует появление новых игроков и продуктов, поддерживая таким образом конкуренцию на рынке финансовых услуг. Опираясь на исследование [17], можно сделать вывод, что внедрение инновационных технологий не только создает дополнительные преимущества для участников финансового рынка, но также позволяет улучшить сам механизм его функционирования на основе более точных оценок риска при ценообразовании финансовых продуктов, снижения транзакционных издержек и структурирования финансовых продуктов с учетом индивидуальных потребностей клиентов.

Цифровизация оказывает позитивное воздействие на развитие финансовых систем как развитых, так и развивающихся стран, однако для развивающихся стран благоприятные последствия являются более значительными [18]. Положительное воздействие процессов цифровизации на состояние финансовой системы подчеркивает необходимость проведения государственной политики, обеспечивающей консолидацию усилий регуляторов и участников финансового рынка по внедрению инновационных технологий. Ключевыми направлениями такого взаимодействия являются развитие цифровой инфраструктуры финансового рынка, повышение доступности и качества финансовых продуктов и услуг, поддержка конкуренции на финансовом рынке на основе внедрения инноваций, внедрение цифровых инструментов взаимодействия между участниками рынка, а также использование возможностей искусственного интеллекта.

Цифровизация финансового рынка ставит перед регуляторами новые задачи, связанные с нахождением баланса между обеспечением финансовой стабильности, поддержанием конкуренции и защитой персональных данных участников финансовых отношений. Вывод о необходимости одновременного решения данных задач при проведении государственной политики, обеспечивающей развитие финансового рынка, методологически опирается на исследование [19], в котором авторы оценивают развитие бизнеса бигтех-компаний и их влияние на финансовый сектор развитых и развивающихся стран. Решение указанных задач предусматривает формирование справедливых правил деятельности платформ и экосистем, создание условий для

развития финансового рынка на основе открытых данных, выпуск цифровой валюты центрального банка для поддержки цифровой трансформации платежной системы, обеспечение конкуренции на рынке платежей и расчетов, а также защиту интересов участников финансового рынка и обеспечение их долгосрочной устойчивости.

Процессы цифровой трансформации тесно связаны с вопросами устойчивого развития [20]. В последние годы регуляторы крупнейших экономик мира и авторы научных исследований уделяют особое внимание вопросам социальной ответственности бизнеса, качества корпоративного управления и экологии. Важность учета целей устойчивого развития определяется тем, что развитие финансового рынка должно способствовать росту благосостояния экономических субъектов, поддержанию доверия к государственной экономической политике, обеспечению финансовой стабильности и повышению конкурентоспособности экономики. Авторы исследования [21], рассматривая климатическую стабильность в качестве общественного блага, отмечают ее неразрывную связь с финансовой стабильностью и доверием к проводимой государством политике.

В работе [22] подчеркивается важность разработки стратегии, обеспечивающей привлечение частных инвестиций в «зеленые» проекты, развитие важных с точки зрения привлечения «зеленого» финансирования сегментов финансового рынка, а также обеспечение прозрачности мер государственной политики. Исследование [23] указывает на важность привлечения банковского сектора к финансированию проектов в данной сфере и использования механизмов государственно-частного партнерства. Сотрудничество между государством и участниками финансового рынка создает дополнительные возможности для увеличения емкости сегментов финансового рынка, позволяющих привлекать средства для реализации проектов, учитывающих цели устойчивого развития.

Работа [24] подчеркивает важность учета целей устойчивого развития при управлении международными резервами и укреплении международного финансового сотрудничества. Проблемой рынков инструментов устойчивого развития является их низкая емкость и, следовательно, недостаточность объектов инвестирования для крупных инвесторов. Увеличение размера данного сегмента позволит корпоративному сектору расширить привлечение средств в соответствующие проекты, а крупным институциональным инвесторам получить инструменты в необходимом объеме.

В исследовании [25] при рассмотрении мирового фондового рынка авторы оценивают выгоды для компаний — эмитентов акций от учета экологических факторов в своей деятельности. Акции компаний, учитывающих климатическую повестку и раскрывающих информацию о своей климатической политике, стоят дороже в сравнении с акциями компаний, не принимающих во внимание соответствующие вопросы. Данная разница в ценах, оцениваемая авторами как «зеленая» премия, стимулирует компании к проведению климатической политики на корпоративном уровне. Компании, интегрировавшие цели устойчивого развития в свои бизнес-модели, получают дополнительные возможности по привлечению финансирования на рынках капитала. Внимание к вопросам устойчивого развития становится важным фактором долгосрочной финансовой устойчивости и инвестиционной привлекательности компаний.

Развитие мировой финансовой системы сопровождается ростом конкуренции на уровне стран, международных финансовых центров и отдельных корпораций. Влияние геополитических факторов не только способствует усилению конкурентной борьбы на всех уровнях, но и создает высокие риски дальнейшей фрагментации мировой финансовой системы. Геополитические факторы играют все большую роль при выборе участниками рынка финансовых инструментов и валют. Рассматривая вопросы использования мировых резервных валют, авторы исследования [26] указывают, что в текущих условиях влияние геополитических и технологических факторов способно ускорить движение мировой валютно-финансовой системы к многополярности.

Предпочтения участников рынка относительно использования валют меняются медленно и характеризуются высокой долей инерционности [27]. Несмотря на доминирующее положение доллара и евро, продолжается тенденция к диверсификации валютных активов субъектов международных финансовых отношений на фоне повышения роли развивающихся стран в мировой финансовой системе. Дальнейшее усиление процессов фрагментации мировой финансовой системы будет способствовать расширению практики использования развивающимися странами национальных валют при осуществлении взаимных расчетов.

Государства с высоким уровнем развития национального финансового рынка в меньшей степени подвержены негативному влиянию внешних факторов, связанных с геополитической напряженностью. Данный вывод опирается на исследование [28]. В условиях полицентризма и усиления тенденции

к многополярности мировой финансовой системы эффективное функционирование финансового рынка обеспечивает позиционирование государства в качестве конкурентоспособного участника международных финансовых отношений. Стратегическим приоритетом развития национального финансового рынка становится обеспечение его конкурентоспособности посредством создания благоприятных условий для привлечения внутренних и внешних инвесторов. Обеспечение конкурентоспособности финансового рынка предполагает поддержку национальной финансовой инфраструктуры на основе финансового суверенитета, создание благоприятных условий для диверсификации финансовых и внешнеэкономических связей с учетом целей национального развития, а также защиту интересов инвесторов и потребителей финансовых услуг. Значительные возможности повышения потенциала национального финансового рынка заключаются в развитии финансового сотрудничества в рамках деятельности региональных финансовых организаций и институтов развития.

Доверие участников рынка к национальной финансовой инфраструктуре и государственной финансовой политике создает необходимые условия для мобилизации внутренних источников финансирования инвестиций с помощью инструментов финансового рынка. В условиях неопределенности относительно дальнейшего развития мировой финансовой системы финансовая стабильность становится ключевым условием доверия к национальному финансовому рынку. Важными элементами финансовой стабильности становятся инновационный характер развития финансовой системы на основе внедрения цифровых технологий, устойчивость финансовой системы к внешним шокам, а также учет политических и страновых рисков при принятии финансовых решений. В периоды роста геополитической напряженности, ограничивающей возможности работы на внешних рынках, финансовая стабильность становится ключевым условием использования потенциала внутреннего рынка публичного финансирования для роста инвестиций. Обобщая полученные выводы и опираясь на методологическую базу, представленную в работах [3, 5, 10, 15, 29], можно определить основные направления развития финансового рынка в современных условиях (рис. 1).

АКТУАЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ РАЗВИТИЯ РОССИЙСКОГО ФИНАНСОВОГО РЫНКА В УСЛОВИЯХ НЕБЛАГОПРИЯТНОГО ВОЗДЕЙСТВИЯ ВНЕШНИХ ФАКТОРОВ

Динамика ключевых показателей, характеризующих развитие российской экономики в последние

Развитие национального финансового рынка

Глубина и емкость финансового рынка: – формирование условий для увеличения капитализации фондового рынка на основе привлечения новых инвесторов, расширения числа эмитентов и повышения их инвестиционной привлекательности, развития сегмента IPO; – поддержание ликвидности ключевых сегментов фондового рынка; – создание условий для формирования финансовой структуры, соответствующей задачам национального развития; – развитие механизмов трансформации сбережений в инвестиции посредством обеспечения многообразия финансовых инструментов, а также эффективного функционирования финансовых посредников и организаторов торговли; – повышение значимости фондового рынка как источника долгосрочного фондирования; – развитие современных форм кредитования; – создание условий для финансовой интеграции реальных рынков и их интеграции с финансовыми рынками на основе механизмов секьюритизации; – развитие розничных сегментов финансового рынка; – развитие организованного рынка структурных продуктов и деривативов, обеспечивающего контроль рисков участников рынка	Учет целей устойчивого развития: – создание условий для учета экономических субъектами целей устойчивого развития при принятии решений на финансовом рынке; – обеспечение высоких стандартов корпоративного управления эмитентов на основе учета целей устойчивого развития, ответственности менеджмента перед стейкхолдерами и информационной прозрачности их деятельности; – обеспечение доступа к финансовым продуктам и услугам на основе принципа инклюзивности для компаний и секторов, играющих важную роль в достижении целей устойчивого развития, в том числе субъектов креативной экономики и компаний малого и среднего бизнеса; – развитие сегментов финансового рынка, обеспечивающих привлечение средств в проекты, учитывающие цели устойчивого развития; – регулирование финансового рынка с учетом целей устойчивого развития; – внедрение механизмов оценки рисков устойчивого развития и их интеграция в систему риск-менеджмента участников финансового рынка; – формирование понятных и прозрачных для инвесторов стандартов раскрытия нефинансовой информации, связанной с вопросами устойчивого развития	Поддержание финансовой стабильности и устойчивости финансового рынка: – обеспечение бесперебойности и устойчивости деятельности финансовых посредников и организаторов торговли на финансовом рынке; – проведение государственной экономической политики, обеспечивающей устойчивость финансового рынка к внешним и внутренним шокам; – поддержание доверия экономических субъектов к национальному финансовому рынку; – создание макроэкономических условий для осуществления экономическими субъектами долгосрочного планирования своей деятельности на финансовом рынке; – обеспечение стабильного функционирования розничных сегментов финансового рынка с учетом значимости для финансовой развита; – регулирование финансового рынка, направленное на снижение системных и геополитических рисков; – формирование инфраструктуры финансового рынка, обеспечивающей рост его конкурентоспособности и долгосрочной устойчивости к негативному воздействию внешних и внутренних факторов	Инновационное развитие финансового рынка на основе внедрения цифровых технологий: – снижение транзакционных издержек экономических субъектов, связанных с их деятельностью на финансовом рынке; – обеспечение доступности и качества финансовых услуг и продуктов на основе развития цифровых форматов взаимодействия между участниками финансового рынка; – повышение удобства и оптимизация скорости взаимодействия между участниками рынка посредством цифровых технологий; – создание благоприятных условий для цифровизации платежной системы; – выпуск цифровой валюты центрального банка; – использование возможностей искусственного интеллекта участниками финансового рынка для управления рисками, работы с большими массивами данных, управления инвестициями и обслуживания клиентов; – развитие финансового рынка с использованием возможностей модели открытых данных, способствующей повышению эффективности взаимодействия между финансовыми и нефинансовыми организациями, росту конкуренции и внедрению новых продуктов	Защита интересов участников финансового рынка: – обеспечение доступности для экономических субъектов основных продуктов и услуг финансового рынка; – предотвращение недобросовестной деятельности на финансовом рынке; – обеспечение полноты и своевременности раскрытия информации, необходимой для принятия финансовых решений участниками рынка; – формирование безопасной среды при внедрении цифровых технологий на финансовом рынке; – защита прав розничных инвесторов на фондовом рынке; – формирование финансовой культуры и грамотности у участников финансового рынка; – поддержание высоких стандартов и требований к профессиональной репутации участников финансового рынка
--	--	---	--	---

Рис. 1 / Fig. 1. Основные направления развития финансового рынка / Key Directions for the Development of Financial Market
Источник / Source: составлено автором / Compiled by the author.

годы, указывает на необходимость более полного использования возможностей финансового рынка для стимулирования роста экономики и адаптации компаний к новым условиям ведения бизнеса (см. таблицу). Решение данной задачи является ключевым условием повышения конкурентоспособности российской экономики и достижения целей национального развития. Развитие финансового рынка должно прежде всего обеспечивать рост инвестиций при сохранении финансовой стабильности и доверия экономических субъектов к финансовой системе. Эффективный механизм трансформации сбережений в долгосрочные инвестиции предусматривает развитие ключевых сегментов финансового рынка, обеспечивающих предложение долговых и долевого инструментов, соответствующих потребностям эмитентов и инвесторов.

Развитие внутреннего рынка синдицированного кредитования создаст дополнительные возможности для структурной трансформации экономики посредством повышения инвестиционной активности. Важным преимуществом синдицированного кредитования для российских заемщиков является диверсификация источников привлечения средств. Гибкость механизма сделок синдицированного кредитования позволит учитывать цели устойчивого развития в процессе их структурирования.

Синдицированное кредитование использует возможности банковской системы для привлечения инвестиций и одновременно снижает концентрацию кредитного риска. Формирование синдиката позволяет преодолеть объективные ограничения классического банковского кредитования и ограниченность возможностей российских банков в финансировании крупных проектов. Использование механизмов синдицированного кредитования увеличит число участников кредитного рынка и его вклад в формирование источников инвестиций.

Развитие синдицированного кредитования повысит связанность между кредитным и фондовым сегментами российского финансового рынка. Привлечение компаниями синдицированных кредитов обеспечит формирование положительной кредитной истории, необходимой для последующего размещения облигационных займов, а в более долгосрочной перспективе — акций. Рост рынка синдицированного кредитования расширит возможности банков предлагать заемщикам дополнительные продукты и услуги, ориентированные на их потребности.

Российский рынок синдикаций важен для повышения экспортного потенциала российской экономики и развития экономического сотрудничества с дружественными странами. Использование механизмов синдикации в сделках предэкспортного финансирования позволит российским компаниям-экспортерам привлекать средства, необходимые для исполнения обязательств по экспортным контрактам с контрагентами дружественных стран.

В условиях высоких ставок, сложившихся на российском финансовом рынке, и фактического отсутствия доступа к инструментам международного кредитного рынка, развитие рынка синдицированного кредитования предполагает использование механизмов государственной поддержки и участие институтов развития в сделках. Росту рынка синдицированного кредитования будет способствовать предоставление государственных гарантий в проектах, необходимых для структурной трансформации российской экономики. Предоставление государственных гарантий позволит сформировать синергетические эффекты на основе дополнительного привлечения частных инвестиций.

Важным условием развития данного сегмента является наличие ликвидного вторичного рынка, обеспечивающего ценообразование для торгуемых инструментов и задающего ценовые ориентиры для новых кредитов. Формированию ликвидного вторичного рынка синдицированных кредитов будет способствовать активизация участия институтов развития в данном сегменте посредством организации сделок и выполнения ими функций маркет-мейкеров на вторичном рынке.

Предоставление институтами развития гарантий по синдицированным кредитам, соответствующим стандартам качества, создаст дополнительные возможности для увеличения числа участников сделок и расширения кредитования экономики. Для обеспечения прозрачности применяемых мер поддержки необходима разработка стандартов оценки качества синдицированных кредитов.

В дополнение к участию институтов развития, важной стимулирующей мерой является применение специальных инструментов рефинансирования Банка России под залог синдицированных кредитов, способствующих реализации важных для российской экономики проектов. Механизм рефинансирования под залог синдицированных кредитов позволит банкам более гибко управлять собственной ликвидностью.

Росту данного сегмента финансового рынка будет способствовать расширение практики предоставления заемщикам со стороны организаторов

Таблица / Table

**Макроэкономические показатели, характеризующие развитие российской экономики
в 2019–2024 гг. / Macroeconomic Indicators of the Russian Economy, 2019–2024**

Показатель / Indicator	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Индекс физического объема ВВП, в % к пред. году	102,2	97,3	105,9	98,6	104,1	104,3
ВВП на душу населения, долл. США	11 538	10 218	12 595	15 504	14 243	14 891
Индекс промышленного производства, в % к пред. году	103,4	97,9	106,3	100,7	104,3	104,6
Индекс инвестиций в основной капитал, в % к пред. году	102,1	99,9	108,6	106,7	109,8	107,4
Индекс потребительских цен, в % к пред. году	103,0	104,9	108,4	111,9	107,4	109,5
Задолженность по кредитам юрлиц, млрд руб.	33 055,0	37 242,5	42 734,7	50 845,0	64 812,2	77 729,4

Источник / Source: составлено автором на основе данных Росстата и Евразийской экономической комиссии / Compiled by the author based on the statistical data provided by the Federal State Statistics Service and Eurasian Economic Commission. URL: https://eec.eaeunion.org/upload/files/dep_stat/econstat/GDP/GDP_per_capita_USD.xls; https://eec.eaeunion.org/comission/department/dep_stat/fin_stat/time_series/Den_kred_stat_21_Y.xls; https://eec.eaeunion.org/upload/files/dep_stat/econstat/Investment/index_investments.xls?112233; https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/ipc-KIPC_2010-2024.xlsx; https://eec.eaeunion.org/upload/files/dep_stat/econstat/GDP/GDP_index.xls; https://eec.eaeunion.org/upload/files/dep_stat/econstat/Industry/IPI_activity_annual.xls?112233 (дата обращения: 25.06.2025) / (accessed on 25.06.2025).

сделок возможностей хеджирования процентных рисков, вызванных применением плавающих процентных ставок в сделках синдицированного кредитования и высокой волатильностью рублевых процентных ставок. Участникам сделок важно учитывать вероятность ухудшения кредитного качества заемщика в случае роста ставок при кредитовании по плавающей ставке. В условиях высокой волатильности процентных ставок хеджирование процентного риска при кредитовании по плавающей ставке важно для обеспечения долгосрочной финансовой устойчивости участников рынка синдицированного кредитования.

Государственно-частное партнерство в сделках проектного финансирования обеспечивает консолидацию различных источников финансирования и увеличение объемов долгосрочного кредитования. Исследование [30] подчеркивает закономерный характер роста его востребованности и важность для повышения страновой конкурентоспособности на основе развития инфраструктуры, роста инвестиций и внедрения инноваций. Работы [31, с. 119; 32, с. 139] подчеркивают востребованность проектов государственно-частного партнерства для развития социальной сферы и повышения качества жизни.

Сделки государственно-частного партнерства позволяет создать новую инфраструктуру, необходимую для роста экономики и увеличения экспорта в дружественные страны. Сегмент государственно-частного партнерства продемонстрировал высокую степень устойчивости к воздействию неблагоприятных внешних условий (рис. 2). Важно распространение успешного опыта реализации проектов с помощью программ акселерации. Программы акселерации, построенные на основе цифровых технологий, позволяют оптимизировать процесс подготовки проектов, структурировать сделки с учетом привлечения публичного финансирования, оценить возможности использования инструментов государственной поддержки, а также определить экономическую эффективность проекта для его участников. Для эффективного использования механизмов государственно-частного партнерства необходим мониторинг проектов со стороны регулирующих органов, обеспечивающий своевременность их реализации и контроль финансовых рисков для проектов, в которых задействованы меры государственной поддержки.

Эффективное взаимодействие между банками, институтами развития и государством будет спо-

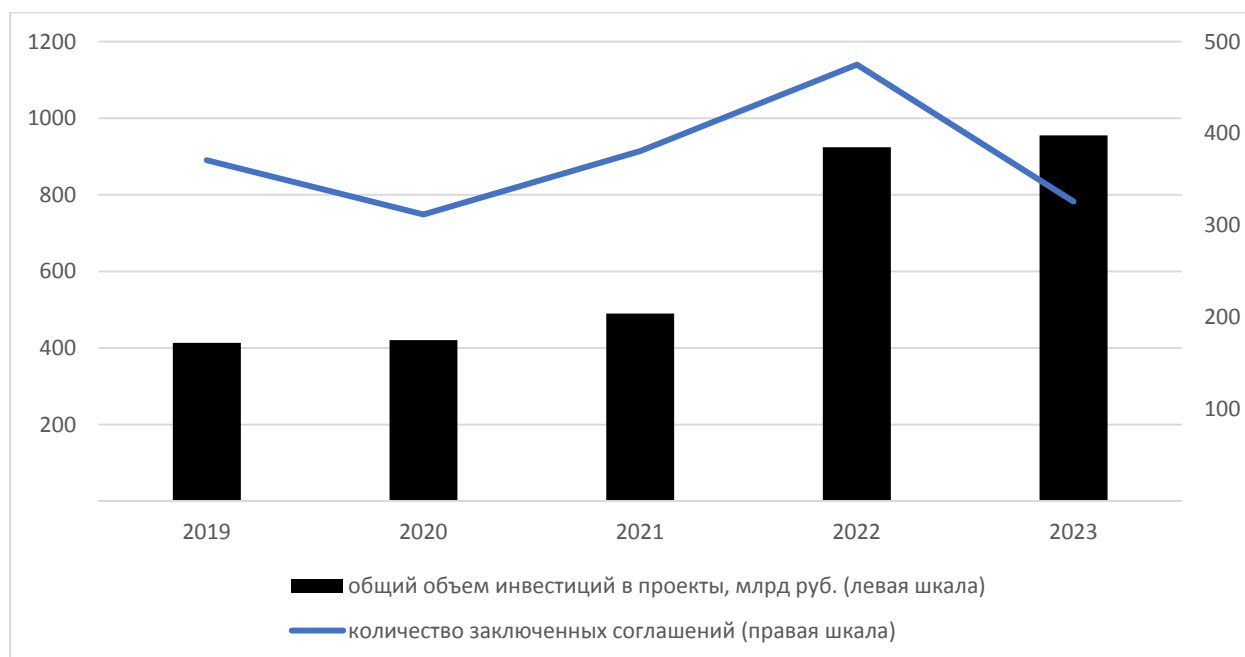


Рис. 2 / Fig. 2. Проекты государственно-частного партнерства в российской экономике / Public Private Partnerships in the Russian Economy, Bln Rub

Источник / Source: составлено автором на основе данных Минэкономразвития России / Compiled by the author based on the data of Ministry of Economic Development of Russia. URL: <https://cdnweb.roscongress.org/upload/medialibrary/be5/%D0%94%D0%B0%D0%B8%CC%86%D0%B4%D0%B6%D0%B5%D1%81%D1%82%20%D0%93%D0%A7%D0%9F.pdf?17168946212577484> (дата обращения: 05.10.2024) / (accessed on 05.10.2024).

способствовать своевременной реализации проектов и диверсификации источников их финансирования. В условиях высокой волатильности рублевых процентных ставок структурирование сделок проектного финансирования предполагает привлечение институтов развития и банков к хеджированию процентных рисков заемщика. Удлинению горизонтов планирования для участников сделок и повышению уровня предсказуемости рынка также будет способствовать сохранение действующих мер государственной поддержки, а также обеспечение прозрачных механизмов их применения.

Важное значение для привлечения инвестиций имеет привлечение компаний из стран БРИКС к участию в проектах. В условиях ограниченности бюджетных ресурсов и необходимости развития инфраструктуры использование инструментов государственно-частного партнерства для стран БРИКС становится все более актуальным¹. В государствах — участниках объединения накоплен значительный опыт реализации проектов и управления их рисками [33]. В исследовании [34] авто-

рами подчеркивается необходимость привлечения инвестиций из дружественных стран и развития совместных производств для снижения негативного воздействия внешних факторов. Проектное финансирование будет способствовать решению данных задач. Развитию данного сегмента также содействует расширение практики привлечения Нового банка развития к реализации проектов, влияющих на структурную трансформацию российской экономики и укрепление финансового сотрудничества с дружественными странами.

Облигационный рынок является одним из важнейших источников привлечения заемных средств для российских компаний. Несмотря на значительный рост объемов рынка, он по-прежнему остается недостаточным с учетом стоящих перед российской экономикой задач (рис. 3).

Одной из ключевых функций облигационного рынка является трансформация сбережений в долгосрочные инвестиции. Вместе с тем временная структура российского облигационного рынка свидетельствует об ограниченных возможностях привлечения средств для реализации долгосрочных проектов (рис. 4).

Развитие российского облигационного рынка необходимо кредитным организациям для формирования диверсифицированных портфелей. Рост

¹ United Nations Conference on Trade and Development. BRICS Investment Report. 2023. URL: https://unctad.org/system/files/official-document/diae2023d1_en.pdf (дата обращения: 05.10.2024).

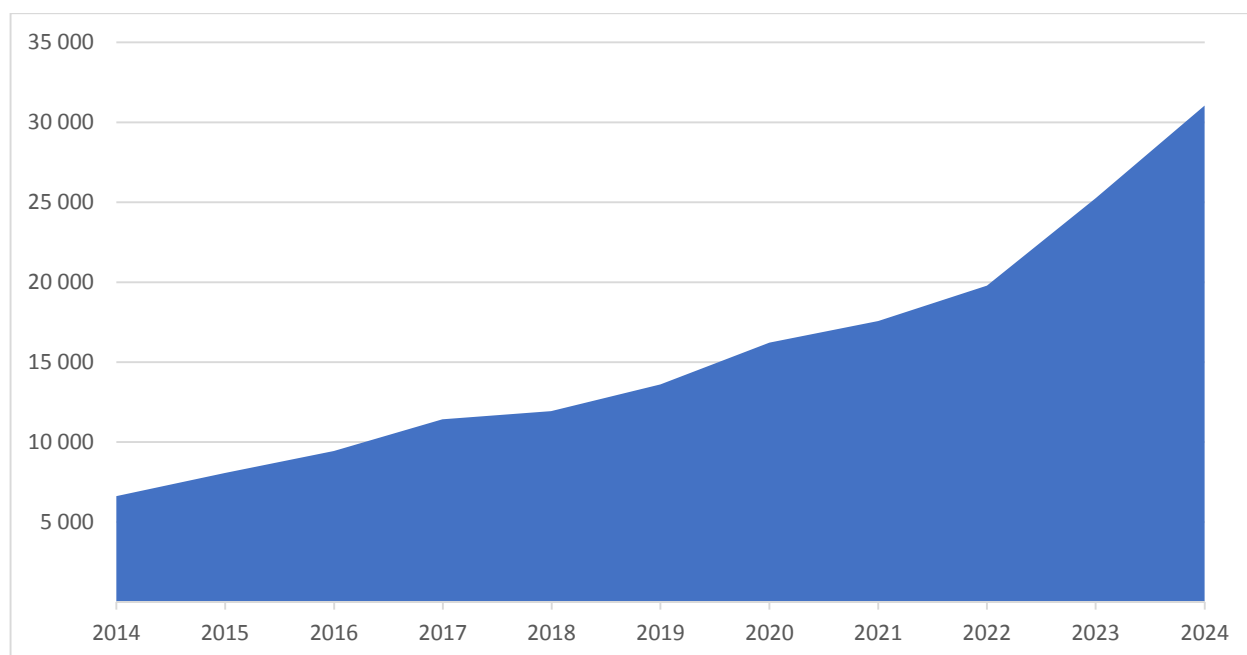


Рис. 3 / Fig. 3. Объем российского рынка корпоративных облигаций, млрд руб. / Size of Russian Corporate Bond Market, Bln Rub

Источник / Source: составлено автором на основе данных Cbonds / Compiled by the author based on the Cbonds data. URL: <https://cbonds.ru/indexes/58/> (дата обращения: 25.06.2025) / (accessed on 25.06.2025)

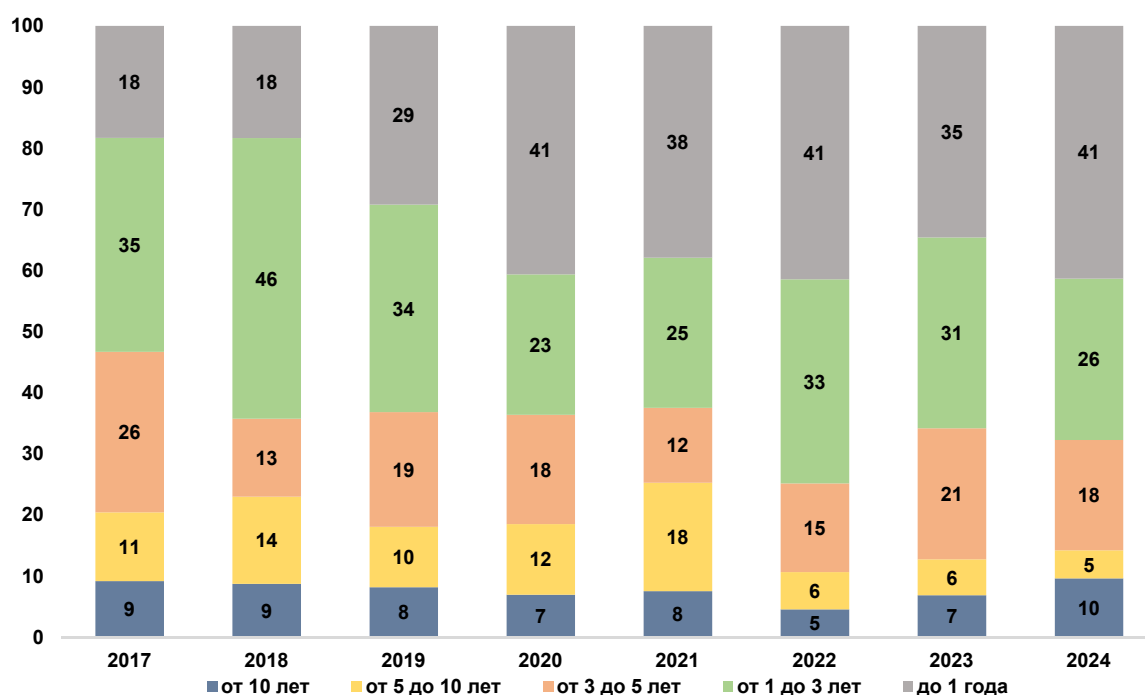


Рис. 4 / Fig. 4. Временная структура российского рынка рублевых корпоративных облигаций, в % от общего объема / Maturity Structure of the Russian Corporate Ruble Bond Market, as % of Total

Источник / Source: составлено автором на основе данных Банка России / Compiled by the author based on the Bank of Russia data. URL: https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/55197/review_2024.xlsx (дата обращения: 25.06.2025) / (accessed on 25.06.2025).

предложения на долговом рынке позволит российским банкам увеличить процентные доходы от вложений в долговые инструменты, а также получить дополнительные возможности для оказания услуг эмитентам и клиентам. Приобретение облигаций, включенных в Ломбардный список Банка России, дает банкам дополнительные возможности управлять мгновенной ликвидностью.

Увеличение потенциала облигационного рынка повысит эффективность кредитного рынка, так как цены, сложившиеся на облигационном рынке, служат ориентиром при ценообразовании кредитных продуктов. Развитие облигационного рынка обеспечит повышение связанности между ним и кредитным рынком, а также улучшит механизмы ценообразования на финансовом рынке.

Активное участие институтов развития в сделках на облигационном рынке привлечет на рынок новых эмитентов и повысит дюрацию размещаемых выпусков. Росту инвестиций в важные для экономики проекты будет способствовать выставление институтами развития публичных безотзывных офферт по долгосрочным выпускам облигаций, соответствующим установленным критериям качества.

В условиях острых проблем, с которыми сталкивается российский корпоративный сектор, предоставление государственных гарантий по выпускам облигаций, способствующим достижению целей национального развития², позволит повысить привлекательность рынка для эмитентов и инвесторов, а также создать условия реализации важных для российской экономики проектов. В качестве дополнительной составляющей мер поддержки важно использовать механизм государственного субсидирования для заемщиков процентных ставок по выпускам облигаций, способствующий развитию приоритетных секторов экономики. Инструмент государственного субсидирования представляет собой возможность компенсации компаниям части затрат на выплату купона по облигациям из средств федерального бюджета. На российском рынке имеется опыт использования данного инструмента: возможность компенсации до 70% расходов по выплате купона для адресной поддержки компаний малого и среднего бизнеса³. Использование

данного механизма для компаний, способствующих достижению целей национального развития, позволит повысить для них привлекательность облигационного рынка и создать дополнительные возможности для ускорения процессов структурной трансформации российской экономики. Механизм субсидирования купонных платежей становится особенно актуальным в условиях высоких ставок на финансовом рынке. Данные меры поддержки должны носить временный характер с учетом адаптации финансового рынка и экономических субъектов к новым условиям.

Использование налоговых инструментов в дополнение к гарантиям и субсидиям формирует синергетические эффекты от стимулирующих мер, направленных на формирование благоприятных условий функционирования финансового рынка и повышения его вклада в развитие экономики. В целях сохранения тенденции к приходу на долговой рынок частных инвесторов необходимо дальнейшее совершенствование налоговых механизмов посредством освобождения купонных выплат по облигациям от налога на доходы физлиц.

На сегодняшний день объем российского рынка акций не соответствует масштабам стоящих перед российской экономикой задач и не обеспечивает привлечение инвестиций в ключевые отрасли. Размеры российского рынка акций значительно уступают рынкам крупных развитых и развивающихся экономик (рис. 5). Невысокие показатели капитализации указывают на то, что российский рынок акций обладает значительным потенциалом роста в случае активизации механизмов его развития. Рост капитализации российского рынка акций будет способствовать трансформации сбережений в долгосрочные инвестиции, развитию бизнеса кредитных организаций и привлечению на рынок розничных инвесторов.

Для увеличения размеров фондового рынка необходимо обеспечить благоприятные условия для размещения на бирже акций крупных и средних компаний, занимающих прочные позиции в основных секторах экономики. Важное значение имеет размещение акций через механизм IPO. Развитие сегмента IPO требует совместных усилий государства, институтов развития и кредитных организаций на основе применения финансовых механизмов поддержки эмитентов, участия институтов развития в размещении выпусков и обеспечения доступности необходимой для инвесторов информации.

акций и облигаций и выплате купонного дохода по облигациям, размещенным на фондовой бирже».

² Указ Президента РФ от 07.05.2024 № 309 «О национальных целях развития Российской Федерации на период до 2030 года и на перспективу до 2036 года».

³ Постановление Правительства РФ от 30.04.2019 № 532 (ред. от 20.07.2023) «Об утверждении Правил предоставления субсидий из федерального бюджета российским организациям — субъектам малого и среднего предпринимательства в целях компенсации части затрат по выпуску

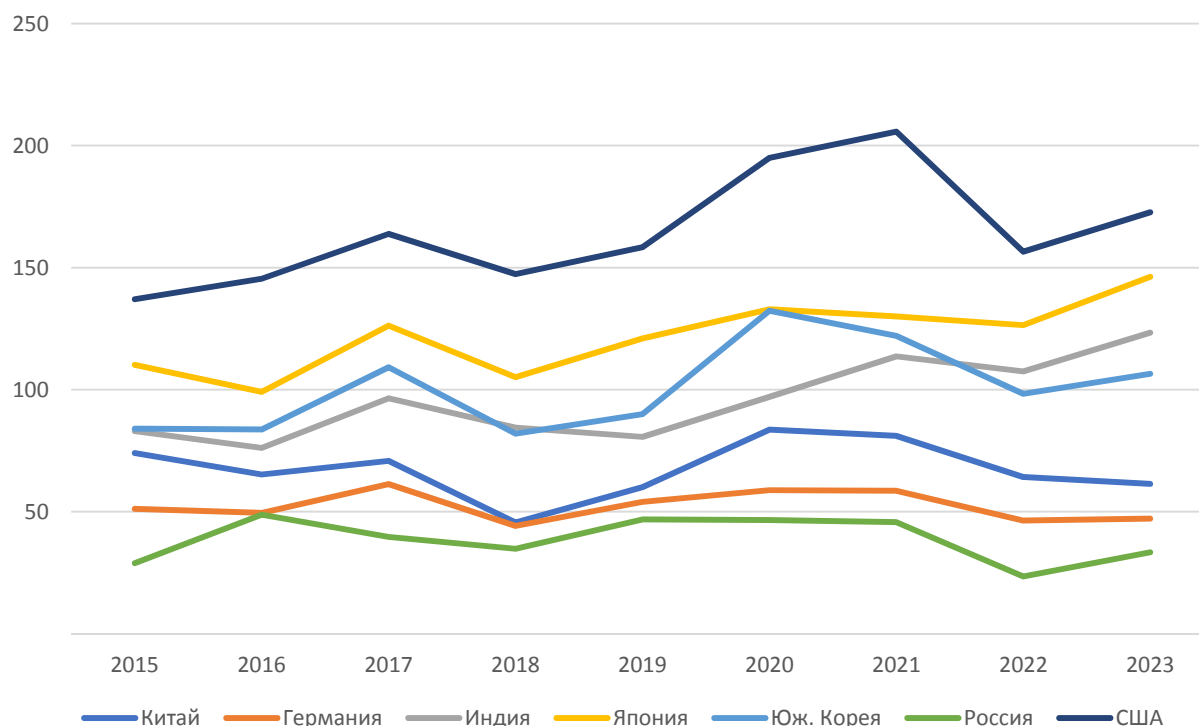


Рис. 5 / Fig. 5. Отношение капитализации котируемых акций к ВВП, в % / The Ratio of Market Capitalization of Listed Domestic Companies to GDP, in %

Источник / Source: составлено автором на основе данных Всемирного банка и CEIC / compiled by the author based on the World Bank and CEIC data. URL: <https://api.worldbank.org/v2/en/indicator/CM.MKT.LCAP.GD.ZS?downloadformat=excel> <https://www.ceicdata.com/en/indicator/united-states/market-capitalization-nominal-gdp> (дата обращения: 05.10.2024) / (accessed on 05.10.2024).

Успешное размещение акций предусматривает содействие компаниям-эмитентам со стороны организатора выпуска с целью повышения его привлекательности и расширения инвесторской базы. Основным приоритетом является привлечение в сделки розничных инвесторов. Вместе с тем участие крупных инвесторов, в том числе институтов развития, способно сформировать дополнительный интерес к размещаемым выпускам акций со стороны других участников рынка. Для формирования широкой инвесторской базы необходимо создание регулируемыми органами системы стимулов к повышению информационной прозрачности для компаний, планирующих привлечение публичного финансирования.

Государственный сектор составляет значительную часть российской экономики. Биржевые размещения акций компаний с государственным участием увеличат размер рынка и повысят интерес к нему со стороны различных категорий инвесторов. Включение акций в биржевые котировальные списки обеспечит повышение инвестиционной привлекательности и улучшит корпоративное управление посредством повышения прозрачности бизнеса, внедрения стандартов раскрытия информации и развития системы управления рисками.

Важным условием для формирования доверия со стороны российских инвесторов к инструментам фондового рынка и поддержания спроса на размещаемые выпуски акций является защита прав миноритарных акционеров. Учет интересов миноритарных акционеров обеспечит необходимый баланс интересов мажоритарных и миноритарных акционеров при управлении бизнесом, позволит миноритарным акционерам получать необходимую для принятия финансовых решений информацию и повысит прозрачность фондового рынка.

Увеличению потенциала российского рынка акций будет способствовать применение адресных мер государственной поддержки для эмитентов, обеспечивающих структурную трансформацию российской экономики. Для эмитентов, осуществляющих деятельность в ключевых отраслях экономики, должны быть предусмотрены механизмы компенсации затрат, связанных с выпуском акций на биржевом рынке в рамках IPO.

Важными индикаторами доверия инвесторов к национальному финансовому рынку являются число клиентов на брокерском обслуживании и объем их позиций (рис. 6). Рост данных показателей

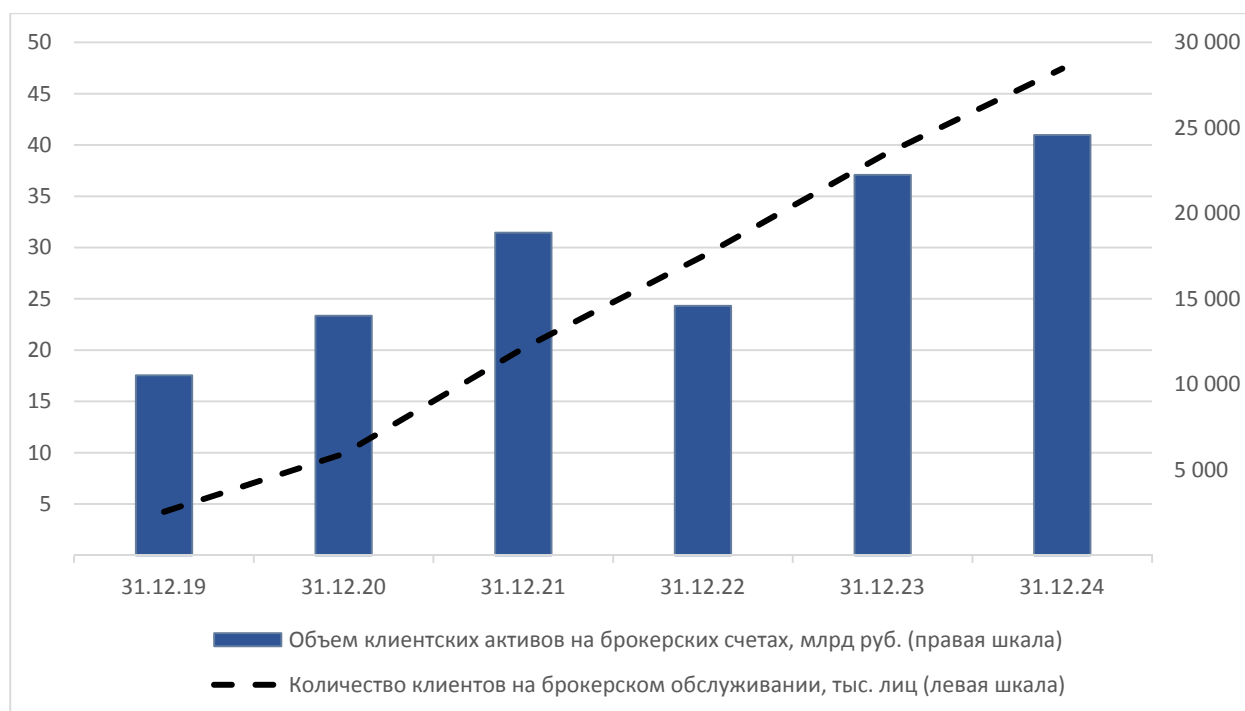


Рис. 6 / Fig. 6. Данные о количестве клиентов и объеме активов на брокерском обслуживании /
The Number of Brokerage Clients and the Total Value of the Assets

Источник / Source: составлено автором на основе данных Банка России / Compiled by the author based on the Bank of Russia data.
URL: https://www.cbr.ru/Content/Document/File/156473/d_broker..XLSX (дата обращения: 25.06.2025) / (accessed on 25.06.2025).

свидетельствует о поступательном развитии розничного сегмента рынка и доверии инвесторов к национальной финансовой инфраструктуре. Вместе с тем сохраняются возможности для дальнейшего притока средств розничных инвесторов на рынок ценных бумаг.

Несмотря на позитивную тенденцию к росту числа розничных инвесторов, сохраняются возможности для дальнейшего увеличения данного показателя. Для формирования благоприятной среды на рынке ценных бумаг принципиальное значение имеет снижение инфраструктурных рисков и повышение доверия к кредитным организациям. Доверие к финансовой инфраструктуре и институтам позволит сформировать у индивидуальных инвесторов восприятие фондового рынка в качестве инструмента управления личным капиталом.

Материальной основой доверия со стороны розничных инвесторов является прежде всего повышение уровня информационной прозрачности эмитентов посредством раскрытия финансовой отчетности и корпоративной информации, необходимой для принятия инвестиционных решений. Кроме того, в условиях ускоряющегося внедрения инновационных технологий и расширения многообразия финансовых инструментов, продуктов и услуг особое значение приобретает укрепление

взаимодействия между регулятором и кредитными организациями, направленное на повышение уровня финансовой грамотности и осведомленности участников рынка. Важно обеспечить прозрачность и понятность условий для розничных инвесторов. Решению данной задачи будет способствовать разработка рекомендаций для форм и существенных условий договоров брокерского обслуживания и доверительного управления, облегчающих сравнение условий оказания услуг у различных кредитных организаций. Совместная работа регулятора и участников рынка по разработке таких рекомендаций позволит сделать рынок более понятным для розничных инвесторов. Стандартизация процесса оказания финансовых услуг на основе общих рекомендаций должна способствовать развитию цифровых технологий и формированию конкурентной среды в данном сегменте рынка.

Совершенствованию механизмов защиты активов розничных инвесторов на рынке ценных бумаг будет способствовать внедрение системы страхования активов, хранящихся на брокерских счетах. Система страхования активов призвана дополнительно защитить инвесторов от риска банкротства или недобросовестных действий брокера.

Важным условием развития как российского рынка ценных бумаг, так и в целом финансового

рынка, является усиление финансового сотрудничества с дружественными странами и укрепление на этой основе международных финансовых отношений. Расширение финансового сотрудничества с дружественными странами позволит сохранить связь российского финансового рынка с мировой финансовой системой, привлечь на российский фондовый рынок новых инвесторов и увеличить спрос на его инструменты. Для повышения доступности российского рынка ценных бумаг для инвесторов дружественных стран необходимо расширение корреспондентских отношений с банками дружественных стран, внедрение механизма прямого доступа к инструментам организованного рынка ценных бумаг инвесторов дружественных стран, а также создание возможностей для открытия филиалов банков дружественных стран в России.

Рынок структурного финансирования способен внести значительный вклад в формирование долгосрочных источников инвестиций, а также расширить возможности инвесторов с точки зрения диверсификации портфелей. Механизмы секьюритизации характеризуются высоким уровнем гибкости и позволяют размещать выпуски с учетом потребностей инвесторов в части качества обеспечения, структурирования старших и младших траншей, а также предполагаемой дюрации выпусков. Старшие транши облигаций способны обеспечить достаточный уровень кредитного качества для инвесторов. Включение структурированных облигаций в Ломбардный список Банка России в случае выполнения установленных требований позволит покупателям регулировать собственную ликвидность, используя их в качестве залогового обеспечения для привлечения фондирования.

Увеличение потенциала российского внутреннего рынка секьюритизации будет способствовать развитию бизнеса кредитных организаций и формированию дополнительных возможностей для инвесторов при формировании портфелей. Использование механизмов секьюритизации в сочетании с мерами государственной поддержки малого и среднего бизнеса, жилищного строительства и проектов государственно-частного партнерства создаст синергетические эффекты на финансовом рынке и даст дополнительный импульс развитию отдельных отраслей российской экономики.

Для российских банков секьюритизация кредитных портфелей сформирует новый источник привлечения долгосрочного финансирования. Сделки секьюритизации создают для кредитных организаций дополнительные механизмы управле-

ния собственной ликвидностью и достаточностью капитала, а также позволяют получить средства для выдачи новых кредитов. Универсальность данного механизма позволяет осуществлять секьюритизацию различных кредитов, в том числе ипотечных, автокредитов или кредитов малому и среднему бизнесу.

Ключевым условием развития рынка секьюритизации является его прозрачность для инвесторов. Прозрачность рынка секьюритизации способствует привлечению на рынок новых инвесторов и улучшению механизма ценообразования торгуемых инструментов. Инвесторам должна быть понятна структура сделок секьюритизации, а также качество активов, лежащих в основе размещаемых выпусков. Обеспечению прозрачности рынка секьюритизации и росту доверия со стороны инвесторов к таким инструментам будет способствовать раскрытие необходимой информации о размещаемых выпусках, а также наличие у выпусков рейтинга от российских рейтинговых агентств.

На российском финансовом рынке имеется успешный опыт размещения структурированных облигаций. Практически весь объем размещенных выпусков приходится на облигации с ипотечным покрытием. В исследовании авторы [35] указывают на рост популярности сегмента ипотечной секьюритизации среди эмитентов и инвесторов. Вместе с тем возможности секьюритизации используются не в полной мере. Рынок ипотечной секьюритизации, несмотря на положительную динамику, является небольшим по своим размерам (рис. 7). Новые выпуски неипотечной секьюритизации носят единственный характер⁴.

Дальнейшее развитие рынка секьюритизации в России не только создает новые возможности для развития ипотечного кредитования, но также является важным с точки зрения повышения доступности жилья. Увеличение объемов секьюритизации не вызовет значительных рисков перегрева на рынке жилой недвижимости. Результаты исследования [36] подтверждают отсутствие устойчивой положительной связи между ростом объема ипотечного кредитования и стоимостью жилья в России. Возможности развития рынка секьюритизации связаны как с увеличением предложения облигаций с ипотечным покрытием, так и с размещением других типов структурированных выпусков, которые практически не представлены на российском рынке. Российские кредитные организации осуществляют

⁴ По данным Cbonds. URL: <https://cbonds.ru/indexes/18071/> (дата обращения: 05.10.2024).

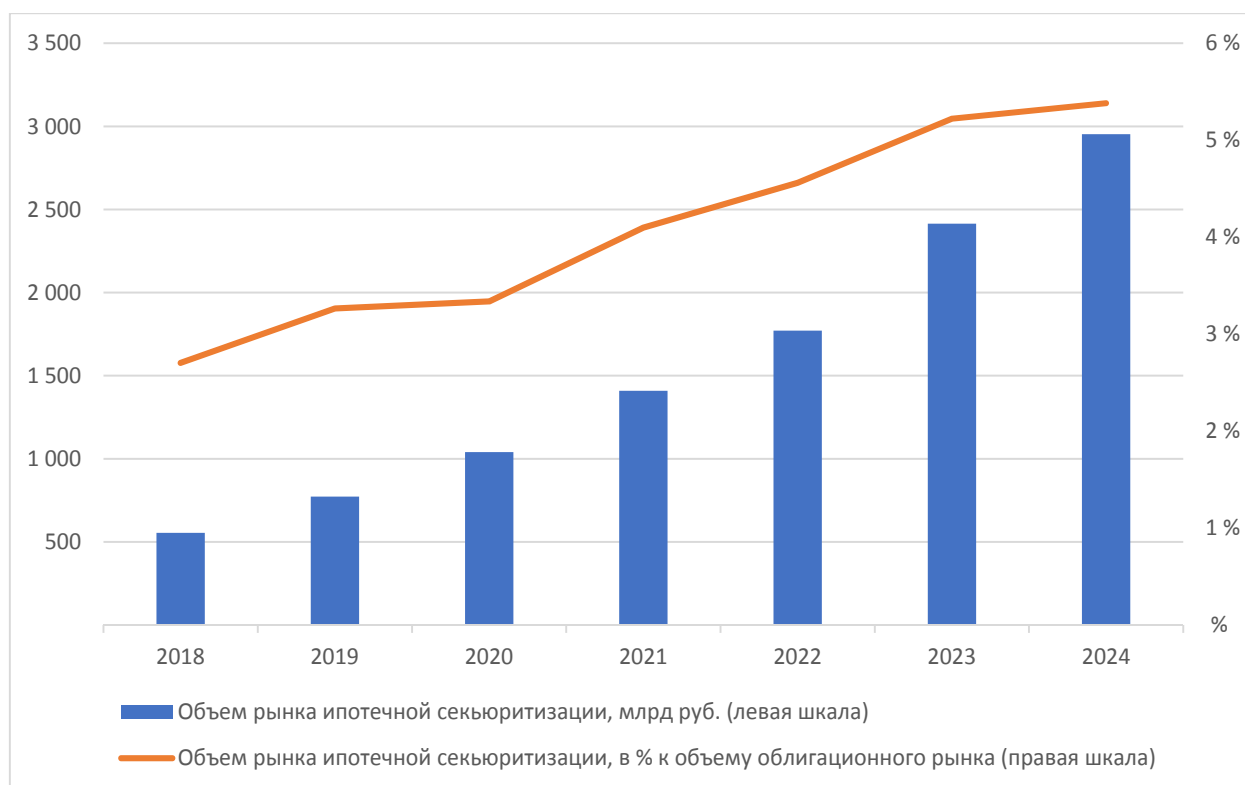


Рис. 7 / Fig. 7. Объем рынка ипотечной секьюритизации в России / Size of Mortgage Securitization Market in Russia

Источник / Source: составлено автором на основе данных Cbonds / Compiled by the author based on the statistical data provided by Cbonds. URL: <https://cbonds.ru/indexes/18129/>; <https://cbonds.ru/indexes/10197/> (дата обращения: 25.06.2025) / (accessed on 25.06.2025).

выдачу кредитов в объемах, достаточных для развития рынка секьюритизации (рис. 8).

Решение задачи ускоренной трансформации российской экономики на основе внутренних ресурсов предусматривает использование механизмов государственной поддержки данного сегмента рынка. Наряду с созданием благоприятной регуляторной среды, важным направлением такой поддержки является покупка продуктов секьюритизации институтами развития. Приобретение структурированных облигаций институтами развития в рамках государственных программ поддержки структурной трансформации экономики способно стать дополнительным механизмом поддержки перспективных отраслей. Реализация программ покупки структурированных выпусков позволит воздействовать как на масштабы кредитования, так и на уровне кредитных спредов в соответствующих отраслях. Участие институтов развития в размещении выпусков, соответствующих установленным критериям кредитного качества, также позволит сформировать дополнительный интерес к данному сегменту со стороны участников рынка.

Развитие рынка структурного финансирования посредством размещения облигаций, обеспеченных кредитами малому и среднему бизнесу; договорами лизинга; факторинга; кредитами, связанными с достижением целей устойчивого развития; а также кредитами в рамках сделок проектного финансирования будет способствовать повышению прозрачности финансового рынка, увеличению предложения обращающихся на финансовом рынке инструментов и формированию дополнительных источников долгосрочного финансирования.

Для поддержки структурной трансформации российской экономики необходимо создание условий для роста инвестиционной активности на основе использования потенциала публичных рынков финансовых инструментов, продуктов кредитных организаций, государства и институтов развития. Необходимо формирование финансовой структуры, обеспечивающей максимальное использование всех внутренних источников инвестиций. Для этого важно понимание финансового рынка как единого взаимосвязанного пространства, обеспечивающего формирование синергетических эффектов на основе привлечения частных и государственных

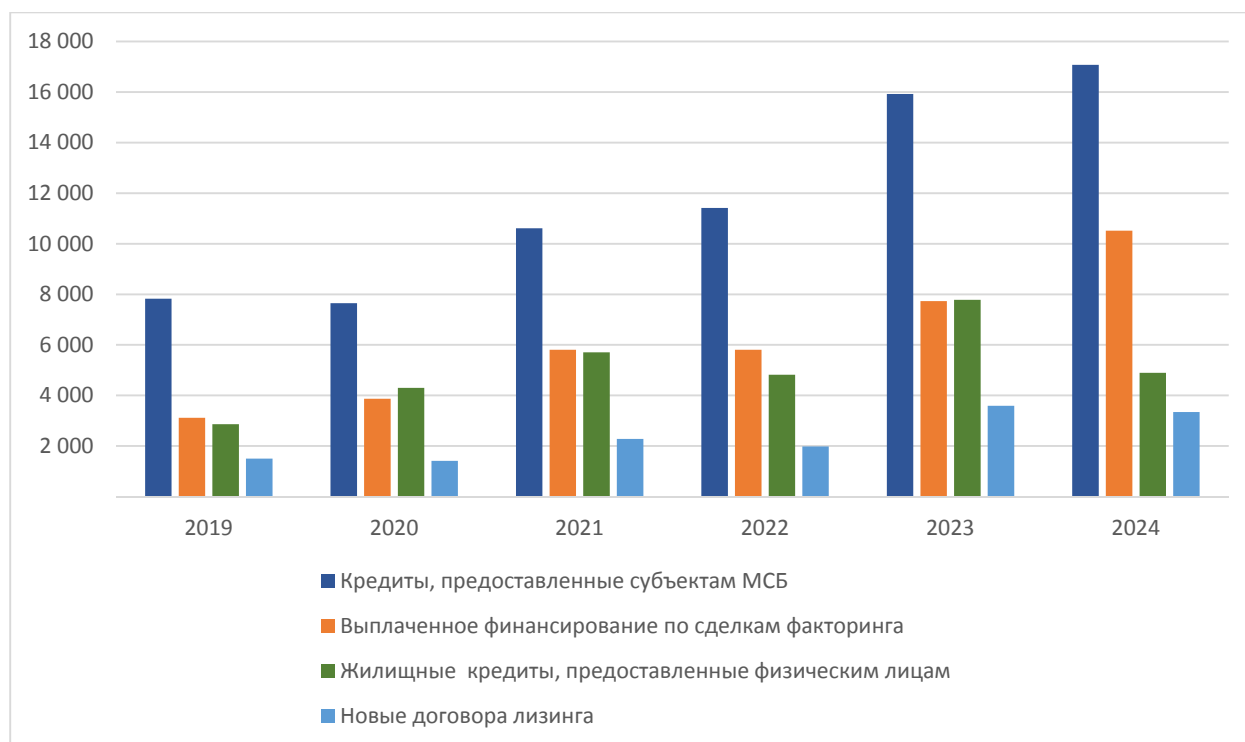


Рис. 8 / Fig. 8. Объемы кредитов, предоставленные российским экономическим субъектам, млрд руб. / Loans to Russian Economic Entities, Bln Rub

Источник / Source: составлено автором на основе данных Евразийской экономической комиссии, Эксперт РА, Ассоциации факторинговых компаний / Compiled by the author based on the statistical data provided by the Eurasian Economic Commission, Expert RA, Association of factoring companies. URL: https://eec.eaeunion.org/comission/departement/dep_stat/fin_stat/time_series/Den_kred_stat_31_Y.xls; https://raexpert.ru/uploaded_struct_files/1000062582.pdf; https://asfact.ru/wp-content/uploads/afc-y2024_open_upd.pdf; https://eec.eaeunion.org/comission/departement/dep_stat/fin_stat/time_series/Den_kred_stat_19_1_Y.xls (дата обращения: 25.06.2025) / (accessed on 25.06.2025).

инвестиций, увеличения объемов долгосрочного финансирования, развития бизнеса кредитных организаций, расширения возможностей розничных инвесторов, учета целей устойчивого развития и внедрения цифровых технологий. Важной задачей является повышение связанности между различными сегментами финансового рынка. Опираясь на проведенное исследование, ключевые меры, направленные на развитие российского финансового рынка, обобщены на рис. 9.

ВЫВОДЫ

В настоящей статье выявлены ключевые факторы и направления развития финансового рынка в условиях трансформации мировой финансовой системы в направлении многополярности. Отмечена возрастающая роль финансового рынка и отдельных его сегментов для успешного финансового развития в контексте продолжающихся процессов финансиализации и ускорения темпов внедрения цифровых технологий. Результаты проведенного исследования показывают, что

к ключевым проблемам российского финансового рынка относятся его низкая глубина и емкость, а также недостаточный уровень развития отдельных сегментов финансового рынка. Финансовый рынок в недостаточной мере способствует росту инвестиций и структурной трансформации российской экономики. Основным условием повышения роли финансового рынка в обеспечении структурной трансформации российской экономики является поддержание доверия к нему со стороны участников финансовых отношений. Решение данной задачи предусматривает проведение государственной политики, направленной на обеспечение финансовой стабильности, стимулирование инвестиционной активности, развитие финансовой инфраструктуры, а также поддержание доверия к финансовому рынку со стороны экономических субъектов.

Выполненное исследование вносит вклад в теоретическую и прикладную финансовую науку в части предложенных методологических подходов к разработке государственной политики, направленной на

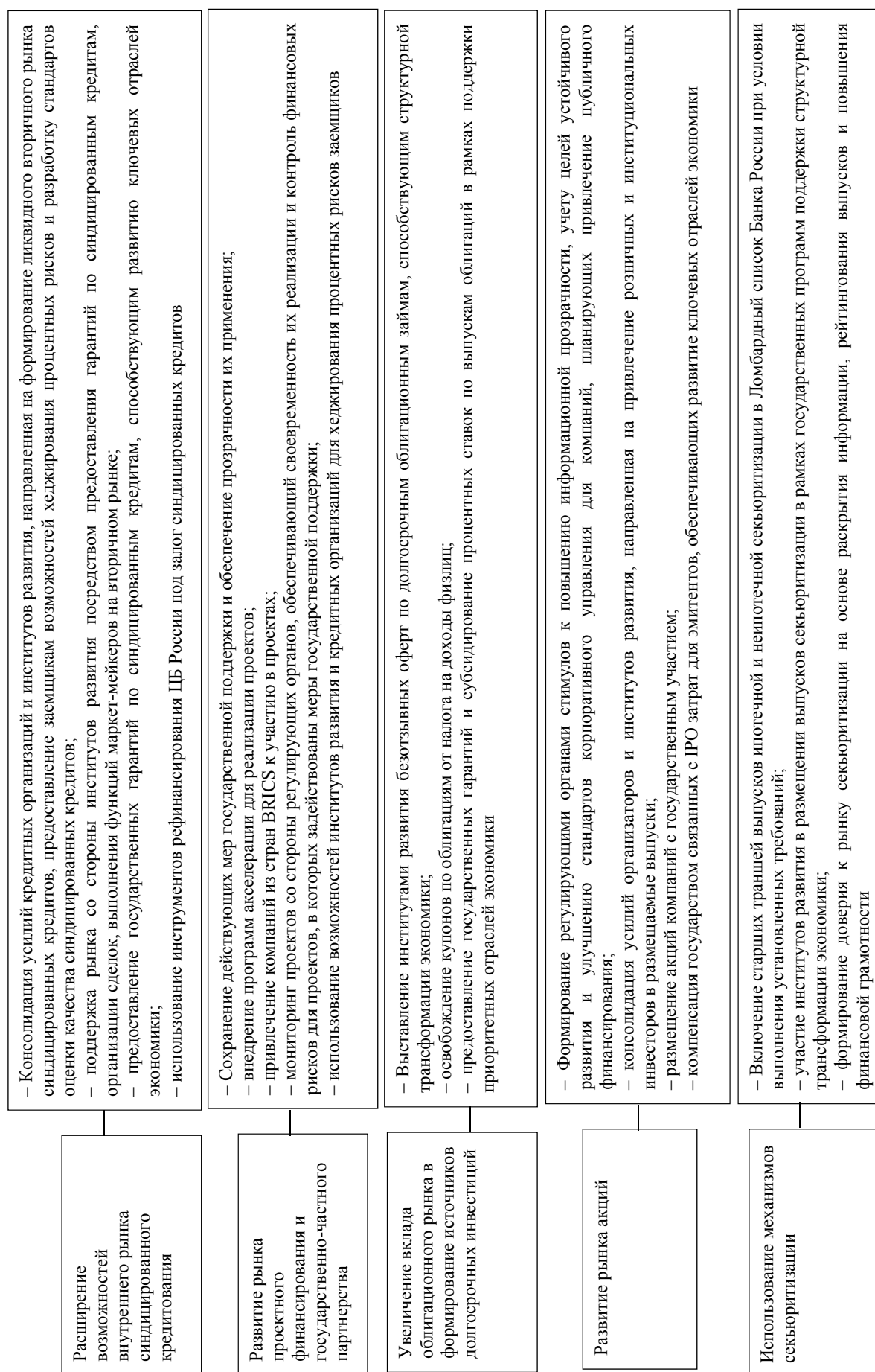


Рис. 9 / Fig. 9. Меры, направленные на развитие российского финансового рынка / Measures Aimed at Development of the Russian Financial Market
Источник / Source: составлено автором / Compiled by the author.

поддержку финансового рынка, и формированию на этой основе ключевых направлений развития российского финансового рынка в новых условиях. Проведенное исследование позволило сформулировать рекомендации, направленные на формирование финансовой структуры, обеспечивающей использование внутренних источников инвестиций. В исследовании предложены финансовые механизмы, включающие в себя налоговые стимулы, гарантии, субсидии, а также инструменты рефинансирования Банка России, способствующие ускорению структурной трансформации российской экономики. Активизация деятельности институтов развития на финансовом рынке предусматривает использование механизма увеличения их капитала за счет средств федерального бюджета при обеспечении прозрачности реализуемых проектов. Важность инструментов государственной финансовой поддержки возрастает в условиях неблагоприятного воздействия внешних факторов.

Сделан вывод о необходимости консолидации усилий государства, институтов развития и участников рынка в направлении формирования ликвидного вторичного рынка синдицированных кредитов, расширения числа участников сделок, обеспечения прозрачности условий предоставления государственных гарантий, структурирования сделок с использованием инструментов хеджирования процентных рисков для заемщиков и развития механизмов секьюритизации выданных кредитов. В качестве меры поддержки данного сегмента предлагается использование специализированных механизмов рефинансирования Банка России, предполагающих использование синдицированных кредитов в качестве залога.

В работе показано, что развитие рынков синдицированного кредитования и проектного финансирования позволит привлечь дополнительные

инвестиции, необходимые для структурной трансформации российской экономики, укрепления внешнеэкономического сотрудничества с дружественными странами и развития инфраструктуры. Расширение практики использования механизмов проектного финансирования и государственно-частного партнерства предусматривает участие институтов развития в сделках, использование инструментов фондового рынка, учет целей устойчивого развития, оптимизацию взаимодействия участников сделок посредством внедрения цифровых технологий, а также стабильное и прозрачное применение мер государственной поддержки.

Предложены меры, направленные на повышение глубины и емкости фондового рынка, а также увеличение возможностей привлечения долгосрочного финансирования. Сделан вывод о необходимости участия институтов развития в размещении выпусков ценных бумаг, а также использовании механизмов государственной поддержки эмитентов. Предложены рекомендации, направленные на увеличение числа эмитентов и инвесторов на фондовом рынке, достижение баланса интересов участников финансовых отношений, а также совершенствование механизмов защиты инвесторов.

В работе подчеркнута важность развития сегментов ипотечной и неипотечной секьюритизации. В качестве мер, направленных на развитие рынка секьюритизации, предложено повышение его прозрачности посредством раскрытия необходимой информации и рейтингования выпусков, а также приобретение институтами развития структурированных выпусков в рамках программ отраслевой поддержки. Сделан вывод о важности включения обеспеченных облигаций в Ломбардный список Банка России при условии соответствия установленным критериям кредитного качества.

БЛАГОДАРНОСТИ

Статья подготовлена по результатам исследований, выполненных за счет бюджетных средств по государственному заданию Финансовому университету при Правительстве Российской Федерации. Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, Москва, Российская Федерация.

ACKNOWLEDGEMENTS

The article is based on the results of research carried out at the expense of budgetary funds under the state assignment of the Financial University under the Government of the Russian Federation. Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow, Russian Federation.

СПИСОК ИСТОЧНИКОВ / REFERENCES

1. Холопов А.В. Глобальные дисбалансы: эволюция подходов. *Мировая экономика и международные отношения*. 2022;66(9):19–28. DOI: 10.20542/0131–2227–2022–66–9–19–28
Kholopov A.V. Global Imbalances: Evolution of approaches. *Mirovaya ekonomika i mezhdunarodnye otnosheniya = World Economy and International Relations*. 2022;66(9):19–28. (In Russ.). DOI: 10.20542/0131–2227–2022–66–9–19–28

2. Балюк И.А., Балюк М.А. Проблема асимметричности развития мирового финансового рынка. *Финансы: теория и практика*. 2022;26(6):72–87. DOI: 10.26794/2587–5671–2022–26–6–72–87
Balyuk I.A., Balyuk M.A. The problem of asymmetric development of the global financial market. *Finance: Theory and Practice*. 2022;26(6):72–87. DOI: 10.26794/2587–5671–2022–26–6–72–87
3. Абрамов А.Е., Радыгин А.Д., Чернова М.И. Российский фондовый рынок: тенденции, вызовы, ориентиры развития. *Вопросы экономики*. 2021;(11):5–32. DOI: 10.32609/0042–8736–2021–11–5–32
Abramov A.E., Radygin A.D., Chernova M.I. Russian stock market: Trends, challenges and solutions. *Voprosy ekonomiki*. 2021;(11):5–32. (In Russ.). DOI: 10.32609/0042–8736–2021–11–5–32
4. Мишина В.Ю., Хомякова Л.И. Структурная трансформация российского валютного рынка: дедолларизация, децентрализация, делокализация. *Проблемы прогнозирования*. 2023;(3):134–145. DOI: 10.47711/0868–6351–198–134–145
Mishina V. Yu., Khomyakova L. I. Structural transformation of the Russian foreign exchange market: Dedollarization, decentralization, delocalization. *Studies on Russian Economic Development*. 2023;34(3):372–380. DOI: 10.1134/S 1075700723030103 (In Russ.: *Problemy prognozirovaniya*. 2023;(3):134–145. DOI: 10.47711/0868–6351–198–134–145).
5. Панкова В.А. Розничные финансовые рынки как катализатор развития финансового сектора. *Вопросы экономики*. 2021;(11):33–53. DOI: 10.32609/0042–8736–2021–11–33–53
Pankova V.A. Retail financial markets as a driver for the development of financial sector. *Voprosy ekonomiki*. 2021;(11):33–53. (In Russ.). DOI: 10.32609/0042–8736–2021–11–33–53
6. Щербakov Г.А. Цифровые экосистемы как инструмент достижения конкурентных преимуществ на финансовом рынке: системный анализ проблемы. *МИР (Модернизация. Инновации. Развитие)*. 2022;13(1):42–59. DOI: 10.18184/2079–4665.2022.13.1.42–59
Shcherbakov G.A. Digital ecosystems as a way to achieve competitive advantages in the financial market: System analysis of the problem. *MIR (Modernizatsiya. Innovatsii. Razvitie) = MIR (Modernization. Innovation. Research)*. 2022;13(1):42–59. (In Russ.). DOI: 10.18184/2079–4665.2022.13.1.42–59
7. Исупова Е.Н., Варт С.Ю., Бекарева С.В. Влияет ли доступность финансовых услуг на уровень благосостояния населения РФ? *Вестник Санкт-Петербургского университета. Экономика*. 2024;40(1):102–126. DOI: 10.21638/spbu05.2024.105
Isupova E. N., Vart S. Yu., Bekareva S. V. Does the availability of financial services affect the level of population well-being in the Russian Federation? *Vestnik Sankt-Peterburgskogo universiteta. Ekonomika = St. Petersburg University Journal of Economic Studies*. 2024;40(1):102–126. (In Russ.). DOI: 10.21638/spbu05.2024.105
8. Mehrotra A., Schanz J., et al. Financial market development, monetary policy and financial stability in emerging market economies. BIS Paper. 2020;(113). URL: <https://www.bis.org/publ/bppdf/bisap113.pdf>
9. Стерник С.Г., Сафронова Н.Б. Финансиализация рынков недвижимости как макроэкономический тренд цифровой экономики. *Проблемы прогнозирования*. 2021;(6):125–134. DOI: 10.47711/0868–6351–189–125–134
Sternik S.G., Safronova N.B. Financialization of real estate markets as a macroeconomic trend of the digital economy. *Studies on Russian Economic Development*. 2021;32(6):676–682. DOI: 10.1134/S 1075700721060149 (In Russ.: *Problemy prognozirovaniya*. 2021;(6):125–134. DOI: 10.47711/0868–6351–189–125–134).
10. Криничанский К.В., Анненская Н.Е. Понятие и перспективы финансового развития. *Вопросы экономики*. 2022;(10):20–36. DOI: 10.32609/0042–8736–2022–10–20–36
Krinichansky K.V., Annenskaya N.E. Financial development: The concept and prospects. *Voprosy ekonomiki*. 2022;(10):20–36. (In Russ.). DOI: 10.32609/0042–8736–2022–10–20–36
11. Данилов Ю.А. Современное состояние глобальной научной дискуссии в области финансового развития. *Вопросы экономики*. 2019;(3):29–47. DOI: 10.32609/0042–8736–2019–3–29–47
Danilov Yu.A. The present state of global scientific debate in the field of financial development. *Voprosy ekonomiki*. 2019;(3):29–47. (In Russ.). DOI: 10.32609/0042–8736–2019–3–29–47
12. Miller M.H. Financial markets and economic growth. *Journal of Applied Corporate Finance*. 1998;11(3):8–15. DOI: 10.1111/j.1745–6622.1998.tb00498.x
13. Allen F., Bartiloro L., Gu X., Kowalewski O. Does economic structure determine financial structure? *Journal of International Economics*. 2018;114:389–409. DOI: 10.1016/j.jinteco.2018.08.004
14. Sever C. Financial structure convergence. *International Finance*. 2022;25(1):65–83. DOI: 10.1111/inf.12403

15. Данилов Ю.А., Пивоваров Д.А. Финансовая структура: новый аспект анализа и новые результаты. *Вопросы экономики*. 2024;(3):5–26. DOI: 10.32609/0042–8736–2024–3–5–26
Danilov Yu.A., Pivovarov D.A. Financial structure: A new aspect of analysis and new results. *Voprosy ekonomiki*. 2024;(3):5–26. (In Russ.). DOI: 10.32609/0042–8736–2024–3–5–26
16. Cevik S. Is Schumpeter right? Fintech and economic growth. IMF Working Paper. 2024;(20). URL: <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/WP/2024/English/wpia2024020-print-pdf.ashx>
17. Feyen E., Frost J., Gambacorta L., et al. Fintech and the digital transformation of financial services: Implications for market structure and public policy. BIS Paper. 2021;(117). URL: <https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap117.pdf>
18. Didier Brandao T., et al. Global patterns of fintech activity and enabling factors. Fintech and the Future of Finance Flagship Technical Note. 2022;(170795). URL: <http://documents1.worldbank.org/curated/en/099735504212234006/pdf/P1730060695b370090908c0bf80ed27eba6.pdf>
19. Doerr S., Frost J., Gambacorta L., et al. Big techs in finance. BIS Working Paper. 2023;(1129). URL: <https://www.bis.org/publ/work1129.pdf>
20. Беляева Ж.С., Лопаткова Я.А. Оценка уровня цифровизации и устойчивого развития в странах европейского региона. *Экономика региона*. 2023;19(1):1–14. DOI: 10.17059/ekon.reg.2023–1–1
Belyaeva Zh.S., Lopatkova Ya.A. Cluster assessment of European countries in terms of digitalisation and sustainable development. *Ekonomika regiona = Economy of Regions*. 2023;19(1):1–14. (In Russ.). DOI: 10.17059/ekon.reg.2023–1–1
21. Bolton P., Després M., Pereira da Silva L.A., et al. The green swan: Central banking and financial stability in the age of climate change. Basel: Bank for International Settlements; 2020. 115 p. URL: <https://www.bis.org/publ/othp31.pdf>
22. Lim C.H., Basu R., Carrière-Swallow Y., et al. Unlocking climate finance in Asia-Pacific: Transitioning to a sustainable future. IMF Departmental Paper. 2024;(1). URL: <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/DP/2024/English/UCFAPEA.ashx>
23. Radzewicz-Bak B., Vacher J., et al. Preparing financial sectors for a green future: Managing risks and securing sustainable finance. IMF Departmental Paper. 2024;(2). URL: <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/DP/2024/English/PFSGFEA.ashx>
24. Rosenberg J., Tombini A., et al. Incorporating climate-related risks into international reserve management frameworks: Task force report. Basel: Bank for International Settlements; 2022. 24 p. URL: <https://www.bis.org/publ/othp54.pdf>
25. Alessi L., Ossola E., Panzica R. What greenium matters in the stock market? The role of greenhouse gas emissions and environmental disclosures. *Journal of Financial Stability*. 2021;54:100869. DOI: 10.1016/j.jfs.2021.100869
26. Perez-Saiz H., Zhang L., Iyer R. Currency usage for cross-border payments. IMF Working Paper. 2023;(72). URL: <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/WP/2023/English/wpia2023072-print-pdf.ashx>
27. Kim S., Miksjuk A., Suryakumar N., et al. Digital money, cross-border payments, international reserves, and the global financial safety net: Preliminary considerations. IMF Note. 2024;(1). URL: <https://www.elibrary.imf.org/downloadpdf/view/journals/068/2024/001/068.2024.issue-001-en.pdf>
28. Catalán M., Fendoglu S., Tsuruga T. A gravity model of geopolitics and financial fragmentation. IMF Working Paper. 2024;(196). URL: <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/WP/2024/English/wpia2024196-print-pdf.ashx>
29. Svirydzenka K. Introducing a new broad-based index of financial development. IMF Working Paper. 2016;(5). URL: https://www.imf.org/-/media/Websites/IMF/imported-full-text-pdf/external/pubs/ft/wp/2016/_wp1605.ashx
30. Бедняков А.С. Государственно-частное партнерство как модель развития публичной инфраструктуры. *Вестник МГИМО-Университета*. 2022;15(1):143–176. DOI: 10.24833/2071–8160–2022–1–82–143–173
Bednyakov A.S. Public-private partnership as a model of public infrastructure development. *Vestnik MGIMO-Universiteta = MGIMO Review of International Relations*. 2022;15(1):143–176. (In Russ.). DOI: 10.24833/2071–8160–2022–1–82–143–173
31. Белев С.Г., Векерле К.В., Соколов И.А. Факторы возникновения государственно-частного партнерства: эмпирический анализ. *Вопросы экономики*. 2021;(7):107–122. DOI: 10.32609/0042–8736–2021–7–107–122
Belev S. G., Vekerle K. V., Sokolov I. A. Determinants of the public-private partnership' use: An empirical analysis. *Voprosy ekonomiki*. 2021;(7):107–122. (In Russ.). DOI: 10.32609/0042–8736–2021–7–107–122

32. Тарасова О.В. Пространственная диалектика государственно- частного партнерства в России. *Проблемы прогнозирования*. 2021;(2):130–141. DOI: 10.47711/0868–6351–185–130–141
Tarasova O.V. Spatial dialectics of public-private partnership in Russia. *Studies on Russian Economic Development*. 2021;32(2):206–213. DOI: 10.1134/S 1075700721020143 (In Russ.: *Problemy prognozirovaniya*. 2021;(2):130–141. DOI: 10.47711/0868–6351–185–130–141).
33. Краснопеева Н.А., Морозкина А.К. Условные бюджетные обязательства по проектам ГЧП в России и БРИКС: оценка и механизмы снижения рисков. *Вестник международных организаций: образование, наука, новая экономика*. 2021;16(4):146–170. DOI: 10.17323/1996–7845–2021–04–07
Krasnopееva N., Morozkina A. Contingent liabilities of public-private partnerships (PPPs) in Russia and BRICS countries: Assessment and risk mitigation mechanisms. *Vestnik mezhdunarodnykh organizatsii: obrazovanie, nauka, novaya ekonomika = International Organisations Research Journal*. 2021;16(4):146–170. (In Russ.). DOI: 10.17323/1996–7845–2021–04–07
34. Симачев Ю.В., Яковлев А.А., Голикова В.В. и др. Российские промышленные компании в условиях «второй волны» санкционных ограничений: стратегии реагирования. *Вопросы экономики*. 2023;(12):5–30. DOI: 10.32609/0042–8736–2023–12–5–30
Simachev Yu.V., Yakovlev A.A., Golikova V.V., et al. Russian industrial companies under the “second wave” of sanctions: Response strategies. *Voprosy ekonomiki*. 2023;(12):5–30. (In Russ.). DOI: 10.32609/0042–8736–2023–12–5–30
35. Ниязбекова Ш.У., Моттаева А.Б., Ерошкин С.Ю., Кришталь М.Г. Тенденции развития ипотечных ценных бумаг в современных условиях. *МИР (Модернизация. Инновации. Развитие)*. 2022;13(2):322–341. DOI: 10.18184/2079–4665.2022.13.2.322–341
Niyazbekova Sh.U., Mottaeva A.B., Eroshkin S. Yu., Krishtal M.G. Trends in the development of mortgage-backed securities in modern condition. *MIR (Modernizatsiya. Innovatsii. Razvitie) = MIR (Modernization. Innovation. Research)*. 2022;13(2):322–341. (In Russ.). DOI: 10.18184/2079–4665.2022.13.2.322–341
36. Мишура А.В. Ипотечное кредитование и цены на жилье: необоснованные обвинения? *Вопросы экономики*. 2023;(3):63–82. DOI: 10.32609/0042–8736–2023–3–63–82
Mishura A.V. Mortgage lending and housing prices in Russia: Unfounded accusations? *Voprosy ekonomiki*. 2023;(3):63–82. (In Russ.). DOI: 10.32609/0042–8736–2023–3–63–82

ИНФОРМАЦИЯ ОБ АВТОРЕ / ABOUT THE AUTHOR



Дмитрий Михайлович Сахаров — кандидат экономических наук, доцент кафедры мировой экономики и мировых финансов, Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, Москва, Российская Федерация
Dmitry M. Sakharov — Cand. Sci. (Econ.), Assoc. Prof. of the Department of World Economics and World Finance, Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow, Russian Federation
<https://orcid.org/0000-0002-0628-0133>
dmsakharov@fa.ru

Конфликт интересов: автор заявляет об отсутствии конфликта интересов.
Conflicts of Interest Statement: The author has no conflicts of interest to declare.

Статья поступила в редакцию 05.11.2024; после рецензирования 10.12.2024; принята к публикации 27.01.2025.

Автор прочитал и одобрил окончательный вариант рукописи.

The article was submitted on 05.11.2024; revised on 10.12.2024 and accepted for publication on 27.01.2025.

The author read and approved the final version of the manuscript.