

DOI: 10.26794/1999-849X-2018-11-6-6-15

УДК 339.972(045)

JEL E22, F21, O50



# Развитие рынка долгосрочных инвестиций: современные преобразования в национальном механизме финансирования экономического роста

И.А. Яковлев<sup>а</sup>, Л.С. Кабир<sup>б</sup>Научно-исследовательский финансовый институт  
Минфина России, Москва, Россия<sup>а</sup> [https://ORCID 0000-0002-6820-4689](https://ORCID.org/0000-0002-6820-4689)<sup>б</sup> [https://ORCID 0000-0002-0665-8992](https://ORCID.org/0000-0002-0665-8992)

## АННОТАЦИЯ

Экономический рост и его устойчивость зависят от объемов и динамики долгосрочных инвестиций, которые требуют тщательного прогнозирования будущего. Поэтому в статье анализируется проделанная Россией в 2016–2018 гг. работа по развитию долгосрочного финансирования инвестиций. *Актуальность исследования* обусловлена необходимостью поиска новых и развития существующих источников финансирования экономического роста России. *Предметом исследования* стала совокупность мероприятий, реализуемых Россией в рамках плана развития национального финансового рынка в сопоставлении с рекомендациями по развитию финансирования долгосрочных инвестиций институциональными инвесторами. *Цель работы* – формулировка предложений по внедрению в практику национального финансового регулирования рекомендаций, исходящих с глобального уровня управления и предлагающих национальным правительствам набор действий, по поддержке долгосрочного инвестирования институциональными инвесторами.

По итогам исследования *сделаны выводы* о приоритете в российской финансовой политике решений, направленных на преодоление национальных проблем развития, в сравнении с решениями, имеющими своей целью гармонизацию отношений в инвестиционной сфере и создание благоприятных условий для иностранных институциональных инвесторов.

Установлено, что главным критерием для принятия того или иного решения в финансовой сфере в Российской Федерации должны выступать достигаемый уровень развития, стоящие перед обществом задачи и имеющиеся ресурсы и возможности, включая уровень терпимости (или нетерпимости) международного окружения. Именно эту позицию в настоящее время демонстрирует национальный финансовый регулятор.

**Ключевые слова:** инвестиции; финансирование; регулирование инвестиций; долгосрочное инвестирование; институциональные инвесторы; Российская Федерация; «Группа 20»; ОЭСР; экономический рост

**Для цитирования:** Яковлев И.А., Кабир Л.С. Развитие рынка долгосрочных инвестиций: современные преобразования в национальном механизме финансирования экономического роста. *Экономика. Налоги. Право.* 2018;11(6):6-15. DOI: 10.26794/1999-849X-2018-11-6-6-15

## Development of the Long-Term Investment Market: Modern Transformations in the National Mechanism for Economic Growth Financing

I.A. Yakovlev<sup>а</sup>, L.S. Kabir<sup>б</sup>

Financial Research Institute of the Russian Finance Ministry, Moscow, Russia

<sup>а</sup>[https://ORCID 0000-0002-6820-4689](https://ORCID.org/0000-0002-6820-4689)<sup>б</sup>[https://ORCID 0000-0002-0665-8992](https://ORCID.org/0000-0002-0665-8992)

## ABSTRACT

The economic growth and its sustainability depend on volumes and dynamics of long-term investments that require careful forecast of the future. Therefore, the paper analyzes the development of long-term investment financing in Russia in 2016–2018. *The relevance of the research* stems from the need to seek new and develop existing sources of funding the economic growth in Russia. *The subject of the research* is a set of measures implemented in the framework of the national

financial market development plan, compared with recommendations of global level institutional investors related to long-term investment financing. The *purpose of the research* was to formulate proposals on how to introduce global management recommendations into the national financial regulation practice and offer a set of actions to national governments to support long-term investment by institutional investors.

Based on the research findings, *it is concluded* that the priority in the Russian financial policy should be given to decisions towards overcoming national development problems rather than to decisions aimed at harmonization of relations in the investment sphere and creation of favorable conditions for foreign institutional investors. It has been stated that the main criterion for making a financial decision in the Russian Federation should be development level achieved, challenges facing society as well as available resources and opportunities, including the tolerance (or intolerance) level of the international environment. This position is currently demonstrated by the national financial regulator.

**Keywords:** investment; financing; investment regulation; long-term investment; institutional investors; the Russian Federation; "Group 20"; OECD; economic growth

**For citation:** Yakovlev I.A., Kabir L.S. Development of the long-term investment market: Modern transformations in the national mechanism for economic growth financing. *Economics, taxes & law*. 2018;11(6):6-15. DOI: 10.26794/1999-849X-2018-11-6-6-15

## ВВЕДЕНИЕ

Долгосрочные инвесторы в экономику страны вправе рассчитывать на надежные инструменты снижения рисков и прозрачную среду для подготовки и реализации инвестиционных проектов [1, 2]. Государства накопили собственный опыт в организации взаимодействия всех заинтересованных участников инвестиционного процесса [3, 4]. Анализ зарубежного опыта в сопоставлении с отечественной практикой позволяет находить новые подходы к решению возникающих проблем посредством применения апробированных на практике технологий, инструментов, рекомендаций, в том числе разрабатываемых объединенными группами экспертов стран ОЭСР и «Группы 20» («Группа двадцати», G20).

В частности, принципы «Группы 20» / ОЭСР по финансированию долгосрочных инвестиций институциональными инвесторами<sup>1</sup> (далее — Принципы) представляют собой набор действий, рекомендуемых правительствам и руководящим органам институциональных инвесторов, а также регулирующим и контрольным органам, занимающимся надзором за деятельностью институциональных инвесторов. Актуальность разработки Принципов для стран — членов ОЭСР и «Группы 20» обусловлена нарастающей конкуренцией на международном рынке инвестиций в условиях падения темпов экономического роста, растущей потребности финансирования структурных реформ и инфраструктуры [5–7], что

вызвало необходимость разработки таких мер политики, которые, с одной стороны, гармонизируя отношения в инвестиционной сфере, устраняли бы недобросовестную конкуренцию между странами за долгосрочные инвестиции, а с другой стороны, стимулировали бы долгосрочных инвесторов.

Рекомендуемый Принципами набор действий разрабатывался на основе обобщения опыта стран с развитой экономикой и крупных развивающихся государств, что собственно и определяет их большое практическое значение, поскольку в них учтены все важные аспекты финансирования долгосрочных инвестиций институциональными инвесторами и опыт наиболее динамично развивающихся стран. В то же время неспособность государств глобально противодействовать кризисам уменьшает значимость Принципов по гармонизации отношений, повышая ценность мер, более адаптированных под проблемы развития конкретной страны или группы государств [8, 9].

Кроме того, международный опыт показал, что региональное сотрудничество отдельных групп стран в финансовой и инвестиционной сферах [10, 11] имеет не меньшее значение, чем сотрудничество в глобальном формате, поскольку позволяет государствам совместно противодействовать негативному влиянию глобальных рисков, обусловленных современным уровнем открытости национальных финансовых систем, синхронизировать национальные финансовые рынки, повышать инвестиционную привлекательность.

Таким образом, анализ степени применения Принципов в практике финансового регулирования в России, а также рассмотрение причин, оказывающих влияние на этот процесс, представляют для нас большой научно-практический интерес.

<sup>1</sup> G20/OECD High-Level Principles on Long-Term Investment Financing by Institutional Investors. OECD. URL: <http://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/G20-OECD-High-Level-Principles-Long-Term-Investment-Financing-By-Institutional-Investors.pdf> (дата обращения: 20.09.2018).

## КЛЮЧЕВАЯ ИДЕЯ, ЗАДАЧИ И ОСНОВНЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ РЕАЛИЗАЦИИ МЕР, ПРЕДЛАГАЕМЫХ ПРИНЦИПАМИ

Согласно ключевой идее Принципов рост числа институциональных инвесторов и увеличение отчислений в активы, которые непосредственно способствуют финансированию долгосрочных инвестиций, благоприятствуют развитию экономики при условии учета связанных с ними рисков и правильного управления ими. В результате происходят увеличение и диверсификация источников долгосрочного финансирования, обеспечивая стимулы роста, конкурентоспособность и занятость населения благодаря улучшению инфраструктуры; технической оснащенности компаний; НИОКР и новым технологиям; возобновляемым источникам энергии; низкоуглеродным технологиям, рассматриваемым в качестве инструментов решения проблемы изменения климата и негативного воздействия на окружающую среду.

Цель Принципов — предоставить ОЭСР, «Группе 20» и любым заинтересованным государствам методическую помощь в разработке политики в области развития долгосрочных инвестиций и стимулирования институциональных инвесторов.

Задача Принципов состоит в предложении правительствам, руководящим органам институциональных инвесторов, а также регулирующим и контрольным органам, занимающимся надзором за деятельностью институциональных инвесторов, определенного набора действий по развитию национальных финансовых рынков. Всего предлагается 41 набор действий, сгруппированных в восемь Принципов (табл. 1).

Логика Принципов в полной мере раскрывает суть сформированной на настоящем этапе развития сети международного сотрудничества в инвестиционной сфере и состав многосторонних механизмов в области инвестиций. Официально декларируемая цель регулирования — стимулирование инвестиционной активности для обеспечения устойчивого экономического роста, конкурентных условий в глобальном масштабе и для противодействия рискам, приводящим к неустойчивости глобальной финансовой системы.

При этом отметим, что Принципы носят рекомендательный характер, распространяются не на все категории институциональных инвесторов, не являются исчерпывающими, а сфокусированы на

решении отдельных важных проблем. Причем они не заменяют, а дополняют существующие рекомендации ОЭСР, основаны на них и согласуются с ними, постоянно пересматриваются и актуализируются с учетом требований времени<sup>2</sup>.

## РАЗВИТИЕ ДОЛГОСРОЧНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ В РОССИИ: ОХВАТ СФЕР РЕГУЛИРОВАНИЯ

Ориентиром для анализа долгосрочных инвестиций в России служит утвержденный Правительством РФ план мероприятий (дорожная карта) «Основные мероприятия по развитию финансового рынка Российской Федерации на период 2016–2018 годов»<sup>3</sup> (далее — План мероприятий). Этот документ разработан Банком России не с целью внедрения Принципов в российскую практику под влиянием идеи гармонизации национальных инвестиционных режимов и обеспечения свободного перемещения инвестиций, продвигаемой с глобального уровня управления. Необходимость разработки Плана мероприятий обусловлена возложением на Банк России новых функций в ходе проведенной в 2013 г. реформы системы регулирования на финансовом рынке и существенном изменении внешней среды. Эти обстоятельства неоднократно комментировались экспертами [12].

Анализ реализации намеченных Банком России мероприятий осуществлялся на основе рассмотрения отчетов о ходе выполнения Плана мероприятий, размещенных на сайте Минфина России<sup>4</sup>,

<sup>2</sup> G20/OECD Checklist on Long-Term Investment Financing Strategies and Institutional Investors. OECD. URL: <http://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/G20-OECD%20Checklist%20on%20Long-term%20Investment%20Financing%20Strategies.pdf> (дата обращения: 20.09.2018).

<sup>3</sup> План мероприятий (дорожная карта) «Основные мероприятия по развитию финансового рынка Российской Федерации на период 2016–2018 годов» URL: [http://www.cbr.ru/StaticHtml/File/41540/main\\_events.pdf](http://www.cbr.ru/StaticHtml/File/41540/main_events.pdf) (дата обращения: 20.09.2018).

<sup>4</sup> Сайт Минфина России. Документы. URL: [https://www.minfin.ru/ru/document/?group\\_type=&q\\_4=%D0%B4%D0%BE%D0%BA%D0%BB%D0%B0%D0%B4+%D0%BE+%D1%85%D0%BE%D0%B4%D0%B5+%D1%80%D0%B5%D0%B0%D0%BB%D0%B8%D0%B7%D0%B0%D1%86%D0%B8%D0%B8+%D0%BC%D0%B5%D1%80%D0%BE%D0%BF%D1%80%D0%B8%D1%8F%D1%82%D0%B8%D0%B9+%D2%22%D0%B4%D0%BE%D1%80%D0%BE%D0%B6%D0%BD%D0%B0%D1%8F+%D0%BA%D0%B0%D1%80%D1%82%D0%B0%22&DOCUMENT\\_NUMER\\_4=&M\\_DATE\\_from\\_4=&M\\_DATE\\_to\\_4=&P\\_DATE\\_from\\_4=&P\\_DATE\\_to\\_4=&t\\_4=381659767&order\\_4=P\\_DATE&dir\\_4=DESC](https://www.minfin.ru/ru/document/?group_type=&q_4=%D0%B4%D0%BE%D0%BA%D0%BB%D0%B0%D0%B4+%D0%BE+%D1%85%D0%BE%D0%B4%D0%B5+%D1%80%D0%B5%D0%B0%D0%BB%D0%B8%D0%B7%D0%B0%D1%86%D0%B8%D0%B8+%D0%BC%D0%B5%D1%80%D0%BE%D0%BF%D1%80%D0%B8%D1%8F%D1%82%D0%B8%D0%B9+%D2%22%D0%B4%D0%BE%D1%80%D0%BE%D0%B6%D0%BD%D0%B0%D1%8F+%D0%BA%D0%B0%D1%80%D1%82%D0%B0%22&DOCUMENT_NUMER_4=&M_DATE_from_4=&M_DATE_to_4=&P_DATE_from_4=&P_DATE_to_4=&t_4=381659767&order_4=P_DATE&dir_4=DESC).

Таблица 1 / Table 1

**Принципы: суть рекомендаций и количество предлагаемых мер / Principles: main points  
of recommendations and the number of proposed measures**

Принципы / Principles	Суть рекомендаций / Main points of recommendations	Количество предлагаемых мер / The number of proposed measures
1	Создание благоприятных условий для долгосрочного инвестирования	9
2	Формирование и поддержка институциональных инвесторов, укрепление их роли в финансировании долгосрочных инвестиций	3
3	Обеспечение надлежащего уровня управления активами и учета рисков	8
4	Совершенствование подходов к финансовому регулированию, оценке стоимости и режиму налогообложения долгосрочных инвестиций	6
5	Выстраивание эффективных механизмов финансирования и государственной поддержки долгосрочного инвестирования, взаимодействия между институциональными инвесторами	6
6	Ограничения на долгосрочное инвестирование, осуществляемое институциональными инвесторами	2
7	Расширение и углубление практики обмена данными и раскрытия информации (как на национальном уровне, так и на международном)	4
8	Повышение роли розничного рынка, обслуживаемого институциональными инвесторами как ресурсной базы долгосрочного финансирования	3

Источник / Source: составлено авторами / compiled by the authors.

которые раскрывают работу, проделанную в рамках двенадцати направлений<sup>5</sup>: «обеспечение защиты прав потребителей финансовых услуг и повышение финансовой грамотности населения Российской Федерации» (1), «повышение доступности финансовых услуг для населения и субъектов малого и среднего предпринимательства» (2), «дестимулирование недобросовестного поведения на финансовом рынке» (3), «развитие рынка облигаций и синдицированного кредитования» (4), «совершенствование регулирования финансового рынка, в том числе применение пропорционального регулирования», «оптимизация регуляторной нагрузки на участников финансового рынка» (5), «стимулирование международного взаимодей-

ствия в области выработки и внедрения правил регулирования глобального финансового рынка» (6), «совершенствование инструментария по обеспечению стабильности финансового рынка» (7), мероприятия по развитию финансового рынка: «банковский сектор» (8), «рынок ценных бумаг» (9), «страховой сектор» (10), «сектор коллективных инвестиций и доверительного управления» (11), «сектор микрофинансирования» (12).

В результате анализа принятых в 2016–2018 гг. с целью реализации вышеуказанного Плана документов (табл. 2) и по сути исполненных мероприятий можно сделать следующие выводы:

- наибольшему регулированию подверглись такие направления, как «дестимулирование недобросовестного поведения на финансовом рынке»; «совершенствование регулирования финансового рынка, в том числе применение пропорционального регулирования», «оптимизация регуляторной

<sup>5</sup> Нумерация присвоена исходя из логики проводимого анализа и может не совпадать с порядковым номером направления в Плате мероприятий.

Таблица 2/ Table 2

Законодательные и нормативно-правовые акты, изданные с целью обеспечения реализации Плана мероприятий (III квартал 2016 – II квартал 2018 г.) / Statutory instruments issued for the purpose of ensuring the implementation of the action Plan (III quarter of 2016 – II quarter 2018)

Направление / Direction	Документы Банка России / Bank Of Russia Documents							Федеральные законы / Federal laws	Указание Президента РФ / Decree of the President	Постановление Правительства РФ / Government Resolution	Распоряжение Правительства РФ / Government Order	Приказ Минфина России / Command of the Ministry of Finance of the Russian Federation	Итого/ Total
	Приказ / Command	Указание / Decree	Распоряжение / Order	Инструкция / Instruction	Положение / Regulation	Информационное письмо / Information letter	Дорожная карта / Road map						
1	2	3	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	6
2	1	3	-	1	-	-	1	2	-	1	-	-	9
3	-	6	-	1	5	-	-	1	1	-	-	-	14
4	-	-	-	-	-	1	-	1	-	-	-	-	2
5	-	10	-	1	1	-	-	1	-	-	-	-	13
6	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	-	1
7	-	-	-	-	-	-	-	1	-	-	-	-	1
8	-	2	-	-	1	-	-	2	-	-	-	-	5
9	-	2	-	-	2	-	-	-	-	-	-	-	4
10	-	4	-	-	-	-	-	4	-	-	-	1	9
11	-	2	-	-	1	-	-	-	-	-	-	-	3
12	-	2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2
<b>Итого / Total</b>	<b>3</b>	<b>34</b>	<b>1</b>	<b>3</b>	<b>10</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>12</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>69</b>

Примечание / Note: в таблице представлена информация о вступивших в силу / действующих документах / The table presents information about documents which have come into action/current documents.

Источник / Source: составлено авторами / compiled by the authors.

нагрузки на участников финансового рынка»; повышение доступности финансовых услуг для населения и субъектов малого и среднего предпринимательства и мероприятия по развитию страхового сектора;

- регулирование вводилось преимущественно нормативно-правовыми актами Банка России [большинство документов – указания (34 документа) и положения (10 документов)] и федеральными законами (12 документов).

Однако следует иметь в виду, что, кроме вступивших в силу (и включенных в табл. 2 актов), имеется ряд документов, которые на момент выхода последнего отчета (II квартала 2018 г.) еще находились на рассмотрении в Государственной Думе, Правительстве РФ, а также на согласовании в Минэкономразвития России или на регистрации в Минюсте России. Не учитывались также документы, обеспечивающие процесс принятия управленческих решений и реализации процедур (перечни мероприятий,

меморандумы, модельные соглашения, протоколы заседаний Президиума совета при Президенте Российской Федерации по стратегическому развитию и приоритетным проектам, доклады Минфина России, Минэкономразвития России, ФАС России, соглашения о взаимодействии (межведомственные), стратегии, концепции и стандарты, разрабатываемые Банком России в целях регулирования отдельных финансовых секторов и др.);

- в период 2016–2018 гг. в Российской Федерации проделана большая работа, в ходе которой реализован комплекс мероприятий, охватывающий все секторы финансового рынка и направленный на улучшение их функционирования, выполнение пруденциальных требований, содействие долгосрочным инвестициям, осуществляемым институциональными инвесторами, обращая особое внимание на страховые компании, микрокредитные и микрофинансовые организации.

### **РАЗВИТИЕ ДОЛГОСРОЧНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ: ЧТО МОЖЕТ ДАТЬ РОССИИ ЗАРУБЕЖНЫЙ ОПЫТ?**

Результаты сопоставительного анализа реализации Плана мероприятий и рассматриваемых Принципов свидетельствуют о наличии факторов, действующих не на ограничение внедрения этих Принципов в России, а на формирование взвешенного к ним отношения. Одновременно результаты проведенного анализа позволяют сделать вывод о прогрессе в развитии данной сферы в России, обусловленном не выполнением Принципов, а являющимся итогом естественного процесса эволюции национальной финансовой системы и рынков капитала.

*Во-первых*, потребность в определении общих направлений политики по созданию условий для долгосрочного инвестиционного процесса обуславливает необходимость разработки как общих, так и отраслевых документов стратегического планирования (стратегии развития финансового рынка, страховой деятельности, повышения финансовой грамотности, пенсионной системы, национальной платежной системы, банковского сектора). В связи с этим значительная часть рекомендуемого Принципами набора действий не только нашла отражение в национальных документах стратегического планирования еще до публикации самих Принципов, но, будучи включенной ранее в программы деятельности соответствующих органов государст-

венного управления, к настоящему времени либо реализована, либо находится в стадии реализации. Все это указывает на то, что отнюдь не факт разработки «Группой 20» / ОЭСР Принципов стал причиной включения мер по развитию долгосрочных инвестиций институциональными инвесторами в документы национального стратегического планирования, а стоящие перед российским обществом проблемы развития.

*Во-вторых*, структурные проблемы развития, вызывающие необходимость последовательного реформирования национального финансового рынка, обуславливают заимствование лучших зарубежных практик и подходов, к которым можно в полной мере отнести Принципы. Но в условиях санкций, когда для России закрыты многие внешние источники финансирования, приоритетом становится развитие внутренних источников финансирования, а задачи восстановления роста и диверсификации его источников, в первую очередь посредством поддержки частного сектора, выходят на первый план. Это и стало причиной утверждения Правительством РФ Плана мероприятий, в котором также нашли отражение отдельные рекомендуемые Принципами направления действий, но с учетом определенной специфики, свойственной для нашей страны.

*Первое*, на что следует обращать внимание, анализируя степень внедрения Принципов «Группы 20» / ОЭСР в России, — это цель национального финансового регулирования, которая в полной мере созвучна основной идее Принципов — содействие долгосрочному финансированию со стороны институциональных инвесторов, но центральным субъектом в российских планах выступает внутренний инвестор. Соответственно разработанные направления развития финансового рынка и меры, планируемые к реализации в разрезе предложенных направлений, подчинены этой главной цели.

В то же время Принципы, и это отмечается в самом документе, являются по своей сути сборником лучших практик, обобщением успешного опыта, который имелся у отдельной страны или группы государств при определенных условиях, и они направлены на гармонизацию отношений в инвестиционной сфере для выравнивания конкурентных условий, открытия национальных рынков иностранным инвесторам. К повторению лучшего опыта, безусловно, необходимо стремиться, но при этом следует иметь в виду следующее:

а) условия, необходимые для повторения успешного опыта, могут существенно меняться вследствие качественного изменения ситуации как внутри страны, так и в мире;

б) ситуация в стране может также существенно отличаться от той, которой соответствует лучшая практика, и потребовать специфичного подхода к ее разрешению;

в) практика также постоянно находится в развитии, и со временем могут появляться более эффективные подходы и решения, которые в разработанных «Группой 20» / ОЭСР Принципах отсутствуют.

*Второе*, на что необходимо обратить внимание, оценивая степень реализации Принципов в России, — вряд ли целесообразно внедрение в среднесрочном (3–5 лет) периоде всего предлагаемого набора действий в отдельно взятой стране, поскольку подробная инструкция, охватывающая всевозможные жизненные ситуации, не предполагает немедленного исполнения всех ее пунктов. Целесообразным является последовательное продвижение к цели, запланированной государством, интегрируя в национальную практику оптимальные решения, содержащиеся в Принципах.

В России продвижение к цели (создание благоприятных условий для долгосрочного финансирования) требует преодоления ряда ограничений, сдерживающих развитие национального финансового рынка:

- банкиориентированный характер российской финансовой системы;
- узкий выбор финансовых инструментов и их высокая цена;
- неравномерное развитие различных сегментов финансового рынка;
- ограниченный перечень участников финансового рынка;
- развитие параллельной системы финансового (небанковского) посредничества;
- неразвитая система страхования инвестиций, высокая себестоимость страховых услуг.

Поэтому меры, предпринимаемые финансовым регулятором, были созвучны с теми Принципами, которые предлагали действия, направленные на:

- устранение дисбаланса финансового рынка и достижение гармоничного развития всех его секторов;
- развитие иных, в противовес преобладающему в России кредитному финансированию, типов долгосрочного финансирования с целью расшире-

ния инструментов финансирования и инвесторов, вовлечения сбережений населения в инвестиционный процесс;

- создание условий, при которых недобросовестная финансовая практика становится неприемлемой;
- создание условий, при которых слабые игроки либо должны уйти с рынка, либо повысить свою компетенцию, в том числе объединившись с более успешными финансовыми организациями;
- поддержание и развитие условий конкуренции с целью устранения доминирования на рынке (банковском и небанковском) крупных игроков;
- формирование эффективной системы защиты прав потребителей финансовых услуг, повышение финансовой грамотности населения, разработка стандартов финансовых продуктов с целью повышения понятности и прозрачности финансовых продуктов и услуг для индивидуального инвестора;
- повышение эффективности регулирования и надзора за банковскими и небанковскими организациями (выделение уровней регулирования) как с целью обеспечения устойчивости финансовой системы к рискам, так и для снижения издержек организаций, что должно привести к уменьшению цены финансовых продуктов и повышению их доступности для индивидуального инвестора.

В результате рассмотрения Плана мероприятий и отчетов об его выполнении можно сделать вывод, что все восемь Принципов нашли отражение в планах и в практических действиях Правительства РФ по развитию национального финансового рынка. Из включенных в Принципы 41 набора действий, 18 реализуются в России. Наиболее полный охват отмечается в отношении Принципа 6 («инвестиционные ограничения»), в рамках которого реализуются мероприятия из обоих предлагаемых наборов мер. Планом мероприятий более чем на 60% охвачены действия, предлагаемые к осуществлению Принципом 2 («развитие институциональных инвесторов и долгосрочных сбережений»), Принципом 5 («механизмы финансирования, поддержка долгосрочного инвестирования и сотрудничество среди институциональных инвесторов»). Наблюдается существенный охват (50%) мероприятиями Плана также действий, предлагаемых к осуществлению в рамках Принципа 4 («финансовое регулирование, «оценка стоимости и режим налогообложения») и Принципа 7 («обмен и раскрытие информации»).

Таким образом, следует отметить безусловную важность Принципов «Группы 20» / ОЭСР как документа, содержащего рекомендации в целях поддержки долгосрочного инвестирования институциональными инвесторами и оказывающего методическое руководство правительствам стран. В то же время рассмотренные Принципы имеют ряд ограничений:

- концентрируясь на вопросах, непосредственно связанных с институциональными инвесторами, Принципы содержат преимущественно рекомендации общего порядка (верховенство закона, прозрачность и предсказуемость, добросовестная конкуренция), что является общей чертой для всех аналогичных международных документов в области инвестиционной политики [13, 14];

- в формате общей направленности инвестиционной политики в Принципах рассматриваются задачи реализации инфраструктурных инвестиционных проектов (важный элемент долгосрочной стратегии социально-экономического развития страны требует качественной нормативно-правовой среды регулирования);

- в формате общих положений и деклараций в Принципах формулируются предложения в части обеспечения финансирования инвестиционной деятельности, определяемые в качестве главной задачи Принципов.

## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Значимость Принципов для Российской Федерации обусловлена актуальностью задачи повышения инвестиционной привлекательности российской эко-

номики, в том числе недостаточным уровнем развития институтов и инфраструктуры. Расхождение с Принципами наблюдается в части «расстановки акцентов». В современных условиях финансовых санкций и рестрикций, накладываемых в том числе странами ОЭСР и «Группы 20», приоритет будет отдаваться не политике привлечения иностранных инвесторов, а созданию наиболее комфортных условий для внутренних инвесторов. В условиях санкций приобретает новый смысл проблема гармонизации отношений в инвестиционной сфере, создания благоприятных условий для иностранных институциональных инвесторов [15].

Главным критерием для принятия того или иного решения в финансовой сфере в Российской Федерации должны выступать достигаемый уровень развития, стоящие перед обществом задачи и имеющиеся ресурсы и возможности, включая уровень терпимости (или нетерпимости) международного окружения. Именно эту позицию в настоящее время демонстрирует национальный финансовый регулятор.

В связи с этим перспективным направлением деятельности в части рассматриваемых Принципов является не столько внедрение тех практик, которые были актуальны в реалиях 2013 г. и не учитывали ситуацию искусственной дезинтеграции страны из международных финансовых и инвестиционных отношений усилиями других государств, сколько реализация активных усилий с целью совершенствования предлагаемых международным сообществом подходов и выработки новых универсальных правил в инвестиционной сфере.

## СПИСОК ИСТОЧНИКОВ

1. Gordon L. Clark, Ashby H.B. Monk. Institutional Investors in Global Markets. Oxford: Oxford University Press; 2017. 252 p. DOI: 10.1093/oso/9780198793212.001.0001.
2. Stewart Fiona, Despalins Romain, Remizova Inna. Pension Funds, Capital Markets, and the Power of Diversification (July 5, 2017). World Bank Policy Research Working Paper. 2017;(8136). URL: <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/27639> (дата обращения: 25.10.2018).
3. Genberg Hans. The Role of the Institutional Investors in Financing Development in Asia and the Pacific. First High-Level Follow-up Dialogue on Financing for Development in Asia and the Pacific. UN ESCAP. Discussion Paper. 2016;(11). URL: [https://www.unescap.org/sites/default/files/11.Role%20of%20Institutional%20Investors\\_Hans%20Genberg\\_1.pdf](https://www.unescap.org/sites/default/files/11.Role%20of%20Institutional%20Investors_Hans%20Genberg_1.pdf) (дата обращения: 25.10.2018).
4. Rydge J., Jacobs M. and Granoff I. Ensuring New Infrastructure is Climate-Smart. Contributing paper for Seizing the Global Opportunity: Partnerships for Better Growth and a Better Climate. New Climate Economy, London and Washington, DC. 2015. URL: <http://newclimateeconomy.report/misc/working-papers/> (дата обращения: 25.10.2018).
5. Vikramaditya Khanna and Roman Zyla. Survey Says. Corporate Governance Matters to Investors in Emerging Market Companies. International Finance Corporation, Washington, D.C. International Finance Corporation. 2017. URL: <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/26508> (дата обращения: 25.10.2018).



6. Elroy Dimson, Paul Marsh, Mike Staunton. Factor-Based Investing: The Long-Term Evidence. *The Journal of Portfolio Management*. 2017;43(5):15–37 (дата обращения: 25.10.2018).
7. Bruno Bonizzi. Institutional investors' allocation to emerging markets: A panel approach to asset demand. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*. 2017;47:47–64. URL: <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2016.11.009> (дата обращения: 25.10.2018).
8. Choi N., Fedenia M., Skiba H., Sokolyk T. Portfolio concentration and performance of institutional investors worldwide. *Journal of Financial Economics*. 2017;123(1):189–208. URL: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304405X16301581?via%3Dihub> (дата обращения: 25.10.2018).
9. Genberg Hans. Capital Market Development and Emergence of Institutional Investors in the Asia-Pacific Region. *Asia-Pacific Development Journal*. 2015;22(2):1–26. URL: <https://www.unescap.org/sites/default/files/22-2-APDJ%20fulltext.pdf#page=9> (дата обращения: 25.10.2018).
10. Яковлев И.А., Кабир Л.С., Никулина С.И. Финансовые инициативы АСЕАН: особенности модели финансового сотрудничества стран Юго-Восточной Азии. *Научно-исследовательский финансовый институт. Финансовый журнал*. 2016;(4):7–17.
11. Валькова А.В. Азиатский банк инфраструктурных инвестиций: новые финансовые инициативы в АТР. *Научно-исследовательский финансовый институт. Финансовый журнал*. 2016;(1):23–32.
12. Андрианова Л.Н., Семенкова Е.В. Стратегическое развитие российского финансового рынка: инициативы мегарегулятора. *Экономика. Налоги. Право*. 2016;(4):12–20.
13. Сахаров А.Г. Рамочная концепция ОЭСР в области инвестиций: многосторонний механизм совершенствования глобального инвестиционного климата. *Вестник международных организаций*. 2016;11(4):7–35. DOI: 10.17323/1996-7845-2016-04-07
14. Сахаров А.Г. Инвестиционная политика стран БРИКС через призму Рамочной концепции в области инвестиций в ОЭСР. *Вестник международных организаций*. 2017;12(3):160–181. DOI: 10.17323/1996-7845-2017-03-160
15. Yakovlev A., Freinkman L., Ershova N. Channels of dialogue between international businesses and national governments: The implications for domestic reforms and international relations in the case of Russia. BOFIT Policy Brief. Bank of Finland, BOFIT Institute for Economies in Transition. 2018;(5). URL: <https://helda.helsinki.fi/bof/bitstream/handle/123456789/15552/bpb0518.pdf?sequence=1&isAllowed=y> (дата обращения: 25.10.2018).

## REFERENCES

1. Gordon L. Clark, Ashby H.B. Monk. Institutional Investors in Global Markets. Oxford: Oxford University Press; 2017. 252 p. DOI: 10.1093/oso/9780198793212.001.0001
2. Stewart Fiona, Despalins Romain, Remizova Inna. Pension Funds, Capital Markets, and the Power of Diversification (July 5, 2017). World Bank Policy Research Working Paper. 2017;(8136). URL: <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/27639> (accessed 25.10.2018).
3. Genberg Hans. The Role of the Institutional Investors in Financing Development in Asia and the Pacific. First High-Level Follow-up Dialogue on Financing for Development in Asia and the Pacific. UN ESCAP. Discussion Paper. 2016;(11). URL: [https://www.unescap.org/sites/default/files/11.Role%20of%20Institutional%20Investors\\_Hans%20Genberg\\_1.pdf](https://www.unescap.org/sites/default/files/11.Role%20of%20Institutional%20Investors_Hans%20Genberg_1.pdf) (accessed 25.10.2018).
4. Rydge J., Jacobs M. and Granoff I. Ensuring New Infrastructure is Climate-Smart. Contributing paper for Seizing the Global Opportunity: Partnerships for Better Growth and a Better Climate. New Climate Economy, London and Washington, DC. 2015. URL: <http://newclimateeconomy.report/misc/working-papers/> (accessed 25.10.2018).
5. Vikramaditya Khanna and Roman Zyla. Survey Says. Corporate Governance Matters to Investors in Emerging Market Companies. International Finance Corporation, Washington, D. C. International Finance Corporation. 2017. URL: <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/26508> (accessed 25.10.2018).
6. Elroy Dimson, Paul Marsh, Mike Staunton. Factor-Based Investing: The Long-Term Evidence. *The Journal of Portfolio Management*. 2017;43(5):15–37 (accessed 25.10.2018).

7. Bruno Bonizzi. Institutional investors' allocation to emerging markets: A panel approach to asset demand. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*. 2017;47:47–64. URL: <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2016.11.009> (accessed 25.10.2018).
8. Choi N., Fedenia M., Skiba H., Sokolyk T. Portfolio concentration and performance of institutional investors worldwide. *Journal of Financial Economics*. 2017;123(1):189–208. URL: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304405X16301581?via%3Dihub> (accessed 25.10.2018).
9. Genberg Hans. Capital Market Development and Emergence of Institutional Investors in the Asia-Pacific Region. *Asia-Pacific Development Journal*. 2015;22(2):1–26. URL: <https://www.unescap.org/sites/default/files/22-2-APDJ%20fulltext.pdf#page=9> (accessed 25.10.2018).
10. Yakovlev I.A., Kabir L.S., Nikulina S.I. Financial Initiatives of ASEAN: Peculiarities of Financial Cooperation Model in Southeast Asia. *Nauchno-issledovatel'skij finansovyj institut. Finansovyj zhurnal = Financial journal*. 2016;(4):7–17. (In Russ.).
11. Valkova A.V. Asian Infrastructure Investment Bank: New Financial Initiatives in the Asia-Pacific Region. *Nauchno-issledovatel'skij finansovyj institut. Finansovyj zhurnal = Financial journal*. 2016;(1):23–32. (In Russ.).
12. Andrianova L.I., Semenkova E.V. Strategic Development of the Russian Financial Market: Initiatives of the Megaregulator. *Ekonomika. Nalogi. Pravo. = Economics, taxes & law*. 2016;(4):12–20. (In Russ.).
13. Sakharov A.G. A Policy Framework for Investment: An International Tool for Improving the Global Investment Regime. *Vestnik mezhdunarodnyh organizacij = International organisations research journal*. 2016;11(4):7–35. (In Russ.). DOI: 10.17323/1996-7845-2016-04-07.
14. Sakharov A.G. BRICS Investment Policies through the PFI Perspective. *Vestnik mezhdunarodnyh organizacij = International organisations research journal*. 2017;12(3):160–181. (In Russ.). DOI: 10.17323/1996-7845-2017-03-160. (In Russ.).
15. Yakovlev A., Freinkman L., Ershova N. Channels of dialogue between international businesses and national governments: The implications for domestic reforms and international relations in the case of Russia. BOFIT Policy Brief. Bank of Finland, BOFIT Institute for Economies in Transition. 2018;(5). URL: <https://helda.helsinki.fi/bof/bitstream/handle/123456789/15552/bpb0518.pdf?sequence=1&isAllowed=y> (accessed 25.10.2018).

## ИНФОРМАЦИЯ ОБ АВТОРАХ

**Игорь Алексеевич Яковлев** — кандидат экономических наук, первый заместитель директора, руководитель Центра международных финансов Научно-исследовательского финансового института Минфина России, Москва, Россия  
iyakovlev@nifi.ru

**Людмила Сергеевна Кабир** — доктор экономических наук, профессор, профессор РАН, главный научный сотрудник Центра международных финансов Научно-исследовательского финансового института Минфина России, Москва, Россия  
lkabir@nifi.ru

## ABOUT THE AUTHORS

**Yakovlev Igor A.** — PhD (Economics), First Deputy Director, Head of the Center for International Finance of the Research Financial Institute under the Russian Finance Ministry, Moscow, Russia  
iyakovlev@nifi.ru

**Kabir Lyudmila S.** — ScD (Economics), full professor, professor of the Russian Academy of Sciences, Chief Researcher at the Center for International Finance, the Research Financial Institute under the Russian Finance Ministry, Moscow, Russia  
lkabir@nifi.ru