

**Бондаренко Ирина Алексеевна**

доктор экономических наук, доцент,  
профессор кафедры экономики  
и управления Армавирского государственного  
педагогического университета

**Чарахчян Константин Каренович**

доктор экономических наук, доцент,  
профессор кафедры экономики и менеджмента  
филиала Кубанского государственного  
университета в городе Армавире

## ПОСТРОЕНИЕ И РАЗВИТИЕ ИНСТИТУЦИОНАЛЬНОЙ ИНФРАСТРУКТУРЫ ФОНДОВОГО РЫНКА В РОССИИ

---

**Аннотация:**

*Процесс формирования инфраструктурной модели российского фондового рынка основан на теории больших систем. Взаимодействие элементов инфраструктуры фондового рынка позволяет сокращать затраты и время сделки, тем самым высвобождая ресурсы участников рынка для более эффективного использования. Институциональный механизм финансовой инфраструктуры передает импульсы о реакции участников торговых отношений и блокирует систему при появлении в ней подозрительных или слабых импульсов. Распределение финансовых активов, снижение транзакционных издержек, повышение прозрачности рынка выступают долгосрочными задачами по повышению уровня и качества услуг институтов финансовой инфраструктуры рынка ценных бумаг. Использование современных информационных технологий обеспечит прозрачность финансовых данных. Все участники рынка ценных бумаг смогут применять оптимальную схему финансовых операций для минимизации ряда рисков.*

**Ключевые слова:**

*институт, институциональная инфраструктура, рынок ценных бумаг, транзакционные издержки, транспарентность рынка, блокчейн.*

---

**Bondarenko Irina Alekseevna**

D.Phil. in Economics, Professor,  
Economics and Management Department,  
Armavir State Pedagogical University

**Charakhchyan Konstantin Karenovich**

D.Phil. in Economics, Professor,  
Economics and Management Department,  
Armavir branch of Kuban State University

## BUILDING AND DEVELOPING THE INSTITUTIONAL INFRASTRUCTURE OF THE STOCK MARKET IN RUSSIA

---

**Summary:**

*The establishment of the infrastructure model of the Russian stock market is based on the theory of large systems. The interaction of the elements of the stock market infrastructure can reduce the costs and time of the transaction, thereby freeing up the resources of market players for more efficient use. The institutional mechanism of the financial infrastructure transmits impulses concerning the response of actors involved in the trade relations and blocks the system when suspicious or weak impulses appear in it. The distribution of financial assets, the reduction of transaction costs, the enhancement of market transparency are long-term objectives to improve the level and quality of services provided by the financial infrastructure institutions of the securities market. Modern information technology will ensure the transparency of financial information. All securities market players will be able to use the proper scheme for financial transactions to minimize a number of risks.*

**Keywords:**

*institution, institutional infrastructure, securities market, transaction costs, market transparency, blockchain.*

---

Структурные трансформации в экономике и меняющаяся архитектура современных финансовых рынков, без сомнения, оказывают влияние на развитие общества в целом и существенно определяют перспективы экономического роста. Таким образом, изучение принципов формирования и развития институциональной структуры финансовой системы в мировом и национальном масштабах является своевременным и актуальным. Термин «инфраструктура» был впервые использован П. Розенштейн-Роданом в работе «Место и роль инфраструктуры в развитых и развивающихся обществах» [1, р. 60]. Применение данного понятия западными экономистами связано с актуализацией проблем экономического развития стран, освобожденных от колониальной зависимости в XX в.

Исследования финансовой инфраструктуры получили широкое распространение за рубежом. Например, Международная финансовая корпорация (IFC) рассматривает финансовую инфраструктуру как основу финансовой системы и определяет ее как набор институтов, обеспечивающих эффективное функционирование финансовых посредников (<https://www.ifc.org/>). В более широком смысле финансовая инфраструктура охватывает существующую нормативно-правовую базу для операций финансового сектора. Инфраструктура рынка ценных бумаг (далее – РЦБ) состоит из торговой системы, системы бухгалтерского учета, системы хранения ценных бумаг,

клиринговой системы, платежной системы, системы регулирования и системы раскрытия информации. Финансовая инфраструктура является важной частью всей финансовой системы. Потребность в посреднических услугах связана с минимизацией рисков инвестора.

Наиболее точно характер финансовой инфраструктуры описывается теорией эволюционной экономики, так как позволяет учесть негативные процессы в экономике. Эта концепция рассматривает инфраструктуру фондового рынка как живой организм, в котором жизненно важна работа каждого органа. Недостатки в системе одного органа влекут негативные последствия для всего организма. Поэтому в экономике важно добиться четкого взаимодействия всех элементов.

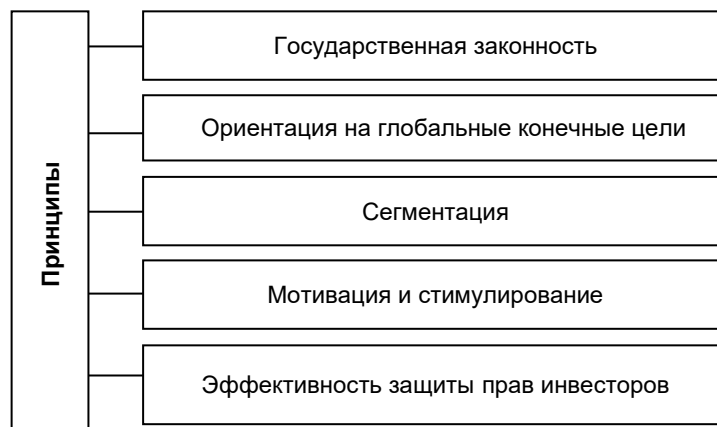
Дж.С. Милль, К. Маркс и Й. Шумпетер – предшественники эволюционной экономики, которые использовали методологию эволюционного подхода в исследованиях. В настоящее время среди ученых, работающих в рамках эволюционного подхода, можно отметить Р. Нельсона, С. Уинтера, А. Алчиана, К. Фридмена, Дж. Доуи, К. Перес.

Неоклассическая теория, наряду с эволюционной экономикой, является теорией технологических изменений. Ее представители Р. Солоу и М. Браун связывают технологические изменения с параметрами производственных функций. Согласно данной концепции развитие экономической системы в зависимости от размера и целостности определяется ее технологической структурой. Эффективность системы возможна при относительно небольших различиях в технологическом уровне смежных отраслей. Внедрение и замена устаревших информационных технологий инновационными обеспечат действенное функционирование этой системы по всей технологической цепочке: от информационной поддержки до денежных расчетов и регистрации прав собственности при смене владельца ценных бумаг [2].

При анализе взаимодействия элементов инфраструктуры финансового рынка целесообразно использовать маркетинговый подход. Он позволит применить методы, обнаруживающие влияние различных факторов на формирование и функционирование фондового рынка, которые и являются реальными или потенциальными рыночными нишами / сегментами рынка. Поэтому определение сегментов эмитентов и инвесторов, продавцов и покупателей ценных бумаг с учетом их потребностей и предпочтений для дифференцированных групп на основе различий в возрасте, поле, образовании, национальности, уровне доходов и дает возможность выявить новые экономические перспективы, обеспечить приток дополнительных инвестиционных ресурсов, а также модернизацию и рост экономики страны.

Инфраструктура фондового рынка представляет собой масштабную сложную социально-экономическую систему, состоящую из множества взаимодействующих элементов, поэтому вопросы регулятивного поведения участников этого рынка продолжают оставаться актуальными. Понятие «большие системы», которое подразумевает в том числе рассматриваемую инфраструктуру, обязывает учитывать свойство синергии больших систем, в соответствии с которым односторонность действий компонентов подсистем повышает эффективность ее работы в целом.

Синергетический эффект полностью реализуется благодаря слаженному взаимодействию всех частей системы. Теория эволюционной экономики сводится к тому, что каждая точка траектории развития инфраструктуры фондового рынка определяется всей историей его эволюции и, следовательно, принципы построения финансовой инфраструктуры должны иметь порядок, представленный на рисунке 1.



**Рисунок 1 – Принципы формирования инфраструктуры фондового рынка**

Появление новых инструментов на РЦБ требует совершенствования инфраструктуры финансового рынка, чтобы он был гибким и, независимо от экономических колебаний, мог удовлетворить

потребности участников РЦБ. Институты инфраструктуры финансового рынка формируют экономические отношения субъектов хозяйствования по накоплению, регулированию, посредничеству и инвестированию денежных ресурсов, направленные на удовлетворение запросов рыночной экономики, обеспечение финансовой безопасности страны и глобальной конкурентоспособности.

Финансовая инфраструктура, основанная на международных стандартах, должна включать торговые системы, регулирующие и надзорные органы, рейтинговые агентства, расчетные, клиринговые и депозитарные организации. Специализированные институты – депозитарии, регистраторы, клиринговые центры – служат необходимыми элементами формирования современной инфраструктуры рынка ценных бумаг.

На сегодняшний день в полномочия Центрального банка России входят функции регулирования, надзора и контроля над субъектами РЦБ. Он действует как мегарегулятор в данной сфере. Учитывая, что все полномочия по контролю и надзору за финансовыми рынками сосредоточены в руках одного органа – Центрального банка, необходимо разработать механизм саморегулирования рынка. Он, с одной стороны, станет своеобразным противовесом неизбежному субъективизму решений Правления ЦБ РФ, с другой – предоставит мегарегулятору полезную информацию о тенденциях финансового рынка. Таков институциональный механизм финансовой инфраструктуры, действующий по принципу передачи импульсов о реакции участников торговых отношений и блокирующий систему, если распознаваемые импульсы представляются слишком подозрительными или слабыми и неуверенными.

Инфраструктура фондового рынка обслуживает потребности как первичного, так и вторичного фондовых рынков. Однако, поскольку каждый из этих рынков выполняет свои функции и имеет свои особенности, это следует учитывать при построении инфраструктуры фондового рынка. Составляющие инфраструктуры рынка ценных бумаг в России представлены на рисунке 2.

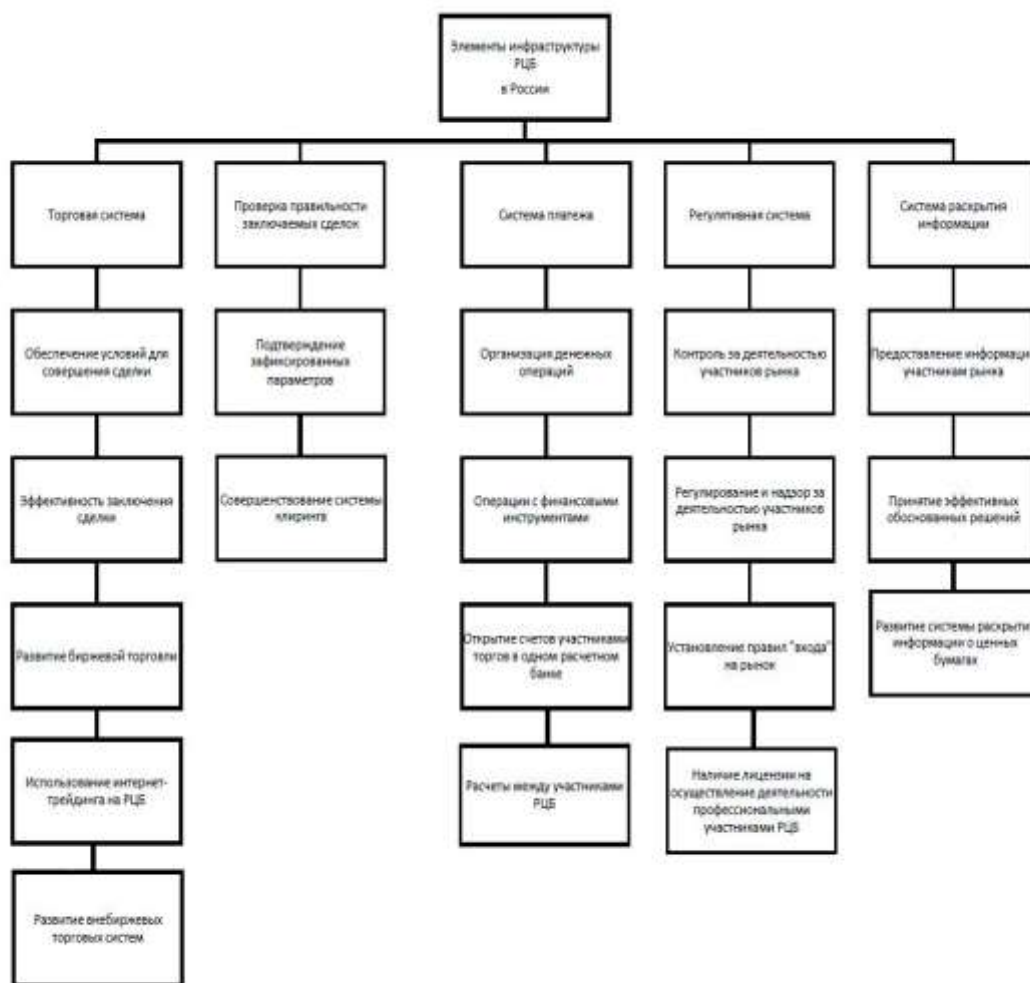


Рисунок 2 – Инфраструктура рынка ценных бумаг в России

Мировой финансовый кризис 2009–2011 гг. послужил главной причиной того, что большинство финансовых институтов в России оказались лишены защиты от внешних факторов, что в свою очередь обусловило резкое снижение доходности финансового рынка в целом. Процесс формирования единой биржевой инфраструктуры в РФ должен привести к повышению конкурентоспособности внутреннего финансового рынка. Ряд негативных факторов, таких как монополизация, ослабление конкуренции, сокращение возможностей для инвесторов, возрастание издержек, способствуют возникновению неустойчивости инфраструктуры финансового рынка. Эта миссия финансовой инфраструктуры еще не выполнена полностью.

Существует еще один фактор, замедляющий оформление институциональной инфраструктуры фондового рынка. Это смешанная модель финансового рынка, спонтанно возникшая в России в начале рыночных реформ и представляющая собой комбинацию континентальной и англосаксонской моделей.

Фактически впервые предпосылки для выбора этой модели в нашей стране были определены в Концепции развития рынка ценных бумаг в Российской Федерации, утвержденной указом президента РФ от 1 июля 1996 г. № 1008 (с изменениями от 16 октября 2000 г.) [3]. За последние 20 лет доля универсальных коммерческих банков на внутреннем финансовом рынке оставалась высокой, а финансирование экономики по-прежнему в значительной степени основывалось на кредитовании.

«Банки в России являются наиболее популярными финансовыми институтами среди основных поставщиков капитала – населения, чему есть множество объяснений. Это и длительная история их развития, и долгое отсутствие альтернативных возможностей, особенно в советский период, и менталитет российских граждан» [4]. Небанковские финансовые структуры в РФ также находятся на определенном этапе эволюции. «Сегодня на нашем рынке представлены все существующие в мировой практике виды финансовых посредников:

- 1) депозитно-кредитные (кредитные потребительские кооперативы, ипотечные ассоциации, микрофинансовые организации, ломбарды, лизинговые и факторинговые компании);
- 2) контрактно-сберегательные (страховые компании, негосударственные пенсионные фонды);
- 3) инвестиционные (акционерные, паевые инвестиционные фонды, инвестиционные компании, управляющие компании)» [5].

Необходимо продолжать развивать рынок коллективных инвестиций через институт инвестиционных товариществ. На текущий момент эта форма совместного инвестирования исключает участие физических лиц и предусматривает задействование только юридических. Данную организационно-правовую форму следует совершенствовать за счет включения в нее частных инвесторов из числа физических лиц.

Одновременно некоторые из перечисленных структур заняли свою нишу лишь в последние несколько лет и на сегодняшний день развиваются весьма активно. В данном случае речь идет, в частности, о так называемых микрофинансовых организациях, которые начали работу с принятием федерального закона «О микрофинансовой деятельности и микрофинансовых организациях» от 2 июля 2010 г. [6].

По данным Центрального банка Российской Федерации за последние 4 года количество таких структур, зарегистрированных в Едином государственном реестре, увеличилось до 4 500. При этом число банков постепенно сокращается. Столь быстрое распространение обычно обусловлено общей тенденцией молодого развивающегося рынка, но он уже не является качественным и начинает создавать некоторые проблемы не только для потребителей таких услуг, но и для самих участников рынка, поскольку существует много недобросовестных игроков – однодневных фирм, в основе которых лежат принципы финансовых пирамид.

В результате сегмент теневого кредитования, представленный так называемыми «предоплаченными кредитами», подрывает саму идею микрофинансирования, которая заключается в поддержке развития малого и среднего бизнеса, особенно на начальном этапе. Во всем мире микрофинансирование способствует участию людей в производственном процессе, стимулирует предпринимательство, мобилизует усилия для достижения приемлемых условий жизни для бедных слоев населения и в конечном счете содействует занятости и экономическому росту. Однако в России развитие этого сектора финансового рынка шло главным образом по пути ростовщичества.

Конечно, многие вопросы уже решены путем внесения изменений в действующее законодательство и принятия новых законов, в частности «О потребительском кредите (займе)» от 21 декабря 2013 г. № 353-ФЗ (вступил в силу 1 июля 2014 г.) [7]. Однако необходимо продолжать разумное регулирование этого сегмента финансового рынка, чтобы, с одной стороны, предотвратить развитие черного финансового рынка, а с другой – не допустить сбоя, при котором определенные группы потребителей не смогут получить доступ к финансовым услугам вообще.

Исходя из изложенного, можно выдвинуть предположение, что финансовая инфраструктура представляет собой сложную систему взаимодействия институтов финансового рынка. Основной целью институтов подобной инфраструктуры является облегчение движения финансовых потоков между государственными, частными и домашними хозяйствами, действующими в рамках национальной экономики, что подробнее рассматривается в одной из наших предыдущих публикаций [8].

Ключевой предпосылкой ускоренного экономического роста России выступает формирование достаточно развитой и максимально сбалансированной финансовой инфраструктуры, которая представляет собой ключевой элемент финансовой системы. Для решения данной задачи требуется обеспечение прозрачности прохождения финансовой информации, благодаря которой все участники РЦБ получают возможность использования оптимальных для них схем финансовых операций с минимизацией ряда рисков. Современные технологии позволяют создавать каналы информации, контролируемые каждым участником транзакций. Так, инструмент блокчейн является цепочкой блоков, составленных из транзакций.

Конечная макроэкономическая цель институтов финансовой инфраструктуры заключается в предоставлении финансовой поддержки всем экономическим субъектам. Элементы финансовой инфраструктуры отражены на рисунке 3.



**Рисунок 3 – Элементы финансовой инфраструктуры**

Дифференциация финансовых активов, снижение транзакционных издержек, увеличение прозрачности рынка – перспективные задачи в рамках достижения цели повышения уровня и качества услуг, предоставляемых институтами финансовой инфраструктуры РЦБ. Их решение требует стандартизации и унификации деятельности всех участников рынка, а именно:

- разработки четких правил преодоления барьеров на фондовом рынке;
- обеспечения условий для разработки и реализации новых законов, регулирующих деятельность участников рынка ценных бумаг;
- выдвижения и обоснования предложений, направленных на минимизацию рисков и затрат.

При положительных результатах будут наблюдаться повышение уровня безопасности участников рынка, а также снижение их транзакционных издержек.

Основной целью построения модели инфраструктуры финансового рынка является эффективное функционирование ее институтов независимо от внешних факторов, таких как санкции со стороны Запада. Обеспечивая защиту инвесторов, а также учет прав на ценные бумаги, инфраструктура рынка позволяет участникам воспроизводить реальную модель функционирования экономики со всеми плюсами и минусами, которые существуют в данный момент.

В документе «Принципы для инфраструктур финансового рынка» отмечается, что развитая инфраструктура способствует прогрессу страны, а также обеспечивает адекватный уровень ликвидности рынка, конвертирует риски [9]. В случае сбоя в работе институтов финансовой инфраструктуры они могут стать источниками финансовых потрясений на рынке и привести к дисбалансу ликвидности и кредитным потерям участников рынка. Следовательно, важность совершен-

ствования инфраструктуры российского рынка ценных бумаг связана с тем, что улучшения в указанной области позволят еще более тесно интегрировать национальный финансовый рынок в международные рынки капитала.

Защита права собственности на ценные бумаги, скорость и дешевизна операций являются мерами, которые должны улучшить повседневную организацию институтов рынка ценных бумаг. Потребность в финансовой инфраструктуре заключается в том, что она выступает центром притяжения для инвесторов и эмитентов. Именно инфраструктура финансового рынка обеспечивает создание организационно-технологической и правовой среды для эффективного функционирования системы взаимодействия субъектов финансового сектора и реальной экономики.

Современная институциональная среда финансового рынка должна представлять собой рациональную и слаженную структуру институциональных соглашений, опосредующих взаимодействие рыночных агентов, институтов государства и общества, обеспечивающих повышение экономической безопасности и снижение трансакционных издержек агентов финансового рынка при взаимном согласовании их интересов. Результаты деятельности на развивающихся финансовых рынках, к которым относятся и российский, зависят главным образом от уровня информированности экономических агентов о специфике институциональной инфраструктуры и степени адаптированности к ней.

Незавершенность формирования институциональной среды позволяет манипулировать инсайдерской информацией, преднамеренно искажать условия и результаты соглашений между участниками фондового рынка в целях захвата перспективного (или конкурирующего) бизнеса и перераспределения сфер влияния в высокодоходных секторах экономики. Внедрение блокчейн-технологий даст возможность снизить издержки на совершение трансакций, упростить существующую громоздкую инфраструктуру подтверждения подлинности операций и сократить для участников рынка ценных бумаг комиссионные расходы.

Использование блокчейн-технологий должно начинаться с Центрального банка РФ и Министерства финансов РФ как ключевых участников фондового рынка, демонстрирующих всем институциональным инвесторам и эмитентам нормы поведения, эффективного для развития финансовой системы России в целом. Синергетический эффект взаимодействия элементов институциональной инфраструктуры фондового рынка в конечном счете выразится в снижении рисков утечки инсайдерской информации и утраты контроля над собственностью и доходами экономических агентов.

#### Ссылки:

1. Rosenstein-Rodan P. Notes on the Theory of the 'Big Push' // *Economic Development for Latin America*. N. Y., 1961. P. 57–81. [https://doi.org/10.1007/978-1-349-08449-4\\_3](https://doi.org/10.1007/978-1-349-08449-4_3).
2. Ишмуратов А.И. Институционализация функций клиентского капитала // *Экономические науки*. 2012. № 89. С. 35–38.
3. Об утверждении Концепции развития рынка ценных бумаг в РФ [Электронный ресурс] : указ президента РФ от 1 июля 1996 г. № 1008 : в ред. от 16 окт. 2000 г. Доступ из справ.-правовой системы «Гарант».
4. Рыкова И.А., Уварова Е.Е., Шпортова Т.В. Институциональная инфраструктура финансового рынка: теоретико-практический аспект [Электронный ресурс] // *Фундаментальные исследования*. 2015. № 2. С. 2428–2431. URL: <https://www.fundamental-research.ru/ru/article/view?id=37461> (дата обращения: 01.07.2019).
5. Там же.
6. О микрофинансовой деятельности и микрофинансовых организациях [Электронный ресурс] : федер. закон от 2 июля 2010 г. № 151-ФЗ : в ред. от 27 дек. 2018 г. № 554-ФЗ. Доступ из справ.-правовой системы «КонсультантПлюс».
7. О потребительском кредите (займе) [Электронный ресурс] : федер. закон от 21 дек. 2013 г. № 353-ФЗ : с изм. и доп. Доступ из справ.-правовой системы «Гарант».
8. Бондаренко И.А. Институциональная комплементарность государства и бизнеса: социально-экономические эффекты // *Экономика образования*. 2008. № 4. С. 11–14.
9. Principles for Financial Market Infrastructures [Электронный ресурс] // *Committee on Payment and Settlement Systems*. 2012. April. URL: <http://www.bis.org/cpmi/publ/d101.htm> (дата обращения: 01.07.2019).

#### References:

- Bondarenko, IA 2008, 'Institutional Complementarity of the State and Business: Socio-Economic Effects', *Ekonomika obrazovaniya*, no. 4, pp. 11-14, (in Russian).
- Ishmuratov, AI 2012, 'Institutionalization of the Functions of Customer Equity', *Ekonomicheskie nauki*, no. 89, pp. 35-38, (in Russian).
- 'Principles for Financial Market Infrastructures' 2012, *Committee on Payment and Settlement Systems*, April, viewed 01 July 2017, <<http://www.bis.org/cpmi/publ/d101.htm>>.
- Rosenstein-Rodan, P 1961, 'Notes on the Theory of the 'Big Push'', *Economic Development for Latin America*, New York, pp. 57-81, [https://doi.org/10.1007/978-1-349-08449-4\\_3](https://doi.org/10.1007/978-1-349-08449-4_3).
- Rykova, IA, Uvarova, EE & Shportova, TV 2015, 'The Institutional Financial Market's Infrastructure: Theoretical and Practical Aspects', *Fundamental'nyye issledovaniya*, no. 2, pp. 2428-2431, viewed 01 July 2019, <<https://www.fundamental-research.ru/ru/article/view?id=37461>>, (in Russian).