

# Финансиализация и усиление влияния государства в России<sup>1</sup>

**С.Д. АГЕЕВА**, кандидат экономических наук  
E-mail: swtageeva@gmail.com; ORCID: 0000 0003–2691–5498  
Институт экономики и организации промышленного производства СО РАН,  
Новосибирск

**Аннотация.** В статье представлены результаты исследования процесса финансиализации в России, сопровождающейся ростом влияния государства в финансовой сфере. Актуальным и важным дополнением исследования стало включение в анализ данных не только по банковскому сектору, но и по фондовому рынку и связанной с ним финансовой инфраструктуре. Такое более широкое изучение финансиализации позволило выявить и доказательно продемонстрировать доминирующий в настоящее время тренд на усиление участия государства на финансовых рынках. Финансиализация и огосударствление экономики взаимосвязаны. Этот тренд наблюдается как в развитых, так и в развивающихся экономиках, а на их конкретное воплощение во многом влияют исторический опыт и траектория предшествующего пути развития. На основе эмпирического материала показано, как в нашей стране происходило последовательное вытеснение частных компаний из различных сфер финансового бизнеса (банки, биржи, финансовая инфраструктура), как изменились роль и каналы воздействия Банка России и Правительства РФ в финансовой сфере. В настоящее время государство преобладает во всех сегментах и процедурах фондового и банковского рынков России, что сказывается на неравных условиях доступа частных и государственных агентов к финансовым ресурсам, рынкам и технологиям.

**Ключевые слова:** государство; финансиализация; зависимость от предшествующего этапа развития; банковский сектор; рынок облигаций; рынок акций; биржевая инфраструктура

В настоящее время продолжается эволюция представлений о роли государства в экономическом развитии. В области исследований, определяемой как «государство и экономика» (или «новая структурная экономика»), среди прочих факторов развития уделяется особое внимание тому, как и насколько эффективно в рыночных условиях органы государственной власти мобилизуют эндогенные факторы развития с помощью создания инфраструктуры, проведения промышленной политики и др. Данный тренд – расширение охвата и глубины проникновения

---

<sup>1</sup> Статья подготовлена автором по проекту 5.6.3.2. (0260–2021–0004) плана научных работ ИЭОПП СО РАН «Механизмы формирования новой модели пространственного развития экономики Российской Федерации, обеспечивающей устойчивое развитие и связанность ее территорий в условиях глобальных вызовов XXI века».

государственного участия в экономику – наблюдается и в развитых, и в развивающихся странах. Он иллюстрируется статистическими данными о росте доли государственной собственности относительно ВВП<sup>2</sup>, об увеличении занятости в государственном секторе и расширении традиционных сфер деятельности органов власти (социальное обеспечение и страхование). В основе этого лежит распространение новых финансовых технологий, обусловивших появление финансиализации.

### **Финансиализация: определение, национальные особенности**

Первые исследования финансиализации относились к развитым странам-лидерам финансового развития – США и Великобритании [Aalbers, 2019; Gupta, 2019]. Их опыт был использован в ходе финансовых реформ в развивающихся экономиках и положен в основу рекомендаций, например, Мирового банка, в части построения моделей финансирования, структуры финансового рынка и пр. Конечно, в каждой конкретной стране эти рекомендации ложились на национальную почву, ее исторические, культурные, институциональные особенности. В России, например, одной из таких особенностей является вековое доминирование государства. Логично предположить, что эта черта проявит себя в процессе финансиализации. Обратимся к определению этого феномена.

К настоящему времени консенсусным стало определение финансиализации Джеральда Эпштейна [Epstein, 2005], который трактует ее как многогранное явление, означающее возрастание роли финансовых мотивов, финансовых рынков, финансовых субъектов в функционировании национальной и международной экономики. Параллельно финансиализация все чаще рассматривается как социальное явление [Aalbers, 2019], как элемент социальной жизни, предполагающий массовое вовлечение всех слоев общества [Demetriades, 2006]. Такое широкое определение позволяет опираться на него при исследовании финансов в различных плоскостях, варьируя объекты, на которые направлена

---

<sup>2</sup> Подробные данные по развитым и развивающимся странам мира с середины XIX века до 2018 г. см.: URL: <https://doi.org/10.1016/j.jge.2021.100005>. Например, сегодня государственные бюджеты обычно составляют от 30% до 50% ВВП в странах с рыночной экономикой, а в начале периода – менее 10%.

финансиализация (рынок капитала, инфраструктура рынка, нефинансовые компании, банковский сектор, домохозяйства).

Процессы финансиализации демонстрируют большое разнообразие (см. обзор [Bonizzi, 2014]). Их форма и содержание различаются в зависимости от *институциональных, политических и исторических условий* в каждой стране. Поэтому скорость распространения финансиализации и ее следствия имеют четко выраженные национальные отличительные черты и, следовательно, связь с политическими режимами государств [Laravitsas, Soydan, 2020; Karwowski, 2018].

Отметим некоторые особенности финансиализации на примере развивающихся экономик<sup>3</sup>, включая те из них, в которых господствующее политическое и/или экономическое положение занимает государство. На примере исследований финансиализации в Южной Африке [Bist, 2018] доказано, что наличие развитого ресурсного сектора вкупе со слабыми институтами ведут экономику к высокой концентрации промышленных и финансовых ресурсов и росту неравенства. В Бразилии и Мексике [Kaltenbrunner, 2018] на финансиализацию значительно повлияли внешние воздействия, связанные с открытием счетов движения капитала и притоком иностранных инвестиций.

Наиболее близкой России представляется модель финансиализации Малайзии [Rethel, 2010], которая развивалась через преодоление противоречий многонационального государства, проблем неравного доступа к финансам и монопольных амбиций национальных элит. Отличием финансиализации России от случая Малайзии является фактическое отсутствие в СССР до реформ 1990-х годов негосударственного (частного) финансового сектора. По этой причине исследования финансиализации в России, как и сам обобщающий термин, отмечены только в XXI веке. В определении термина в российской литературе просматривается привязка к капиталистическому способу производства [Кожурин, 2010]. П.Е. Кожурин определяет финансиализацию как одно из явлений капиталистической модели, при которой заемные средства преобладают над собственными, а финансовые рынки – над реальным сектором. Позднее

---

<sup>3</sup> Термин «развивающиеся рынки» или «развивающиеся экономики» введен в начале 1980-х гг. экономистом всемирного банка Антуану ван Агтмаэль (Agtmael, 2007). Термин введен вместо менее развитые страны или слаборазвитые.

российские исследования финансиализации перемещаются в плоскость изучения влияния новых финансовых технологий [Дубинин, 2017; Криничанский, 2020].

Сравнительно-аналитические исследования позволили установить типологию процессов финансиализации для развивающихся и развитых стран: определить их сходства и различия на основе совокупности показателей и критериев. Так, Е. Карвовский [Karwowski, 2018] представляет результаты обзора и сравнение основных аспектов финансиализации в 17 странах Латинской Америки, Европы, Африки и Азии в сопоставлении их с США и Великобританией по 10 измерителям (устойчивость цен на активы, задолженность домохозяйств, значения фондовых рынков в движении потоков капитала и др.). Подобные сопоставления, помимо прочего, позволяют определить, какие последствия для политической власти имеет процесс усиления значения финансов в жизни социума. В частности, показано, что финансиализация экспоненциально усложнила для государственных органов власти процессы регулирования внутренних и внешних рынков [Petru, 2019].

Современные исследования государственного участия в финансиализации не ограничиваются рассмотрением традиционных государственных функций регулирования финансов, проведения монетарной, налоговой политики, установления условий и координат, в которых реализуется финансиализация. Финансовые кризисы XXI века привели к значительному расширению форм и способов государственного вмешательства в функционирование рынков [Криничанский, 2020; Wang, 2015]. Государство выступает уже не только в роли регулятора и законодателя финансовой сферы, но и в роли институционального инвестора, эмитента, платформы реализации финансовых услуг. В таком контексте финансиализация определяется как процесс, в котором государство все в большей степени трансформируется в акционера (shareholding state) и институционального инвестора [Wang, 2015; Pan et al., 2021].

### **Зависимость финансиализации от исторического пути развития (path dependence)**

Продолжая тему выявления исторической преемственности в развитии финансовых практик, особый акцент следует сделать

на национальных исторических условиях, поскольку продолжительность и укорененность рыночных отношений, стартовый уровень состояния экономики в целом, и рыночных институтов в частности, оказывают решающее воздействие на скорость, пути и результативность финансиализации. Примером может служить различный опыт реформирования экономики в постсоциалистических странах. Большинство из них, за исключением стран СНГ, как правило, имели некоторый предшествующий опыт функционирования национальных рыночных институтов.

Россия до Октябрьской революции 1917 г. обладала развитыми институтами финансового сектора, была активным участником международного рынка капитала. Ее рынок акций занимал заметное место в мире и составлял 6% мировой капитализации (в настоящее время – менее 0,2)<sup>4</sup>. После 1917 г. и практически до конца XX века экономика страны функционировала без рыночных институтов, за исключением короткого периода нэпа (с 1921 г. по 1927 г.). В СССР ограниченный набор функций банковской системы выполняли несколько государственных банков. Вместе с уничтожением рыночных финансовых институтов прервалась передача культурного наследия и профессиональных навыков в прежде развитых сферах экономики, включая некоторые сегменты финансового сектора.

Отсутствие рыночных отношений в прошлом означает, что единственным значимым игроком в экономическом пространстве было государство. Насколько новая финансовая культура населения и бизнеса (в России появившаяся только после 1991 г.) устойчива относительно прежних практик, понятий «рынок» и «частная собственность»? Мерой такой устойчивости, на наш взгляд, могут служить динамика и масштаб государственного влияния на экономику, а также пропорции частной и государственной собственности на материальные и финансовые активы. Кроме того, важным фактором укорененности рыночных реформ является продолжительность периода, в течение которого в стране господствовали нерыночные отношения.

В России рынок и частная собственность были «отменены» в 1920-х гг. Можно предположить, что в некоторых постсоветских

---

<sup>4</sup> Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2018 Elroy Dimson, Paul Marsh, Mike Staunton Summary Edition. P. 7

странах (Латвия, Литва и Эстония), где рыночные отношения существовали дольше (до 1930–1940-х гг.), обычаи рынка сохранились в большей степени. Эта гипотеза основывается на предположении, что финансовая культура населения и бизнеса в определенной степени могла быть сохранена ее носителями и менее восприимчива к последующим авторитарным практикам, а, следовательно, эти страны имеют больше шансов на возврат к рыночной модели после смены режима.

В настоящей работе мы не имеем возможности доказательно подтвердить гипотезу о влиянии предшествующего хода развития стран на процесс финансиализации. Оценка влияния силы и продолжительности рыночных отношений на укорененность рыночных институтов должна быть предметом отдельного научного исследования с привлечением обширного эмпирического материала по выборке стран, различающихся длительностью их «рыночного» и «нерыночного» развития. В данной статье мы ограничимся лишь констатацией важности изучения влияния недавнего исторического прошлого для объяснения особенностей настоящего.

Отметим, что этой же логики придерживается Я. М. Миркин, сопоставляя глубину падения ВВП в ходе кризиса 2008 г. в постсоциалистических странах [Миркин, 2012]. Автор указывает, что Россия в ходе кризиса 2008 г. продемонстрировала самое глубокое падение рынка акций и снижение ВВП среди стран с переходной экономикой, объясняя это именно неукорененностью среди населения и бизнеса рыночной логики. В других переходных экономиках сокращение темпов роста в тот период было в 2–4 раза меньше, чем в РФ, поскольку «историческая память о существовании в других системах координат, нежели чем командная система, была менее размыта».

Отметим диссертационное исследование о различиях в рыночных преобразованиях в экономике Польши и России [Buedenbender, 2017]. В более общей постановке тема изучалась А. Аузаном<sup>5</sup> как «"Эффект колеи"». Проблема зависимости от траектории предшествующего развития – эволюция гипотез» [Аузан, 2015]. Исследуя историю становления институтов в России,

---

<sup>5</sup>Институциональный аспект проблемы обсуждается, например, в следующей публикации: URL: <https://postnauka.ru/longreads/35754> или <https://theoryandpractice.ru/posts/8171-auzan>

авторы среди прочих тем отмечают устойчивое тяготение нашей страны к авторитарному типу власти. Это тяготение реализуется в виде растущего влияния государственного сектора.

### **Формы государственного протекционизма в банковском секторе**

Возвращение в начале второго десятилетия XXI века к преобладанию государственной собственности в финансовом секторе России иллюстрируется статистикой о доле государственных банков<sup>6</sup> в банковском секторе страны. Доминирование государства нарастает во времени. Активы банковского сектора за 2008–2017 гг. выросли с 68% до 92,6% ВВП, а доля государственных банков в структуре этих активов – с 40% в 2007 г. до 59% в 2017-м [Мамонов и др., 2017]. С учетом банков, контролируемых структурами, активы госбанков в 2020 г. (октябрь) составили 65,9%, что в четыре раза больше по сравнению с 2010 г.<sup>7</sup> В результате банковский сектор стал сектором с наиболее высокой долей государственного участия.

Катализатором усиления роли государства в банковском и нефинансовом секторах России стали санкции<sup>8</sup> США и Европейского союза, лишившие государственные банки и компании возможности занимать ресурсы на мировых рынках в форме кредитов и еврооблигаций. Масштаб последствий этих ограничений обусловлен высокой концентрацией отечественного бизнеса в санкционных банках. Они занимают первые четыре места в рейтинге по величине средств корпоративных клиентов России и по величине кредитного портфеля корпоративных клиентов по состоянию на 01.12.2017 г.<sup>9</sup>

Для помощи санкционным банкам Банком России и Правительством были разработаны экстренные меры. Приток ликвидности в банковский сектор в 2015 г. был во многом обеспечен

---

<sup>6</sup> В данной статье мы придерживаемся трактовки понятия государственные банки, предложенного Верниковым А. Наиболее глубокое изучение этой темы см.: *Vernikov, A. (2018). A Guide to Russian Bank Data: Breaking Down the Sample of Banks, SSRN Discussion Paper, 2600738.*

<sup>7</sup> URL: <https://www.banki.ru/news/research/?id=10937281> (дата обращения: 01.11.2021).

<sup>8</sup> Подробнее о санкционной политике см.: *Орлова Н. Финансовые санкции против России: влияние на экономику и экономическую политику.* URL: <http://institutions.com/politika/2502-finansovye-sankcii-protiv-rossii.html> (дата обращения: 18.01.2018).

<sup>9</sup> Составлено на основе URL: <http://www.sotnibankov.ru/ratings/financial-ratings/>

ростом расходов правительства. Одновременно произошли увеличение наличных денег в обращении и рост денежной массы<sup>10</sup>. Основным источником увеличения широкой денежной массы в 2015 г. стали средства Резервного фонда РФ в размере 2,6 трлн руб. Они были размещены на счете Федерального казначейства в Банке России, которое и предоставляло их системно значимым кредитным организациям. Также были задействованы механизмы экстренного предоставления валютной и рублевой ликвидности (с учетом ограничений на заемщика), безотзывные кредитные линии и новые инструменты, например, валютное РЕПО с Банком России. Был создан новый инструмент оздоровления – Фонд консолидации, предназначенный для сохранения финансовой стабильности системообразующих (они же государственные) банков<sup>11</sup>.

Итак, Банк России подключил весь арсенал имеющихся и новых форм стабилизации ситуации на рынке. Но если санкционные государственные банки полностью использовали этот арсенал источников ликвидности, то остальные, за редким исключением, не имели аналогичного доступа к таким инструментам и для поддержания ликвидности могли полагаться только на ресурсы внутреннего рынка (преимущественно – вклады населения). Когда в январе 2015 г. Банк России резко поднял ставку рефинансирования, малые и средние банки не могли поднять свои депозитные ставки столь же быстро и значительно. По этой причине и из-за высокой волатильности произошел массовый отток вкладов населения из этих банков. Банки, не имеющие господдержки, начали массово закрываться.

Фондовый рынок и биржевая инфраструктура также внесли весомый вклад в купирование санкционного кризиса. К 2014 г. государство уже стало активным агентом финансиализации и создало организационный и инфраструктурный задел своего включения в рыночные механизмы.

---

<sup>10</sup> Доклад о денежно-кредитной политике. Информационно-аналитический сборник, сентябрь 2015. ЦБ, Москва Available at: <https://search.rsl.ru/ru/record/01008136800> Российский фондовый рынок.

<sup>11</sup> Обзор финансовой стабильности № 2 ЦБ. II и III кварталы 2017 г. Москва [https://arb.ru/b2b/important/tsb\\_obzor\\_finansovoy\\_stabilnosti\\_vypusk\\_2\\_ii\\_iii\\_kvartaly\\_2017-10163601/](https://arb.ru/b2b/important/tsb_obzor_finansovoy_stabilnosti_vypusk_2_ii_iii_kvartaly_2017-10163601/) (дата обращения 30.12.2021).



## Государство на фондовом рынке

Финансиализация реализуется как глобальная интеграция мировых финансовых рынков, даже несмотря на то, что правила и нормы функционирования национальных рынков могут сильно различаться. Например, существуют принципиальные различия механизмов функционирования бирж, допуска к рынкам капитала в Китае и в развитых странах [Petru, 2020]. Эта асимметрия является результатом различных возможностей и методов мобилизации ресурсов в авторитарных и рыночных государствах. Рассмотрим эти моменты на примере изменений, происходивших на фондовом рынке России и в его инфраструктурном секторе.

### Регулирование рынка

Процессы финансиализации и рост масштабов государственного влияния на финансовые рынки в России идут параллельно с начала 1990-х годов. На этапе формирования финансовых рынков государственные органы (ФКЦБ, позднее ФСФР) занимались разработкой пакетов основных законов, регулирующих их деятельность. Эти законы устанавливали главные правила работы на фондовом рынке и обеспечивали соблюдение фундаментальных основ рыночных отношений: защиту прав частных инвесторов, улучшение норм корпоративного управления, полную прозрачность, контроль за манипулированием ценами и пр.

В становлении *фондового рынка* активное участие принимало сообщество частных брокеров в виде различных саморегулируемых организаций (СРО), которые обеспечивали согласование интересов государства и частной инициативы в выработке законодательного поля, правил осуществления профессиональной деятельности с ценными бумагами, стандартов и пр. Одна из таких СРО – Национальная ассоциация участников фондового рынка (НАУФОР) участвовала в развитии биржи частных брокеров – «Некоммерческое партнерство Российская торговая система (НП РТС)».

С нарастанием значимости и понимания важности процессов финансиализации в России институт саморегулирования на фондовом рынке постепенно вытеснялся государственным регулированием, вплоть до отказа делегирования регулирующих полномочий СРО и их ликвидации. В России регуляторные полномочия были

переданы государственному органу – Банку России<sup>12</sup>. НАУФОР перешла под надзор и контроль Банка России, и его функции как СРО сократились. Отметим, что тренд на усиление роли государства на фондовом рынке в сфере надзора характерен и для некоторых развитых стран (Великобритании, Франции).

Как показывает история создания рыночных институтов в РФ, государство быстро и охотно восприняло рыночную логику. Министерство финансов и Банк России первыми выпустили на рынок облигационные займы. Позже на рынке появились бумаги субъектов федераций и муниципалитетов, корпораций.

### **Новые финансовые технологии и инфраструктура**

Еще в 1990-х годах были названы три основные причины финансиализации в мировой экономике: интеллектуальный прогресс в финансовой теории, новации в области информационных и коммуникационных технологий (ИКТ) и дерегулирование финансовых рынков [Freeman, 1994]. В глобальном масштабе принципиально важны новации ИКТ в сфере финансовой инфраструктуры. Во многих странах, в том числе и в России, они реализуются при содействии государства.

Почему так важен акцент на инфраструктуре финансовых рынков? Во-первых, по определению, инфраструктура – это нейтральная сфера, равноудаленная от всех участников финансовых сделок, действующая в их общих интересах. Во-вторых, в эту сферу активно внедряются новые технологии, влияющие на скорость и надежность трейдинга, расчетов, клиринга и пр., что крайне важно для утверждения национальных приоритетов в государственной финансовой политике. В силу этого государство становится крупнейшим акционером финансовой инфраструктуры, как в России, или даже его единственным владельцем, как в КНР. В-третьих, именно финансовая инфраструктура является инструментом и каналом глобальной финансиализации, поэтому она становится полем для глобальной конкуренции на мировом финансовом рынке. В настоящее время на межгосударственном уровне

---

<sup>12</sup> В соответствии с п. 1 Указа Федеральная служба по финансовым рынкам (ФСФР России) 1 сентября 2013 г. упразднена, а функции по регулированию, контролю и надзору в сфере финансового рынка были переданы Центральному банку РФ. Саморегулирование на российском финансовом рынке. Анализ эффективности и вопросы совершенствования существующей модели Банк России. Доклад для общественных консультаций Москва, 2019 информационно-правового интернет-портала «КонсультантПлюс».

сформулирована важная проблема противодействия «цифровому авторитаризму» (см., например [Van Graver, 2018]) через внедрение демократической модели цифрового управления с кодексом поведения и выявлением практик манипулирования информацией.

### **Биржевая инфраструктура**

В России три поколения населения не знали деятельности бирж. В 1990-х годах биржи появились практически во всех крупных городах и активно вели между собой конкурентную борьбу за размещение ценных бумаг. Постепенно с рынка вытеснялись независимые биржи. В 2011 г. произошло слияние двух оставшихся на тот момент в РФ ведущих площадок – биржи частных брокеров РТС и ММВБ под эгидой Банка России.

Государство решало задачу построения значимого на мировом рынке финансового центра, поэтому считало необходимым концентрацию ресурсов и ликвидности в одном месте. Одновременно ММВБ сменила статус некоммерческой организации на акционерное общество «Московская биржа». Ее ведущими акционерами стали государственные структуры. В 2013 г. биржа провела IPO. В отличие от КНР, где государство является прямым собственником национальных материковых бирж, среди акционеров ПАО «Московская биржа», владеющих пакетами акций 5% голосов и более<sup>11</sup>, в настоящее время фигурируют Банк России (11%), Государственная корпорация развития ВЭБ.РФ (8,404%), ПАО «Сбербанк» (10,01%). Суммарная доля близких к государству акционеров в акционерном капитале биржи составляет около 25%. Через «Московскую биржу» государство как акционер контролирует другие объекты национальной финансовой инфраструктуры: Центральный депозитарий и Национальную клиринговую организацию (оба входят в группу «Московской биржи»).

На примере функционирования «Московской биржи» как акционерного общества мы видим реализацию одного из признаков финансиализации: ориентацию корпоративного управления на рост акционерной стоимости. Дивидендная история биржи показывает непрерывный рост выплат в установленном диапазоне (55–60%). На выплату дивидендов биржа в 2015 г. направила 58,2% чистой прибыли, в 2020-м – около 90%. Таким образом, ее деятельность направлена, с одной стороны, на развитие национальной технологической платформы для равноправного

и равноудаленного участия в торгах всех ее членов. С другой – на рост капитализации и максимизацию дивидендных выплат. Это может служить основой для возникновения конфликта интересов акционеров и участников торгов<sup>13</sup>.

Кроме доли собственности в акционерной стоимости системообразующих компаний фондового рынка государственное участие на рынке отражают такие показатели, как доля акций и облигаций, эмитированных государственными компаниями и обращающихся на биржевом и внебиржевом рынках.

### **Облигационный рынок**

Отношение объема эмиссий облигаций к ВВП является одним из показателей национальной финансиализации [Mertzanis, 2019]. С точки зрения развития облигационного рынка в государствах с переходной экономикой можно найти определенные сходства облигационных рынков Китая и России. Несмотря на разницу масштабов и объема рынка (в КНР он третий по величине в мире и составляет 95% от ВВП, российский рынок облигаций 20-й в мире – 21%)<sup>14</sup>, они схожи по роли на нем государства. Высокий уровень влияния государства [Petru, 2020] здесь ощущается не только с точки зрения установления норм функционирования рынка (регулирование выпуска, обращения, владения облигациями, налогообложения), но и структуры выпусков ценных бумаг.

В КНР большинство облигаций или непосредственно выпущены органами власти разных уровней, или имеют явные либо неявные государственные гарантии (эмитентом являются государственные или системно значимые предприятия) [Petru, 2019; Rethel, 2010]. По данным рейтингового агентства АКРА, в структуре эмитентов облигации государственных нефинансовых компаний, центрального правительства, системно значимых или государственных финансовых компаний развития (включая банки) в КНР составляют около 91,6%, в России – 81,9%<sup>15</sup>.

Масштаб и динамика присутствия государства на долговом рынке РФ во многом характеризуются объемами эмиссий облигаций центрального правительства, субфедеральной

<sup>13</sup> Более подробно об угрозах конфликтных ситуаций см. [Агеева, Мишура, 2021]

<sup>14</sup> Данные АКРА.URL: <https://www.acra-ratings.ru/research/1109/>

<sup>15</sup> URL: <https://www.acra-ratings.ru/research/1109/>

и муниципальной власти<sup>16</sup>. Объем этого сегмента рынка постоянно растет. По данным НАУФОР<sup>17</sup>, отношение внутреннего долга к ВВП в России выросло с 3,3% в 2005 г. до 7,2% в 2018 г. и 10% к началу 2021 г.<sup>18</sup>

Структура облигационного рынка государственного и корпоративного секторов сильно различается по номинальной стоимости и по торговому обороту. Объем выпусков гособлигаций по номинальной стоимости увеличивается вместе с ростом государственного сектора, так как эти бумаги, будучи высоконадежными, широко используются для кредитования и фондирования (операции РЕПО) и потому востребованы инвесторами. Не случайно объем рынка биржевых сделок с государственными облигациями на Московской бирже по итогам 2019 г. был в 2,12 раза выше объема сделок с корпоративными облигациями<sup>19</sup>. При некотором снижении объема рынка облигаций по номиналу после 2014 г. доля этих бумаг в торговом обороте в 2019 г. превысила 70% (для сравнения: в 2012 г. было 40%) (рис. 1). В 2021 г. сектор федеральных облигаций в обращении показал максимальный годовой прирост (12,8%)

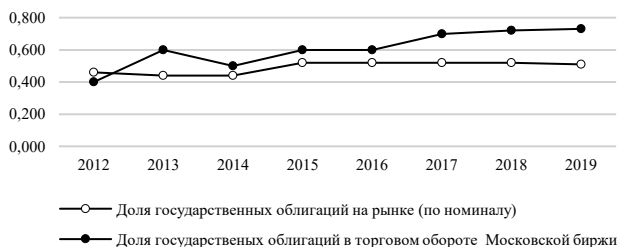


Рис. 1. Динамика долей рынка государственных облигаций по номинальной стоимости и в структуре торгового оборота в 2012–2019 гг., %

Растущая финансовая власть государства через усиление роли рынка гособлигаций просматривается по нескольким направлениям. Прежде всего, Банк России выполняет функции

<sup>16</sup> С 2015 г. объемы торгов корпоративными облигациями и облигации субъектов РФ и муниципалитетов показаны одной суммой.

<sup>17</sup> Российский фондовый рынок. События и факты. М.: Науфор. 2017. С. 89.

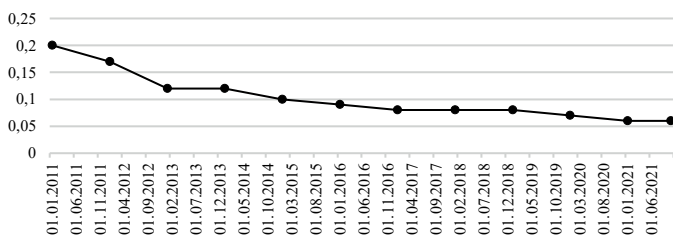
<sup>18</sup> URL: <http://global-finances.ru/vnutrenniy-dolg-rossii/>

<sup>19</sup> URL: [www.moex.com](http://www.moex.com)

маркет-мейкера. Для стимулирования спроса на государственные ценные бумаги и концентрации ликвидности Банк России выкупал малоликвидные бумаги, заменяя их на высоколиквидные облигации, привлекательные для инвесторов в кризисных условиях (ОФЗ-ИН, номинал которых индексируется с учетом инфляции). Кроме этого, в последние годы были увеличены государственные гарантии по некоторым облигационным выпускам корпоративных заемщиков. Успешно апробировано использование ОФЗ в качестве инструмента поддержки банковского сектора в рамках антикризисной программы Правительства РФ, расширена «линейка» долговых инструментов Минфина России, ориентированных на частных лиц и институциональных инвесторов.

Свою программу роста торгового оборота на рынке гособлигаций реализовала Московская биржа, внедрив технологии, позволяющие сконцентрировать ликвидность рынков, улучшить расчеты и обеспечить быстрые перетоки ликвидности между рынками. В частности, был усовершенствован механизм продажи и информационного сопровождения аукционов по размещению ОФЗ (например, максимальная разрешенная доля неконкурентных заявок возросла с 25% до 90%).

Все эти меры были направлены на развитие рынка ОФЗ, тогда как рынок облигаций субфедеральных и муниципальных властей стагнировал. В России облигации федерального правительства всегда преобладали на рынке (рис. 2).



Источник. URL: <https://rusbonds.ru/rb-docs/analytics/A13.10.2021-Region.pdf>

Рис. 2. Доля субфедеральных облигаций в объеме рублевого рынка государственных облигаций РФ в 2011–2021 гг., %

После 2014 г. инструменты фондового рынка для пополнения региональных бюджетов становятся все менее востребованными.

Параллельно с этим идет сокращение полномочий региональных органов власти. Динамика доли облигаций субфедеральной и муниципальной власти хорошо иллюстрирует процесс централизации финансовых возможностей власти в России. Примечательно, что в авторитарном Китае рынок облигаций региональной власти находится под контролем центра, но он не деградирует [Petru, 2019].

Кроме выпуска государственных облигаций, весомо участие государства на рынке облигаций корпоративного и банковского секторов. Важной чертой рынка корпоративных облигаций России является преобладание на нем крупных компаний, контролируемых государством или близкими к власти элитами. Для более полного представления о роли государства на отечественном долговом рынке следует привлечь данные о долях облигаций компаний с государственным участием не только в финансовом, но и в корпоративном секторе<sup>20</sup>. В число крупнейших корпоративных облигационных эмитентов входят ПАО «НК «Роснефть»», ОАО «РЖД» и ВЭБ.РФ. По показателю ликвидности на облигации «Роснефти» приходится 43,5% рынка. На сегменте рынка облигаций банковского сектора преобладают бумаги банков, в той или иной мере контролируемых государством: ПАО «Сбербанк», ПАО «Россельхозбанк», ПАО «Газпромбанк», Банк ВТБ (ПАО)<sup>18</sup>.

Таким образом, показатели объема и динамики, а также структуры долгового рынка демонстрируют прямое (в роли эмитента) и регуляторное воздействие на него государства. Совмещение различных функций у государства может привести к нарушению рыночных практик и поставить отдельных игроков, близких к государству, в эксклюзивное положение, подобно тому, например, как это произошло в ходе купирования санкционного кризиса, когда помощь от Банка России и правительства направлялась в первую очередь государственным банкам.

### **Рынок акционерного капитала<sup>21</sup>**

Оценки доли государства в экономике РФ разнятся в зависимости от выбранного показателя и целей исследования.

---

<sup>20</sup> К таким компаниям причисляют компании корпоративного и финансового секторов, попавшие под секторальные санкции Европейского союза и США.

<sup>21</sup> По данным Счетной палаты, в России нет достоверной информации о количестве акционерных обществ и федеральных государственных унитарных предприятий, подконтрольных государству. РБК. [Эл.ресурс.] URL: <https://www.rbc.ru/economic/s/27/08/2020/5f46759e9a79477784569e00>

Например, в 2016 г. МВФ использует для оценки несколько показателей: долю госсектора в ВВП (30%), долю в добавленной стоимости (33%), численность занятых в формальном секторе (50%)<sup>22</sup>. Самая низкая оценка получится при использовании показателя стоимости основных фондов государственных компаний (18%). Moody's и Центр стратегических разработок оценивают долю госсектора в российской экономике в интервале 40–50%. Оценка ФАС<sup>23</sup> вклада госкомпаний в ВВП составляет 70%. Она увеличилась вдвое с 2005 по 2015 гг.

Для оценки влияния государства в условиях финансиализации наиболее адекватным критерием, на наш взгляд, является право собственности на акции<sup>24</sup>, т.е. доля голосующих акций эмитента, которая находится в прямом или косвенном владении (через дочерние компании, институты и др.) государственных структур и дает доступ к управлению компанией и получению дивидендного дохода<sup>25</sup>.

Для того чтобы вычлнить долю государства в капитале компаний корпоративного сектора, требуется уточнить, какие структуры считать государственными и каков размер пакета акций в государственной собственности? Например, включать ли в процент государственной собственности долю акций республиканских органов власти? В частности, компания АПАО «Алроса» принадлежит не только РФ, но и Республике Саха, 34% акций компании ПАО «Газнефть» принадлежат подконтрольным Республике Татарстан юридическим лицам.

По нашему мнению, при расчете доли госсобственности в акционерном капитале нужно учитывать не только те компании, в которых имеется прямое владение акциями государством в лице Росимущества. В инвестиционной практике применяется расширительная трактовка государственного участия из-за возможности косвенного влияния государственных структур на деятельность компаний. Она связана с тем, что и прямое, и опосредованное участие государства в акционерном капитале компании является

<sup>22</sup> URL: <https://www.rbc.ru/economics/12/03/2019/5c879e0c9a79472f59316a90>

<sup>23</sup> URL: <https://www.rbc.ru/economics/12/03/2019/5c879e0c9a79472f59316a90>

<sup>24</sup> Номинальными собственниками имущества государства являются Федеральное агентство по управлению государственным имуществом (Росимущество), подведомственное Правительству РФ, ГК «Ростех» и ГК Внешэкономбанк, являющиеся некоммерческими организациями, а также Центральный банк РФ.

<sup>25</sup> Мы не уточняем возможность участия владельцев привилегированных акций некоторых компаний в управлении АО.



важным фактором оценки рисков инвесторами. Поэтому на фондовом рынке (как долговом, так и рынке акционерного капитала) целесообразно пользоваться подходами и информацией, которые применяют институциональные инвесторы и другие финансовые посредники для построения собственных стратегий на рынке и в своих рекомендациях клиентам-инвесторам.

Институциональные инвесторы изучают состав акционеров компаний-эмитентов и оценивают риски тех из них, которые не относятся к государственным по формальным критериям (доле акций, прямо контролируемой госорганами), но по существу зависят, например, от государственных субсидий, т.е. являются «квазичастными». Это, по нашему мнению, справедливый подход, учитывая известную легкость манипулирования долями акционеров. Отдельное внимание инвесторов привлекает практика избрания в качестве независимых директоров лиц, тем или иным образом связанных с государственными структурами или подконтрольных им<sup>26</sup>. Поэтому для соблюдения полной прозрачности законодательно требуется ежеквартальное представление корпоративной отчетности от эмитентов, чьи инструменты обращаются на биржевом рынке. Компании размещают на биржевом сайте актуальную информацию о составе акционеров и о любых существенных фактах, которые влияют на изменение структуры акционерного капитала, о составе органов корпоративного управления. Эта информация профессионально изучается, регулярно актуализируется и используется для обоснования инвестиционных стратегий на рынке.

По этой причине мы опираемся в своем исследовании на биржевую информацию и оценки профессиональных участников фондового рынка о возможности влияния государства и подконтрольных ему структур на фондовом рынке. Ответом на вопрос о «весе» государства на рынке акционерного капитала будет информация о такой доле для акций, входящих в основной индекс фондового рынка, в который включены бумаги 50 крупнейших и наиболее ликвидных российских компаний из 10 основных секторов экономики РФ. В семейство индексов

---

<sup>26</sup> Не секрет, что при оценке риска компаний инвесторы учитывают информацию о персональном составе независимых директоров и их трудовой биографии. Данная тема является предметом отдельного изучения. В статье мы ограничимся констатацией факта трудности определения и разнообразия форм государственного влияния на бизнес.

Московской биржи включен также специальный индекс компаний с госучастием MOEX RCI. В него входят акции компаний, в структуре акционерного капитала которых находятся различные государственные органы, госкорпорации и подконтрольные им структуры. К таким государственным собственникам-представителям относятся **Росимущество** (ему и АО «Роснефтегаз» принадлежит пакет 50,23% ПАО «Газпром»; 78,55% ПАО «Транснефть», 92% ПАО «Россети»), **АО «Роснефтегаз»** (полностью контролируется Росимуществом (100%) и владеет 50,76% ПАО «НК «Роснефть»»), **Министерство финансов РФ** (владеет 50%+1 акция ПАО «Сбербанк»). Государственная компания ПАО «Газпром» владеет 10%-м пакетом акций ПАО «Новатэк». Мы перечислили компании с государственным участием, имеющие наиболее высокую рыночную капитализацию ценных бумаг по итогам торгов на фондовом рынке ПАО «Московская биржа» на конец III квартала 2021 г.<sup>27</sup>

Как мы видим, механизм участия государства в акционерном капитале компаний может быть различным. Совокупная рыночная капитализация входящих в индекс MOEX компаний на сентябрь 2021 г. составила 60,1 трлн руб., капитализация компаний из MOEX RCI превысила 55% от этой величины.

Динамика MOEX и MOEX RCI схожа, так как состав индексов пересекается. Таким образом, значимость позиции государства на рынке акций подтверждается долей государственных компаний в общей капитализации российского корпоративного рынка.

В России доля 10 крупнейших эмитентов в совокупной капитализации выросла с 61,6% (2012 г.) до 70,7% в 2019-м. В составе этой десятки – государственные ПАО «НК «Роснефть»» (11,4%), ПАО «Газпром» (9,1%), ПАО «Газпромнефть» (4,1%). Столь же высока и концентрация в торговом обороте биржи. Доля в совокупном обороте десятки наиболее капитализированных компаний в России – одна из самых высоких среди развивающихся экономик. По данным мировой ассоциации бирж, в 2019 г. она составила 76,5% [WFE, 2019]. Для сравнения: на национальной бирже Бразилии *Vovespa* это величина составляет 48,7%, в Малайзии – *Bursa Malaysia* – 74,2%, на национальной фондовой бирже Индии *NSE* – 18,8%.

---

<sup>27</sup> Составлено на основе данных Мосбиржи и URL: <https://bes-express.ru/novosti-analitika/kompanii-s-gosudarstvennym-uchastiem-skol-ko-ikh>

Таким образом, в настоящее время на рынке акций и облигационном рынке России доминируют ценные бумаги государства и связанных с ним банков и нефинансовых компаний.

\*\*\*

Государство в России постепенно стало самым влиятельным участником финансового бизнеса. Оно выступает уже не только в роли регулятора и законодателя финансовой сферы, но и в роли акционера, эмитента, платформы реализации финансовых услуг. Совмещение этих функций чревато нарушениями базовых принципов фондового рынка: равенства в правах всех участников.

Период в три десятилетия показал отсутствие укорененности рыночной логики в России. Государство вновь становится ведущим игроком в экономическом пространстве. Это выражается, в частности, в растущем вмешательстве/влиянии государства в банковский бизнес, в доминировании активов государственных компаний на фондовом рынке и в торговых операциях с финансовыми инструментами.

Финансиализация способствовала росту роли и значения финансовой инфраструктуры, что укрепило позиции государства на рынке ее услуг и послужило ее дальнейшему масштабированию. Таким образом, сформировалась положительная обратная связь финансиализации и усиления позиций государства в финансовой сфере. Финансиализация и огосударствление – два связанных и усиливающих друг друга процесса.

## Литература/References

*Агеева С., Мишура А.* Финансиализация и биржевая инфраструктура: новые функции. В кн.: Финансовые рынки: Цифровая трансформация. М., 2021. С. 92–104.

*Ageeva, S., Mishura, A. (2021)* Financialization and exchange infrastructure: new functions. In *Financial Markets: Digital Transformation*. Moscow. Pp. 92–104. (In Russ.).

*Аузан А. А.* «Эффект колен». Проблема зависимости от траектории предшествующего развития – эволюция гипотез. Вестник Московского университета Сер. 6 Экономика. 2015. № 1. С. 3–15.

*Auzan, A. A. (2015).* “Rut effect”. The problem of dependence on the trajectory of previous development is the evolution of hypotheses. *Moscow University Bulletin Ser. 6 Economy*. No. 1. Pp. 3–15. (In Russ.).

*Дубинин С. К.* Финансиализация экономического роста и российская национальная финансовая система // Финансы: теория и практика. 2017. № 4.

С. 6–21. URL: <https://financetp.fa.ru/jour/article/viewFile/1/39.pdf> (дата обращения: 16.12.2020).

Dubinin, S.K. (2017). Financialization of economic growth and the Russian national financial system. *Finance: theory and practice*. No. 4. Pp. 6–21. (In Russ.). Available at: <https://financetp.fa.ru/jour/article/viewFile/1/39.pdf> (accessed 16.12.2020).

Кожурин П. Е. Финансиализация как фактор развития мировой экономики // Вестник РГГУ. Серия «Экономика. Управление. Право». 2010. С. 260–265. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/finansializatsiya-kak-faktor-razvitiya-mirovoy-ekonomiki-1/viewer> (дата обращения: 16.11.2019).

Kozhurin, P.E. (2010). Financialization as a factor in the development of the world economy. *Bulletin of the Russian State University for the Humanities*. Series “Economy. Control. Right”. Pp. 260–265. Available at: <https://cyberleninka.ru/article/n/finansializatsiya-kak-faktor-razvitiya-mirovoy-ekonomiki-1/viewer> (accessed 16.11.2019). (In Russ.).

Криничанский К. В. Трансформация структуры финансовых систем в условиях цифровизации/Финансовые рынки в условиях цифровизации: монография / кол. авторов; под ред. Криничанского К. В. М.: РУСАЙНС, 2020. С. 102–112.

Krinichanskiy, K.V. (2020). *Transformation of the structure of financial systems in the context of digitalization* / Financial markets in the context of digitalization: monograph / count. authors; ed. Krinichanskiy K. V. Moscow RUSAYNS.

Мамонов М. и др. Финансовый сектор, экономический рост и макроэкономическая стабильность // Серия докладов об экономических исследованиях ЦБ. 2017. № 21. URL: [cbr.ru/content/document/file/16718/wp\\_21.pdf](http://cbr.ru/content/document/file/16718/wp_21.pdf) (дата обращения: 10.11.2021).

Mamonov, M. et al. (2017). Financial sector, economic growth and macroeconomic stability. Series of reports on economic research of the Central Bank. No. 21. Available at: [cbr.ru/content/document/file/16718/wp\\_21.pdf](http://cbr.ru/content/document/file/16718/wp_21.pdf) (accessed 10.11.2021). (In Russ.).

Миркин Я. Технология бизнеса: Почему кризис в разных странах протекает по-разному? 2012. [Эл. ресурс]. URL: <http://www.orenfinance.ru/business/detail.php?ID=6625> (дата обращения: 12.05.2020).

Mirkin, Y. (2012). Business technology:: Why is the crisis in different countries proceeding differently? (In Russ.). Available at: <http://www.orenfinance.ru/business/detail.php?ID=6625> (accessed: 05.12.2020).

Aalbers, M. (2019). Financialization. In: D. Richardson, N. Castree, M. F. Goodchild, A. L. Kobayashi and R. Marston (Eds) *The International Encyclopedia of Geography: People, the Earth, Environment, and Technology*. Oxford: Wiley.

Ageeva, S., Mishura, A. (2019). Spatial aspects of the Russian banking system: transformation and access to credit for small Russian firms. In *Geofinance between Political and Financial Geographies. A Focus on the Semi-Periphery of the Global Financial System*. Edited by Silvia Grandi, Christian Sellar and Juvaria Jafri. By Edward Elgard, London DOI: <https://doi.org/10.4337/9781789903850> P. 264

Bist, J. (2018). Financial development and economic growth: Evidence from a panel of 16 African and non-African low-income countries. *Cogent Economics & Finance*. March. No. 6. 17 P. Available at: <https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/23322039.2018.1449780?src=recss> (дата обращения: 05.12.2019).

Buedenbender, A. (2017). New spaces of capital: The real estate financial complex in Russia and Poland. *KU Leuven, Science, Engineering & Technology*. P.319

Bonizzi, B. (2014). Financialisation in Developing and Emerging Countries: A Survey. *International journal of political economy*. No.37. Available at: [https://cris.winchester.ac.uk/ws/portalfiles/portal/2543042/367126\\_Bonizzi\\_FinancializationDevelopingCountries\\_withstatement.pdf](https://cris.winchester.ac.uk/ws/portalfiles/portal/2543042/367126_Bonizzi_FinancializationDevelopingCountries_withstatement.pdf) (дата обращения: 11.04.2020).

Demetriades, P. O. et al. (2006). Finance, institutions and economic development. *International Journal of Finance and Economics*. No. 11(3). Pp. 783–799. Available at: [https://www.researchgate.net/publication/5115156\\_Finance\\_Institutions\\_and\\_Economic\\_Development](https://www.researchgate.net/publication/5115156_Finance_Institutions_and_Economic_Development) (дата обращения: 15.12.2020).

Epstein, G.(2005). Financialization and the World Economy. Edward Elgar Publishing. 440 P. Available at: <https://www.peri.umass.edu/fileadmin/pdf/programs/globalization/financialization/chapter1.pdf> (дата обращения: 01.04.2020).

Van Graver, D. (2018). The “new era” of digital authoritarianism (2018). *International Journal of Communication* 12, 3788–3794 1932–8036/20180005. Available at <http://ijoc.org>.

Gupta, P.(2019). The entwined futures of financialisation and cities. *Cambridge Journal of Economics*. July. No. 43. Pp. 1123–1148. Available at: <https://academic.oup.com/cje/article-abstract/43/4/1123/5529826?redirectedFrom=fulltext> (дата обращения: 10.04.2020).

Freeman, A. (1994). The future of Finance: Capitalism without owners?. Pp. 30–40. In Marjolin, R., O’Brien, R. Finance and the international economy, Oxford University Press for American Express Bank.

Kaltenbrunner, A.(2018). Subordinated Financial Integration and Financialisation in Emerging Capitalist Economies: The Brazilian Experience. *New Political Economy*. No. 23 (3). Pp. 290–313. Available at: [http://eprints.whiterose.ac.uk/117976/3/Brazilian%20Financialisation\\_KaltenbrunnerPainceira\\_R1.pdf](http://eprints.whiterose.ac.uk/117976/3/Brazilian%20Financialisation_KaltenbrunnerPainceira_R1.pdf) (дата обращения: 10.04.2020).

Karwowski, E. (2018) Economic Development and Variegated Financialization in Emerging Economies. *Financial Geography Working Paper*. No. 24. Available at: <https://mail.google.com/mail/u/2/?tab=wm&ogbl#inbox/FMfcgxwDsFdTkGMmQCkgJBtrFZKZLIkr?projector=1&messagePartId=0.1> (дата обращения: 10.10.2019).

Lapavistas, C. and Soydan, A. (2020). Financialisation in Developing Countries: Approaches, Concepts and Metrics”, SOAS Department of Economics Working Paper No. 240, London: SOAS University of London. SOAS Department of Economics Working Paper Series at. Available at: <http://www.soas.ac.uk/economics/research/workingpapers/>

Mertzanis, C. (2019). Financialisation, institutions and financing constraints in developing countries. *Cambridge Journal of Economics*. July. No. 43. Pp. 825–866. Available at: <https://sci-hub.si/10.1093/cje/bez015> (accessed 03.04.2020).

Pan, F., Zhang, F., Wu, F. (2021). State-led Financialization in China: Case of the Government-guided Investment Fund, *The China Quarterly*, 247. Pp.749–772. DOI:10.1017/S0305741020000880

Petry, J. (2019). ‘Securities exchanges: Subjects & agents of financialization’, D. Mertens, P. Mader & N. van der Zwan (eds.) *The Routledge International Handbook of Financialization*. London: Routledge

Petry, J. (2020). From National Marketplaces to Global Providers of Financial Infrastructures: Exchanges, Infrastructures and Structural Power in Global Finance. *New Political Economy*, DOI: 10.1080/13563467.2020.1782368. Available at: <https://doi.org/10.1080/13563467.2020.1782368>

Rethel, L. (2010). Financialisation and the Malaysian Political Economy. *Globalizations*, 7(4). Pp. 489–506.

Wang, Y. (2015). The Rise of the “Shareholding State”: Financialization of Economic Management in China *Socioeconomic Review* 13 (3), 603–625. Yale University.

World Federation of Exchange. Available at: <https://www.world-exchanges.org/> (accessed 03.05. 2021).

Российский фондовый рынок. События и факты. Москва. НАУФОР. 2017. С. 89.

## Summary

*Ageeva, S.D., Cand. Sci. (Econ.), Institute of Economics and Industrial Engineering, SB RAS, Novosibirsk*

### Financialization and Strengthening of the State Influence in Russia

**Abstract.** The paper presents the results of the study of the process of financialization in Russia, accompanied by the growing influence of the state in the financial sector. A relevant and important addition to the research was the inclusion of data not only on the banking sector, but also on the stock market and related financial infrastructure. This broader study of financialization allowed us to identify and prove the current dominant trend of increasing state participation in financial markets. Financialization and governmentalization are interrelated. They are observed in both developed and developing economies, and their concrete embodiment is largely influenced by historical experience and the trajectory of the previous development path. On the basis of empirical material, it is shown how in our country there was a consistent displacement of private companies from various areas of financial business (banks, exchanges, financial infrastructure), how the role and channels of influence of the Bank of Russia and the RF Government in the financial sector have changed. Currently, the state dominates in all segments and procedures of the Russian stock and banking markets, which affects the unequal access of private and state agents to financial resources, markets and technology.

**Keywords:** *state; financialization; dependence on the previous stage of development; banking sector; bond market; stock market; exchange infrastructure*

Статья поступила 19.11.2021

Статья принята к публикации 08.12.2021

**Для цитирования:** *Агеева С.Д.* Финансиализация и усиление влияния государства в России // ЭКО. 2022. № 3. С. 108–129. DOI: 10.30680/ECO0131-7652-2022-3-108-129

**For citation:** *Ageeva, S.D.* (2022). Financialization and Strengthening of the State Influence in Russia. *ECO*. No. 3. Pp. 108–129. (In Russ.). DOI: 10.30680/ECO0131-7652-2022-3-108-129