

УДК 336.055  
DOI 10.17513/fr.43498

## **СОВЕРШЕНСТВОВАНИЕ ФИНАНСОВОГО РЫНКА И ИНВЕСТИЦИОННОЙ ИНФРАСТРУКТУРЫ В ДВФО: КАК ВКЛЮЧИТЬ СРЕДСТВА НАСЕЛЕНИЯ В ПРОЦЕСС ТРАНСФОРМАЦИИ СБЕРЕЖЕНИЙ В ИНВЕСТИЦИИ**

**Кривелевич М.Е.**

*Институт экономических исследований ДВО РАН, Хабаровск, e-mail: 733180@bk.ru*

Задача планирования механизма регионального финансового рынка, который обеспечил бы социально-экономическое развитие Дальнего Востока, финансовыми ресурсами в отсутствие масштабных иностранных инвестиций, сводится, прежде всего, к вопросу о том, как мобилизовать средства населения, перенаправив их из банковских депозитов. Автором рассмотрен комплекс знаний о механизмах принятия финансовых решений индивидуальными инвесторами с учетом их ограниченной рациональности и склонности к ряду системных ошибок мышления, доступных современной экономической науке. В статье сформулированы основные вызовы, стоящие перед архитектурой регионального финансового рынка, происходящие из специфики принятия инвестиционных решений населением, особенностей инвестиционного рынка региона, валютных, процентных и иных финансовых и операционных рисков. В качестве ответа на заявленные вызовы предлагается создание соответствующего механизма проведения торгов и клиринга, выполнен подбор финансовых продуктов, предложены сопровождающие мероприятия и ключевые технологии регулирования рыночной динамики. Можно предположить, что созданный в соответствии с нашими выводами и рекомендациями комплекс финансовой инфраструктуры будет максимально психологически комфортен для населения Дальнего востока и станет эффективным механизмом трансформации сбережений в инвестиции.

**Ключевые слова:** Региональный финансовый рынок, финансовый центр, внутренние инвестиции, развитие Дальнего Востока

## **DEVELOPMENT OF THE FINANCIAL MARKET AND INVESTMENT INFRASTRUCTURE IN THE RUSSIAN FAR EAST: HOW TO INCORPORATE HOUSEHOLDS FUNDS IN THE PROCESS OF TRANSFORMATION OF SAVINGS INTO INVESTMENTS**

**Krivelevich M.E.**

*Institute of Economic Research FEB RAS, Khabarovsk, e-mail: 733180@bk.ru*

The mission of planning a regional financial market mechanism that would ensure the socio-economic development of the Far East with financial resources in the absence of large-scale foreign investment is primarily reduced to the question of how to mobilize household funds by redirecting them from bank deposits. We consider the complex of knowledge about the mechanisms of financial decision-making by individual investors, taking into account their limited rationality and propensity for a number of systematic errors of thinking, available to modern economic science. The article formulates the main challenges facing the architecture of the regional financial market, arising from the specifics of investment decision-making by the individuals, the characteristics of the region's investment market, foreign exchange, interest rate and other risks. As a response to the stated challenges, it is suggested to create an appropriate trading and clearing mechanism, to determine appropriate financial products, to suggest supporting measures and key technologies to regulate market dynamics. It can be assumed that the complex of financial infrastructure created in accordance with our conclusions and recommendations will be most psychologically comfortable for the population of the Far East and become an effective mechanism for transforming savings into investments.

**Keywords:** Regional financial market, financial center, domestic investments, development of the Russian Far East

Российский Дальний Восток, по мнению автора, нуждается в создании регионального финансового центра, который эффективно трансформировал бы сбережения дальневосточных экономических агентов, прежде всего населения, в инвестиции в ценные бумаги локальных эмитентов, обеспечивая опережающее социально-экономическое развитие региона всем комплексом услуг финансовой инфраструктуры в отсутствие системного взаимодействия с иностранными финансовыми организациями.

Принципиальная схема движения капитала на региональном уровне сегодня выглядит так: дальневосточники оставляют свои средства в депозитах банков из других регионов, имеющих филиалы, расположенные в данном регионе (более 1,5 трлн руб. по состоянию на 01.03.2023) и банков из других регионов, не имеющих филиалы в ДВФО (более 1,13 трлн руб.) [1] с относительно невысокой доходностью, одновременно реализуемые на Дальнем Востоке проекты берут кредиты в этих же федеральных бан-

ках по ставкам значительно превышающим ставки по депозитам.

Не так важно, какую именно часть от ранее упомянутых более чем 2,5 трлн рублей сбережений населения депозитах внешних по отношению к ДВФО банков, и тех 0,207 трлн руб., которые дальневосточники хранят на депозитах в местных банках, составляет операционный резерв, а какую средства, предполагающиеся для долгосрочного инвестирования. Главный вопрос состоит в том, как создать такую систему мотивации и рыночную инфраструктуру, при которой начнется масштабный переток средств населения с этих депозитов в ценные бумаги, эмитируемые проектами, создающими в регионе дополнительный ВРП и новые рабочие места.

В качестве базовой гипотезы предполагено, что региональный финансовый центр должен быть создан в формате биржевого рынка с соответствующей инфраструктурой (брокерские компании, управляющие компании биржевых фондов и паевых инвестиционных фондов и др.), ориентированной именно на население. Отличительной чертой индивидуальных частных инвесторов является их ограниченная рациональность, диктующая необходимость применения методов и инструментов поведенческой экономики.

Экономисты, такие как Адам Смит, Ирвинг Фишер и Джон Мейнард Кейнс, утверждали, что несовершенная рациональность влияет на инвестиционные решения и результаты рынка (цит. по David Hirshleifer, Siew Hong Teoh) [2], в последующие годы финансовая и экономическая теория сильно сдвинулась в сторону парадигмы совершенной рациональности и информационно эффективных рынков, но в 21 веке вернулись к концепции поведенческих финансов, во многом благодаря необходимости дать объяснение феноменам вроде «кризиса доткомов 1995-2001 гг.» и нобелевской премии Ричарда Талера 2017 года.

Наиболее полный из опубликованных в настоящее время обзоров по поведенческим финансам, содержащий анализ 148 публикаций, выявил следующие теории, представляющие собой научный консенсус: «теория ожиданий (prospect theory), представленная (Tversky и Kahneman 1974), «психоаналитическая теория (psychoanalytic theory)» (Fotaki et al., 2012), «теория валентности ожиданий (valence-arousal theory)» (Feldman, 1995), теория «когнитивной оценки (cognitive appraisal theory)» (Lerner and Keltner, 2000) и теория «эффектов предрасположенности (disposition effects)» (Grinblatt and Han, 2005) [3].

Общим аксиоматическим базисом для всех этих теорий является признание ограниченной рациональности экономических агентов, подверженность индивидуальных финансовых решений эффектам массовой психологии – эффекту толпы, а также предпочтение использования эвристик – упрощенных когнитивных механизмов – вместо рационального осмысления ситуации.

*Специфические проблемы  
финансового рынка, создаваемого  
на российском Дальнем Востоке,  
и механизмы их решения*

Дальневосточный регион – экспортоориентированная часть страны, где за исключением Приморского края, в котором импорт составляет 67,7% внешнеторгового оборота, а экспорт -32,33% [4]. Поэтому целесообразно понять не станет ли наблюдаемая неустойчивость курса рубля препятствием для успешного функционирования регионального финансового рынка. Для ответа на этот вопрос можно воспользоваться исследованиями, проводившимися для экспортоориентированных развивающихся экономик.

Влияние изменений валютного курса на динамику фондового рынка для случая развивающихся экспортоориентированных экономик крайне ограничено, что доказывается как результатами счетных математико-экономических исследований, так и умозрительно.

В качестве примера первых можно предложить работу, использовавшую чисто математический метод «quantile-on-quantile approach» для анализа связи валютного курса и динамики фондового рынка Бразилии, Китая, Индии, Малайзии, Южной Африки, Мексики, Турции и Таиланда [5].

Для каждой из экономик, а в выборке присутствуют 4 из 5 финансовых рынков BRICS, то есть все кроме российского, влияние изменений валютного курса на динамику фондового рынка было крайне ограниченным, становясь значимым только при одном сценарии – сочетании «медвежьего рынка» и резкого падения национальной валюты.

В качестве исключения можно рассмотреть пример негативного влияния на котировки компаний экспортёров длительного увеличения реального обменного курса национальной валюты (real effective exchange rate) [6]. Данный эффект наблюдается преимущественно на азиатских рынках для промышленных компаний, конкурирующих в трудоемких отраслях. Действительно не сложно представить как ножницы, состоящие в росте реальных затрат на оплату тру-

да и снижении цен на готовую продукцию в результате научно-технического прогресса и жесткой глобальной конкуренции давят на балансы компаний экспортеров и их инвестиционную привлекательность.

Логическая цепочка рассуждений представляется следующей. Российский рынок, защищенный от роста курса национальной валюты эффектом Фишера (российская инфляция всегда выше инфляции в странах-эмитентах твердой валюты), не подвержен вышеописанным рискам, связанным со снижением конкурентоспособности в связи с ростом курса национальной валюты.

С другой стороны, негативная связь динамики валютного и фондового рынков в случае обвала национальной валюты и следующего за ним «бегства в качество» (*flight to quality*)» выпядит логичной и может представлять опасность вследствие действия эффектов поведенческой экономики – «избегания риска (*Loss Aversion*)» и «восприятия в контексте (*Framing*)». Следовательно, необходимо будет ограничить колебания стоимости финансовых инструментов в ответ на резкий рост волатильности валютного рынка.

Сильным воздействием на Дальневосточный финансовый рынок может обладать динамика финансового рынка Китая. Как показали достаточно масштабные исследования для финансовых рынков ASEAN5 (Индонезия, Филиппины, Сингапур, Таиланд) эффект перелива волатильности с китайского рынка акций не просто статистически значим, но и для определенного стечения обстоятельств может оказаться детерминирующим [7]. В литературе эта связь объясняется высокой интегрированностью экономик и значительными экспортно-импортными потоками между странами ASEAN5 и КНР [8].

Не отрицая важности влияния взаимной торговли, которая в связи с «поворотом на Восток» будет действовать и для финансового рынка российского Дальнего Востока, необходимо обратить внимание на гораздо менее изученные, ввиду невозможности их счетной оценки, но интуитивно-ожидаемые для профессионалов финансового рынка иные факторы, объясняющие перелив волатильности: скрытые инвестиционные потоки и «ребалансировка» инвестиционных портфелей.

Специфика российского законодательства, в частности запрет на владение иностранными инвесторами землями сельхоз назначения или крупными долями в компаниях-операторах морских портов в сочета-

нии с существенным дисбалансом в пользу Китая в реальном балансе взаимных инвестиций приводит к значительным масштабам «серого» инвестирования и «серого» владения активами, когда китайские деньги доминируют в инвестиционном балансе отдельной отрасли на территории отдельных районов и муниципалитетов ДВФО, но статистически не видны.

Представим теперь, что на Дальнем Востоке России появился достаточно активный региональный финансовый рынок. «Серые» китайские инвестиции в сельское хозяйство и переработку пищевого сырья, в добычу древесины и первичную деревообработку, в добычу и первичную переработку ВБР (водных биологических ресурсов) генерируют значительные объемы прибыли. Если и «белые», и «серые» китайские инвесторы частично перенаправят денежные потоки на этот рынок в целях диверсификации инвестиционного портфеля, то они займут на рынке доминирующее положение.

Учитывая, что за относительно небольшими предприятиями на российском Дальнем Востоке стоят гиганты из КНР, например, на сайте приморского сельхозпроизводителя ГК «ЛЕГЕНДАГРО» о бенефициаре бизнеса сообщается [9]: «Beidahuang Group – крупнейший в Китае сельскохозяйственный бизнес... Общий доход группы достиг 121,4 млрд юаней (\$ 18,33 млрд) в 2016 году», можно предположить, что даже небольшие колебания на биржах Шанхая и Шэньчжэня будут вызывать значительные движения на дальневосточном финансовом рынке.

Перелив ликвидности, когда в случае роста китайских бирж часть прибыли может уходить в Россию, а при падении цен финансовых активов в КНР, российские активы даже самого лучшего качества, будут сбрасываться «по любой цене» в связи с необходимостью срочно изыскать деньги на ликвидацию «margin call» (запросов об обеспечении достаточности капитала для поддержания позиций) может привести к разорению тех мелких игроков, прежде всего обычных российских граждан, которые окажутся неспособны к соблюдению правил финансовой дисциплины. Однако, так как региональный финансовый рынок не предназначен к использованию в качестве казино, а имеет своей целью обеспечить трансформацию сбережений в инвестиции, необходимо предусмотреть систему сглаживания чрезмерных ценовых колебаний и некоторой «отстройки» от динамики китайского финансового рынка.

*Создание регионального финансового центра для Российского Дальнего Востока, ответ на общие и специфические вызовы*

При создании регионального финансового центра можно оттолкнуться от некоторых из существующих мер государственной поддержки инвестиций, которые могут «бесшовно» интегрироваться в предлагаемый нами сценарий. Так, государство уже запустило механизм субсидирования выпуска корпоративных облигаций субъектов МСП [10], и по информации Министерства экономического развития РФ, «количество поддержанных выпусков выросло с 7 на 1,89 млрд в 2019 году до 45 выпусков объемом 10,5 млрд рублей в 2022 году» [11], то есть механизм можно считать реплицируемым.

Можно предложить создание в качестве центра регионального финансового рынка ключевого института, который возьмет на себя роль Биржи, то есть организатора торговли, что предполагает получение соответствующей лицензии. Биржа может взять на себя функции также клирингового центра и центрального контрагента. Такой вариант организации рынка устраняет из биржевых торгов «риск контрагента», но, что гораздо важнее, отвечает психологическим запросам индивидуального инвестора. Доверить свои деньги крупной государственной или квази-государственной организации для населения гораздо проще, чем коммерческой организации с очень непродолжительной историей, каковыми являются практически все резиденты Территорий опережающего развития (ТОР) и Свободного порта Владивосток (СПВ). Собственно, именно этим и занимается население, размещая свои сбережения в федеральных банках.

Финансовый центр должен создать такую систему требований по раскрытию эмитентами информации, которая будет учитывать неспособность населения руководствоваться моделью дисконтированных денежных потоков при принятии инвестиционных решений. Для этих целей можно использовать скоринговые таблицы, подобные тем, которые применяются рейтинговыми агентствами, где в столбцах задан уровень финансового риска, а в строках – коммерческого риска эмитента. Отображение сочетания доходности и риска в простом графическом виде помогут индивидуальным инвесторам легче принимать решения, а следовательно, увеличат оборот торгов.

Развитый рынок облигаций в регионе способствует более активному вовлечению компаний в использование эффекта финан-

сового рычага, что приводит к росту чистой прибыли и рентабельности собственного капитала, но «предубеждение» частных инвесторов, в пользу акций требует соответствующего отражения в создаваемой инфраструктуре. Одним из рациональных вариантов может стать предложение «коробочных» финансовых продуктов, сочетающих акции «роста» и корпоративные облигации. Такие финансовые продукты могут принимать вид паевых инвестиционных фондов, структурных нот, либо стратегий доверительного управления. У начинающего инвестора предубеждение (confirmation bias) образуется очень быстро, зачастую при первом же приобретении акций, которые в силу любых обстоятельств показали значительный рост, поэтому облигации не выдержат конкуренции с акциями в отсутствие системной работы по их предложению населению. Можно предложить инициировать расширение мандата региональных гарантий организаций, таких как Гарантийный фонд Приморского края, на предоставление гарантий по облигационным займам локальных эмитентов.

Согласно информации Гарантийного фонда Приморского края, свыше 32,9 млрд руб. кредитных средств получили предприниматели Приморья при поручительстве этой организации [12], что существенно превышает самые смелые планы по размещению облигаций локальных эмитентов. Предоставление на возмездной основе подобных гарантий по облигациям (до 70% от суммы долга) позволит начать просветительскую кампанию в ключе «облигации – это так же хорошо, как банковский вклад, но выгоднее».

При планировании инфраструктуры регионального финансового рынка необходимо учесть риск массовых психозов типа «pump-and-dump» как появляющихся в ответ на некие неожиданные новости, так и создаваемые отдельными участниками рынка в целях манипулирования ценами. Чем рынок меньше, тем меньшим объемом средств можно инициировать масштабное изменение цен, запускающее само-усиливающийся процесс эйфории или паники. Включение в регламент проведения торгов механизмов ценового коридора, при котором торги останавливаются при резком снижении или росте цены, уменьшит мотивацию крупных игроков к манипулированию ценами, потому что поддерживать эйфорию или панику в течение длительного периода времени значительно сложнее и дороже. Еще раз отметим, что рынок, на котором абсолютно доминируют облигации, не интересен индивидуальным инвесторам,

но облигации гораздо менее манипулируемый финансовый инструмент в сравнении с акциями, поэтому поддержание разумного баланса долевого и долгового ценных бумаг может способствовать устойчивости регионального финансового рынка.

Также необходимо обеспечить устойчивость рынка к колебаниям курса национальной валюты. Учитывая структуру экспортно-импортных связей региона, целесообразно размещать кроме рублевых облигаций, облигации, номинированные в юанях или гонконгских долларах, а также предложить рынку инструменты хеджирования валютного риска, такие как форвардные и фьючерсные контракты, которые могут быть востребованы не только спекулянтами, но и крупными региональными экспортерами и импортерами.

Все вышеперечисленное позволит создать по-настоящему эффективный региональный финансовый центр, который станет основой будущего опережающего экономического развития российского Дальнего Востока.

### Заключение

На основании вышеизложенного можно констатировать, что проблема перемещения части сбережений населения Дальнего Востока из депозитов внешних по отношению к региону банков в пределы регионального финансового рынка для использования их в качестве ресурса инвестиционных ресурсов для обеспечения экономического роста региона лежит преимущественно в области поведенческой экономики. Предложенный нами механизм организации рынка, выбор инструментов, условий и регламентов торговли ориентирован на те аспекты психологии индивидуального инвестора, которые представляются доминирующими. Также мы предполагаем, что учет специфических особенностей регионального финансового рынка будет способствовать успешному построению соответствующей финансовой инфраструктуры. Несмотря на то, что мы попытались ответить на все очевидные вызовы, ответ о действительной жизнеспособности концепции регионального финансового центра для российского Дальнего Востока может дать только натурный эксперимент по его созданию, который неминуемо должен рано или поздно начаться, так как без него ускоренное социально-экономическое развитие региона представляется маловероятным.

### Список литературы

1. Средства клиентов, не являющихся кредитными организациями, размещенные в кредитных организациях в рублях, иностранной валюте и драгоценных металлах, млн руб. // Центральный банк Российской Федерации [Электронный ресурс]. URL: [https://cbr.ru/vfs/statistics/BankSector/Borrowings/02\\_19\\_Funds\\_clients\\_branches\\_20230301.xlsx](https://cbr.ru/vfs/statistics/BankSector/Borrowings/02_19_Funds_clients_branches_20230301.xlsx) (дата обращения: 02.09.2023).
2. Hirshleifer D., Hong T.S. Limited attention, information disclosure, and financial reporting // *Journal of Accounting and Economics*. 2003. Vol. 36, Is. 1–3. P. 337–386. DOI: 10.1016/j.jacceco.2003.10.002.
3. Goodell J.W., Kumar S., Rao P., Verma S. Emotions and stock market anomalies: A systematic review // *Journal of Behavioral and Experimental Finance*. 2023. Vol. 37. P. 100722. DOI: 10.1016/j.jbef.2022.100722.
4. Внешняя торговля Приморского края // Территориальный орган Федеральной службы государственной статистики по Приморскому краю [Электронный ресурс]. URL: <https://25.rosstat.gov.ru/folder/27123> (дата обращения: 23.04.2023).
5. Gokmenoglu K., Eren B.M., Hesami S. Exchange rates and stock markets in emerging economies: new evidence using the Quantile-on-Quantile approach // *Quantitative Finance and Economics* 2021. 2023. Vol. 5, Is. 1. P. 94–110. DOI: 10.3934/QFE.2021005.
6. Chiah M., Long H., Zaremba A., Umar Z. Trade competitiveness and the aggregate returns in global stock markets // *Journal of Economic Dynamics and Control*. 2023. Vol. 148. P. 104618. DOI: 10.1016/j.jedc.2023.104618.
7. Rahman M.U., Ullah I., Zeb A. Analysis of ASEAN's Stock Returns and/or Volatility Distribution under the Impact of the Chinese EPU: Evidence Based on Conditional Kernel Density Approach // *East Asian Economic Review*. 2023. Vol. 27. №1. P. 33–60. DOI: 10.11644/EAER.2023.27.1.417.
8. Forbes K.J., Chinn M.D. A decomposition of global linkages in financial markets over time // *Review of Economics and Statistics*. 2004. Vol. 86. № 3, P. 705–722. DOI: 10.1162/0034653041811743.
9. Акционеры компании «ЛЕГЕНДАГРО» // Агропромышленная группа компаний «ЛЕГЕНДАГРО» [Электронный ресурс]. URL: <https://legendagro.ru/company/akcionery-kompanii/> (дата обращения: 24.08.2023).
10. Постановление Правительства РФ от 30 апреля 2019 г. (ред. от 31.12.2021) №532 «Об утверждении Правил предоставления субсидий из федерального бюджета российским организациям – субъектам малого и среднего предпринимательства в целях компенсации части затрат по выпуску акций и облигаций и выплате купонного дохода по облигациям, размещенным на фондовой бирже» (с изменениями и дополнениями) [Электронный ресурс]. URL: [https://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_324055/](https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_324055/) (дата обращения: 02.09.2023).
11. Минэкономразвития компенсировало свыше 420 млн рублей МСП, размещающим свои ценные бумаги на бирже // Министерство экономического развития Российской Федерации [Электронный ресурс]. URL: [https://www.economy.gov.ru/material/news/minekonomrazvitiya\\_kompensirovalo\\_svyshe\\_420 mln\\_rublej\\_msp\\_razmeshchayushchim\\_svoi\\_cennye\\_bumagi\\_na\\_birzhe.html?ysclid=lg8045q2o990943727](https://www.economy.gov.ru/material/news/minekonomrazvitiya_kompensirovalo_svyshe_420 mln_rublej_msp_razmeshchayushchim_svoi_cennye_bumagi_na_birzhe.html?ysclid=lg8045q2o990943727) (дата обращения: 26.08.2023).
12. Гарантийный фонд Приморского края // Информационный портал Гарантийного фонда Приморского края [Электронный ресурс]. URL: <https://www.garantprim.ru/?ysclid=lgxjtyvppqg874585739> (дата обращения: 26.08.2023).