

**Хрущ М. Ю.**

*аспирант, Финансовый Университет при Правительстве РФ,  
кафедра «Финансовые рынки и финансовый инжиниринг»  
e-mail: mishacrush@gmail.com*

## **Анализ эффективности инфраструктурных реформ Московской биржи в условиях негативных тенденций на финансовом рынке**

*Результаты анализа инфраструктурных реформ Московской Биржи указывают на их высокую эффективность в привлечении инвестиций на российский фондовый рынок и противодействию негативным тенденциям на финансовом рынке.*

**Ключевые слова:** *Московская биржа, инфраструктурные реформы, финансовый рынок, иностранные инвестиции, инвестиционный климат, Российский фондовый рынок.*

**Khrushch M. Y.**

*postgraduate student, Finance University under the Government  
of the Russian Federation, department «Financial markets  
and financial engineering»*

## **Analysis of effectiveness of Moscow Exchange infrastructure reforms in negative trends of financial market**

*Results of analysis of Moscow Exchange infrastructure reforms indicate their high effectiveness in fostering investments to the Russian stock market and resistance to negative trends in financial market.*

**Keywords:** *Moscow Exchange, infrastructure reforms, financial market, foreign investments, investment climate, Russian stock market.*

На сегодняшний день Московская Биржа является главной торговой площадкой в Российской Федерации и по сути представляет собой весь Российский фондовый рынок. Когда инвесторы (прежде всего иностранные) анализируют возможности и оценивают для себя эффективность инвестирования в Российские ценные бумаги перво-степенным вопросом становится инфраструктура биржевой площадки, через которую будут совершаться сделки. Поэтому высокую важность для оценки конкурентоспособности Московской Биржи несет

---

анализ эффективности существенных инфраструктурных реформ, которые были проведены за последние 3 года.

Полагаем, особый интерес для исследования представляет экономическая ситуация, в которой на данный момент находится финансовый рынок. Очевидно, что по всем показателям (падение ВВП, падение промышленного производства, отток капитала, рост инфляции) Российская экономика находится с начала 2015 года в рецессии. Безусловно, это также негативно сказывается на финансовом рынке страны. Именно в такой ситуации проходит настоящую проверку на прочность фондовый рынок, так как повышается бдительность и осторожность инвесторов. Если на растущем рынке большинство инвесторов могут «закрыть глаза» на некоторые инфраструктурные недостатки на рынке, в который они инвестируют (что косвенно подтверждается колоссальным ростом фондового рынка РФ в период с 2000 по 2008 годы, капитализация которого выросла в 10 раз [1]), то в нестабильной экономической ситуации инвесторы повышают свои требования к оценке рисков на инвестируемом рынке и требования к качеству рыночной инфраструктуры. Именно поэтому сейчас самый подходящий момент для анализа результатов проведения инфраструктурных реформ Московской Биржи и оценки ее конкурентоспособности.

После слияния бирж ММВБ и РТС в 2011 году во главе угла стояли задачи, связанные с повышением эффективности и конкурентоспособности объединенной Московской Биржи. Особенно остро стоял вопрос о проведении инфраструктурных реформ, которые бы позволили привлечь инвесторов на Российский фондовый рынок. Дело в том, что крупные международные инвесторы, вкладывающие средства на развивающихся рынках, как правило имеют определенные требования к инфраструктуре торговой площадки, через которую будут совершаться сделки. В частности, основными требованиями, которым до 2012 года не соответствовала Московская Биржа, являлись расчеты за сделки по схеме T+n, а также наличие на рынке Центрального Депозитария.

Расчеты по схеме T+n являются общепризнанным стандартом на международных финансовых рынках. До 2012 года лишь несколько бирж в мире наряду с Московской производили расчеты по схеме T0, которая предполагала предварительное депонирование средств для совершения операций. Это являлось существенным барьером для прихода многих крупных инвестиционных фондов в Россию, так как некоторые из них по внутренним политикам не могли инвестировать в рынок T0, а многие просто опасались рисков и неудобств работы по

такой схеме. Следует пояснить, что предварительное депонирование средств несет в себе валютные риски для инвесторов, а также неудобства связанные с тем, что деньги необходимо резервировать в день совершения тразнакции. В то же время при схеме T+2 (как на других развитых финансовых рынка) расчеты и поставка осуществляются на второй день с момента заключения сделки, что несет в себе очевидные преимущества для инвесторов.

Наличие на рынке Центрального Депозитария является важнейшим условием при принятии инвесторами решения о покупке ценных бумаг. 1 января 2013 года вступил в силу Федеральный закон от 07.12.2011 года №414-ФЗ «О центральном депозитарии». Закон определяет изменения, которые происходят в учетной системе российского рынка ценных бумаг в результате создания центрального депозитария [2]. На российском фондовом рынке функции центрального депозитария выполняет НКО ЗАО НРД (Национальный Расчетный Депозитарий), входящий в группу компаний Московской Биржи. Прежде отсутствие статуса центрального депозитария и соответствующей нормативно-правовой базы не позволяло российской финансовой инфраструктуре соответствовать современным международным требованиям по обеспечению централизованного учета и защиты прав инвесторов. Вступление в силу закона о Центральном депозитарии — это решение проблемы отсутствия единого места расчетов и, как следствие, единых стандартов проведения операций, поскольку разные клиенты используют разные места расчетов с различными правилами работы, что влечет за собой ручные процессы в бэк-офисах, усложнение операционных процедур, удлинение операционного цикла, а в конечном счете увеличение операционных рисков в целом [3].

Таким образом, за 2012–2013 годы Московская Биржа провела ряд важнейших инфраструктурных реформ, которые позволили сделать площадку привлекательной для международных инвесторов. Необходимо проанализировать насколько эффективными оказались предпринятые меры, а также как они отражаются на деятельности биржи в текущей непростой экономической ситуации.

Для такого рода анализа, прежде всего, следует разделить временной период на две части: с 2012 года по конец 2014 года и с начала 2015 года по настоящее время. Очевидно, что во время первого периода наблюдался существенный рост финансового рынка вместе с эффектом от инфраструктурных реформ, а второй период пришелся на время экономической нестабильности в Российской экономике. Также следует, по нашему мнению, сконцентрироваться на данных по зарубежным

инвестициям, так как именно они являются наиболее показательными для оценки эффективности инвестиционного климата.

Доля иностранных инвесторов в торговых оборотах Московской Биржи по итогам третьего квартала 2014 года составила 46 процентов, увеличившись за год на 6 процентных пунктов [4]. Более того, за весь период, начиная с 2012 года (непосредственно после проведения инфраструктурных реформ на бирже) доля иностранных инвесторов устойчиво росла на фоне общего увеличения объемов торгов акциями. Торговые обороты иностранных инвесторов в третьем квартале выросли на 24% по сравнению с аналогичным периодом 2013 года, что свидетельствует о значительном интересе зарубежных фондов к российским активам.

В соответствии с Таблицей 1 видно также, что объем размещений на бирже рос в течение всего рассматриваемого периода. Это означает не только то, что компании оценивали возможности размещения в России достаточно положительно, чтобы проводить IPO, но и наличие на рынке крупного иностранного капитала, без которого размещения было бы проводить просто неэффективно и эмитенты уходили бы на западные биржевые площадки. Соответственно, можно сделать вывод о том, что проведенные инфраструктурные реформы положительно повлияли не только на объем торгов российскими акциями на вторичном рынке, но и на рост сделок на первичном рынке.

Анализируя объем торгов и размещений акций за первые два квартала 2015 года, можно сделать вывод о том, что экономическая рецессия не настолько сильно ударила по показателям, как этого можно было ожидать. К сожалению, за пол года на рынке не было проведено ни одного размещения, что объясняется общей нестабильной макроэкономической ситуацией в Российской Федерации. Также инвесторы, очевидно, оценивают геополитические риски присутствующие на рынке. Однако, по нашему мнению, это не является свидетельством слабой стрессоустойчивости инфраструктуры рынка, а скорее носит именно экономический характер — эмитенты опасаются проводить размещения в период, когда высоки риски привлечения недостаточного количества инвесторов.

В то же время объем торгов акциями практически не уменьшился в сравнении с 2014 годом, что является прямым свидетельством того, что иностранные инвесторы не покинули российский фондовый рынок. Более того, данные таблицы 1 свидетельствуют о том, что начиная с 2013 года и по настоящее время объемы торгов постепенно перетекали с рынка T0 на рынок T+2. Очевидно, что это стало воз-

## Объем торгов и размещений на Московской бирже (2013–2015 гг.)

| МОЕХ Основные показатели       |           | 1Q2013 | 2Q2013 | 3Q2013 | 4Q2013 | 1Q2014 | 2Q2014 | 3Q2014 | 4Q2014 | 1Q2015 | 2Q2015 |
|--------------------------------|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Рынок акций, РДР и паев</b> |           |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Рынок акций, РДР и паев        | млрд руб. | 2 007  | 2 180  | 2 132  | 2 388  | 2 715  | 2 539  | 2 257  | 2 772  | 2 472  | 2 280  |
| Вторичные торги                | млрд руб. | 2 007  | 2 160  | 2 122  | 2 355  | 2 712  | 2 539  | 2 254  | 2 751  | 2 472  | 2 258  |
| Рынок Т0                       | млрд руб. | 1 900  | 1 976  | 1 163  | 110    | 52     | 60     | 55     | 76     | 91     | 145    |
| Рынок Т+                       | млрд руб. | 4      | 145    | 934    | 2 221  | 2 645  | 2 478  | 2 198  | 2 675  | 2 380  | 2 112  |
| Размещения                     | млрд руб. | 0      | 20     | 10     | 33     | 3      | 0      | 3      | 21     | 0      | 0      |

возможным лишь благодаря проведенной в 2012 году инфраструктурной реформе на Московской Бирже. Таким образом, несмотря на общее ухудшение экономической ситуации в стране повысительный тренд в объемах торговли на фондовой бирже сохранился. С определенной долей вероятности можно утверждать, что инвесторы не стали бы наращивать объемы в рискованных активах на развивающемся рынке, не будь на нем достаточной инфраструктуры, обеспечивающей эффективное исполнение операций (режим торгов T+2) и отсутствие операционных рисков (наличие центрального депозитария).

Опираясь на данные об объеме торгов за периоды до и после начала негативных тенденций на российском финансовом рынке можно сделать вывод о том, что глобальные инфраструктурные реформы проведенные в 2012–2013 годах позволили Московской Бирже повысить привлекательность российских активов для западных инвесторов, нарастить активность инвесторов на торговой площадке, внести вклад в улучшение инвестиционного климата в целом, а также сделать рынок более устойчивым к негативным тенденциям в экономике.

Однако, не стоит считать, что осуществив важнейшие преобразования в торговой инфраструктуре, Московская Биржа может дальше на протяжении долгих лет поддерживать положительную динамику привлечения инвесторов. Финансовый рынок является крайне динамичным сектором экономики, в котором постоянно происходят как процессы внутреннего развития, так и изменения в ответ на внешние вызовы (например, появление новых технологий, либо новых финансовых инструментов). Следовательно, для конкурентоспособной борьбы за деньги инвесторов торговые площадки должны постоянно адаптироваться к изменяющимся условиям и трендам на финансовом рынке.

Отвечая на вызовы финансового рынка, а также на запросы инвесторов, Московская Биржа за последнее время имплементировала ряд нововведений, направленных на увеличение объемов торгов на площадке. Среди таких нововведений в рамках данного исследования актуально рассмотреть введение новых торговых инструментов — валютной пары юань/рубль и рынка драгоценных металлов.

По нашему мнению, данные нововведения интересны прежде всего тем, что они нацелены не только на расширение торгуемых инструментов биржи и диверсификацию ее бизнеса, но и на страхование рисков оттока инвесторов с других рынков. В случае с введением для торговли пары юань/рубль, очевидно, что ставка сделана на то, что в ближайшие годы взаимодействие Российской и Китайской эко-

номик будет только расти и, соответственно, будет расти спрос на валютные операции. Ввиду текущих геополитических проблем с западными странами, становится очевидно насколько дальновидным было решение биржи ввести подобный инструмент. Также по мнению большинства экономистов, Китайская экономика в ближайшие годы будет оставаться одной из самых быстрорастущих в мире, что сделает пару юань/рубль весьма востребованным инструментом на российском фондовом рынке.

Открытие в начале 2014 года рынка драгоценных металлов на Московской Бирже для торговли контрактами на золото и серебро также было весьма положительно воспринято инвесторами. Как показывает практика в моменты неопределенности на финансовых рынках, повышенной волатильности или при наступлении кризисных тенденций, инвесторы предпочитают перекладывать свои средства в так называемые защитные активы. Главным таким защитным активом всегда было и остается золото. Поэтому новая торговая площадка на бирже позволила инвесторам, стремящимся захеджировать свои позиции, получить долгожданный доступ к торговле драгоценными металлами.

Проанализировав данные по объемам торгов с новыми инструментами, представленные в Таблице 2, становится очевидным успех проведенных Московской Биржей мероприятий. С начала торгов пары юань/рубль в 2013 году наблюдается постоянное повышение объемов торгов, приведшее к рекордным 115 млрд рублям в 4-ом квартале 2014 года. Однако, не смотря на возрастающие негативные тенденции в российской экономике в первых двух кварталах 2015 года наблюдался практически сто процентный рост объема торгов новой валютной парой. Также если проводить сравнение с устоявшимися на валютном рынке инструментами доллар/рубль, евро/рубль и евро/доллар, то по ним наблюдается значительно меньший рост объема торгов в 2015 году. Также очевиден и успех рынка драгоценных металлов, так как с начала работы в 2014 году наблюдается постоянный рост объемов из квартала в квартал, на который совершенно не оказала влияние текущая турбулентность на финансовом рынке.

Также необходимо отметить значительные усилия, которые предпринимает Московская Биржа в области международного сотрудничества. Участие в международных бизнес ассоциациях позволяет бирже качественно оценивать уровень конкурентоспособности фондового рынка и приобретать ценный опыт международных торговых площадок. Инфраструктурные изменения, безусловно, эффективнее

Таблица 2

**Объем торгов на валютном и товарном рынках Московской биржи  
(2013–2015 гг.)**

| MOEX Основные показатели   |           |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
|----------------------------|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|                            |           | 1Q2013 | 2Q2013 | 3Q2013 | 4Q2013 | 1Q2014 | 2Q2014 | 3Q2014 | 4Q2014 | 1Q2015 | 2Q2015 |
| <b>Валютный рынок</b>      |           |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Валютный рынок             | млрд руб. | 27 547 | 41 237 | 44 203 | 43 029 | 53 821 | 52 785 | 55 864 | 66 076 | 55 801 | 74 694 |
| Сделки спот                | млрд руб. | 11 881 | 16 029 | 15 195 | 14 192 | 19 104 | 15 770 | 17 307 | 25 617 | 20 825 | 21 430 |
| доллар/рубль               | млрд руб. | 10 077 | 14 114 | 12 994 | 12 142 | 16 426 | 13 466 | 14 895 | 22 480 | 18 611 | 19 336 |
| евро/рубль                 | млрд руб. | 1 338  | 1 492  | 1 863  | 1 753  | 2 401  | 2 048  | 1 997  | 2 507  | 1 841  | 1 847  |
| евро/доллар                | млрд руб. | 446    | 393    | 307    | 278    | 231    | 220    | 348    | 512    | 296    | 178    |
| юань/рубль                 | млрд руб. | 3      | 3      | 4      | 11     | 37     | 33     | 67     | 115    | 73     | 66     |
| <b>Товарный рынок</b>      |           |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Товарный рынок             | млрд руб. | 12     | 8      | 1      | 3      | 2      | 1      | 5      | 11     | 13     | 28     |
| Рынок драгоценных металлов | млрд руб. | 0      | 0      | 0      | 0      | 1      | 1      | 5      | 9      | 11     | 21     |
| Рынок зерна                | млрд руб. | 0      | 0      | 0      | 3      | 0      | 0      | 0      | 2      | 2      | 7      |

осуществлять с оглядкой на рынки, где такие изменения уже произошли. В частности при проведении описанных выше реформ системы расчетов T+2 и центрального депозитария команда Московской Биржи постоянно проводила консультационные встречи как с представителями западных торговых площадок, так и с представителями инвестиционного сообщества, что оказало влияние на скорость и качество проведения реформ.

Наряду с участием в международных ассоциациях Московская Биржа проводит совместные проекты с различными биржевыми площадками, с целью повышения инвестиционной привлекательности Российского фондового рынка. В частности следует отметить проекты с Бразильско фондовой биржей (BMF Bovespa) и Шанхайской фондовой биржей (Shanghai Stock Exchange), благодаря которым уже внедрены нововведения, позволяющие Российской торговой площадке оставаться конкурентоспособной в непростое для экономики страны время. Так в результате плотного сотрудничества с Бразильской биржей была проведена реформа листинга, которая повысила конкурентоспособность первичного рынка размещений в России. Без посредничества и помощи со стороны Шанхайской биржи было бы невозможно представить запуск торговли валютной парой юань/рубль.

В заключение для подтверждения тезиса о высокой эффективности инфраструктурных реформ Московской Биржи необходимо привести некоторые финансовые показатели, которые позволят судить о конкурентоспособности биржи в условиях негативных тенденций на финансовом рынке. Рост объемов биржевых торгов по многим инструментам, а также увеличение размера клиентских остатков и высокие процентные ставки способствовали повышению доходов Московской биржи в начале года и обеспечили лучшие квартальные результаты за всю историю Московской биржи. Операционные доходы увеличились на 82,4% в 1 квартале 2015 года и на 50,7% во 2 квартале 2015 года по сравнению с аналогичными периодами 2014 года. Сильные результаты первого полугодия 2015 года показали, что бизнес-модель Московской биржи эффективна и динамично адаптируется к текущим рыночным условиям. [5] Такие впечатляющие финансовые показатели свидетельствуют о том, что на финансовый рынок постоянно идет поток инвестиций не смотря на спад активности в экономике страны. Без наличия современного и отвечающего всем требованиям иностранных инвесторов инфраструктурного функционала такой рост активности на рынке был бы попросту невозможен.

Таким образом, действия Московской биржи, по введению новых инструментов отвечают общей стратегической цели диверсификации торговых инструментов и решают очевидные задачи по привлечению на российский рынок требовательных к инфраструктуре инвесторов. Более того, рассматриваемые нововведения повышают устойчивость российского финансового рынка к негативным тенденциям в экономике, поскольку предоставляют инвесторам эффективные возможности по диверсификации своих инвестиции и переводу средств в защитные активы.

#### **Используемые источники**

1. <http://moex.com/ru/index/MICEXINDEXCF/archive/#/from=2000-01-01&till=2008-04-01&sort=TRADEDATE&order=desc> – архив значений индекса ММВБ.
2. <https://www.nsd.ru/ru/services/csd/> – сайт Национального Расчетного Депозитария.
3. Куликова Е.И. Региональный аспект современной политики государственного регулирования Российского фондового рынка//Экономика. Налоги. Право. – 2012 – № 6.
4. Доля иностранных инвесторов на Московской бирже приблизилась к 50 процентам. URL: <http://lenta.ru/news/2014/10/23/stock/>
5. <http://moex.com> – официальный сайт Московской биржи.