

МЕТОДОЛОГИЯ

УДК 330.341.2

Т.Ю. Артибякина

**ФИНАНСОВЫЕ ПРЕДПОСЫЛКИ ЭКОНОМИЧЕСКОГО РАЗВИТИЯ:
ТЕОРЕТИЧЕСКИЙ АСПЕКТ**

Исследуется характер взаимосвязи «экономический рост – финансовые ресурсы – финансовая система». С позиции теории и практики выявлены основные каналы воздействия финансовой системы на экономическое развитие, проанализирована эффективность базовых моделей финансовых систем, раскрыты качественные и количественные параметры, определяющие уровень финансового развития стран. Предложен концептуальный подход к формированию оптимальной для российской экономики финансовой системы.

Ключевые слова: экономическое развитие, финансовые ресурсы, финансовая система, оптимальная модель финансовой системы.

Практически все экономисты едины в том, что для устойчивого развития российской экономики необходимо кардинальное повышение инвестиционной активности. Расхождения во мнениях ученых вызывают пути активизации инвестиционного потенциала. Одним из направлений исследования этой проблемы является анализ возможностей роста экономики на основе выявления инвестиционных резервов. Задача ставится таким образом, что наряду с привлечением внешних источников упор все-таки делается на выявлении *внутренних резервов* роста, так как первые (повышение мировых цен на нефть, привлечение иностранных инвестиций) не обладают устойчивостью, трудно прогнозируемы и практически не поддаются воздействию со стороны России. Последние события наглядно продемонстрировали, что из-за слишком большой зависимости России от внешней конъюнктуры экономический рост последних лет нельзя назвать устойчивым.

Реальный инвестиционный процесс имеет свое материально-техническое содержание в виде комбинирования производственных ресурсов, которые чрезвычайно разнообразны: природные, трудовые, материально-технические, информационные. Этим четырем видам реальных ресурсов, сконцентрированных на реальном полюсе экономики (в сфере материального и нематериального производства), противостоят финансовые ресурсы, сконцентрированные в сфере обращения, но способные проникать из нее в сферу производства в качестве *особого инвестиционного ресурса*. Эффективное комбинирование производственных ресурсов обеспечивается организационно-управленческим фактором, с одной стороны, и наличием финансовых ресурсов – с другой. Таким образом, инвестиционно-финансовым ресурсам принадлежит особая роль – они выступают своеобразным спусковым механизмом инвестиционного процесса, являются основным финансовым источником инвестиционных ресурсов. Поэтому от структуры, объема и качества

финансовых ресурсов, а также от того, насколько эффективно они применяются, зависит экономическое развитие страны.

В рамках исследования финансовых факторов экономического развития особое значение имеет выяснение природы инвестиционно-финансовых ресурсов национальной экономики, способов их образования и увеличения.

Существует множество определений понятия «инвестиционно-финансовые ресурсы». Однако по своей экономической сущности они представляют собой аккумулированный с целью накопления доход. В простой версии – это сбережения общества. Но с позиции современной экономики данный термин нуждается в уточнении. Очевидно, что основным финансовым источником инвестиционных ресурсов являются национальные сбережения. Но, как демонстрирует опыт России последних лет, национальные сбережения, хотя и формируют финансовый потенциал национальной экономики, не всегда доступны для применения внутри ее. Поэтому в данной работе под финансовыми ресурсами понимаются структурно организованные денежные накопления, доступные для эффективного применения в инвестиционных целях.

Важнейшая роль в процессах образования и использования финансовых ресурсов (не преуменьшая значения уровня национального дохода и инфляции) принадлежит финансовой системе. Еще Йозеф Шумпетер в свое время называл финансовые рынки «штабом капиталистической экономики».

Под финансовой системой в данной работе понимается система экономических отношений и институтов, связанных с перераспределением денежных накоплений между кредиторами и заемщиками (в макроэкономическом значении этих терминов, т.е. между экономическими субъектами, у которых возникают свободные денежные средства, и экономическими субъектами, которые испытывают потребность в денежных средствах). Именно в этом значении используется термин *financial system* в англоязычной литературе. Например, такой авторитетный исследователь, как Раймон Голдсмит, определяет финансовую систему (используя термин *financial structure*) как совокупность финансовых инструментов, рынков и институтов [1. Р. 86].

О значении финансово-посреднического сектора в создании внутренних финансовых источников инвестиционных ресурсов говорят выполняемые им функции. Существуют различные классификации функций финансовой системы. Однако наиболее емким и комплексным является вариант, представленный в работе Росса Левина (Университет Миннесоты, США) [2. Р. 5]. Финансовая система выполняет такие пять функций, как:

- 1) аккумуляция сбережений (мобилизация сбережений экономических субъектов);
- 2) управление рисками (снижение, диверсификация и управление рисками);
- 3) информационная (представление информации о возможных инвестициях и распределении капитала);
- 4) контроль и мониторинг (осуществление контроля над инвестициями и менеджерами после предоставления финансирования);
- 5) снижение издержек обращения (облегчает обмен товарами и услугами).

Функция аккумуляции сбережений. Мобилизация сбережений – процесс, связанный с транзакционными издержками, обусловленный привлечением сбережений от большого числа физических и юридических лиц – сберегателей, и преодолением информационной асимметрии (инвесторы, передавая контроль над своими сбережениями финансовым посредникам, должны чувствовать себя уверенно).

Чем лучше финансовая система справляется с задачей аккумуляции сбережений и превращения их в инвестиции, тем более успешно развивается экономика и тем выше темпы экономического роста в стране. Причем важна не столько норма сбережения, сколько именно способность объединения сбережений и направления их в наиболее эффективные проекты. Речь идет об определенном качественном изменении финансовых ресурсов в процессе их перераспределения. Финансовое посредничество может:

- превращать «короткие» ресурсы в «длинные» (или наоборот), производя временную трансформацию;
- превращать розничные ресурсы в оптовые (и наоборот) в ходе трансформации объемов;
- конвертировать ресурсы в иную валюту, осуществляя валютную трансформацию;
- замещать для конечного кредитора подпись реального заемщика по контракту своей подписью (и наоборот), улучшать качество подписи контрагента по контракту, производя, таким образом, трансформацию подписи;
- организовывать территориальное перемещение ресурсов или их региональную трансформацию.

Производя определенную трансформацию, финансовое посредничество берет на себя соответствующие риски – ликвидности, валютный, кредитный и т.п. Собственно говоря, функция аккумуляции сбережений теснейшим образом связана с управлением рисками.

Функция управления рисками. Финансовые системы могут снижать риски, связанные с отдельными проектами, фирмами, отраслями, регионами, странами и т.п. Банки, институты коллективного инвестирования, рынок ценных бумаг – все они представляют инструменты для управления рисками. Способность финансовой системы обеспечивать механизмы снижения и управления рисками может оказывать влияние на изменение направлений финансовых потоков и воздействовать на норму сбережения. Базовый принцип здесь прост. Рискованные проекты более прибыльны, чем проекты с более низким уровнем риска. Очевидно и стремление инвесторов выбирать наиболее надежные проекты. Поэтому финансовые системы, которые облегчают инвесторам диверсификацию рисков, способствуют притоку средств в проекты с высокой нормой прибыли (а это, как правило, проекты, связанные с новыми технологиями).

Финансовые системы позволяют осуществлять диверсификацию рисков и во времени. Финансовые посредники обеспечивают выравнивание нормы прибыли (уровня доходности) за длительный период (более низкая во время бума, но зато более высокая во время спада).

Еще одним видом риска является риск ликвидности, т.е. риск того, насколько быстро и с какими потерями участники могут превратить те или иные финансовые инструменты в наличные деньги. Многие высокорентабельные проекты в будущем, наукоемкие проекты требуют долгосрочного вложения капитала с длительным сроком окупаемости. Однако сберегатели неохотно расстаются с деньгами, если они не уверены в том, что в случае необходимости их можно будет вернуть обратно досрочно. Поэтому, если финансовая система обеспечивает достаточную ликвидность инструментов долгосрочного инвестирования, в эти проекты будут направляться необходимые финансовые ресурсы.

Некоторые авторы считают, что промышленная революция в Европе стала возможной благодаря тому, что до нее произошла финансовая революция, которая привела к появлению банков и рынков ценных бумаг.

Информационная функция. Финансовые посредники могут уменьшить стоимость получения и обработки информации, что способствует лучшему распределению финансовых ресурсов. Без финансовых посредников инвесторы были бы вынуждены нести большие затраты, связанные с оценкой фирм, менеджеров и экономических условий инвестирования. Облегчая получение этой информации, финансовые посредники способствуют наиболее эффективному распределению финансовых ресурсов, находя наиболее прибыльные бизнес-проекты.

Функция контроля и мониторинга. Корпоративное управление играет очень важную роль в понимании места финансовых факторов в экономическом развитии. Способность лиц, предоставляющих фирмам капитал, эффективно отслеживать процесс его использования влияет на принятие решений как о сбережении, так и распределении ресурсов. От того, насколько эффективно акционеры и кредиторы контролируют фирмы и заставляют менеджеров максимизировать стоимость компании, зависит эффективность распределения ресурсов и желание сберегателей использовать свои накопления для финансирования производства и инноваций. Таким образом, финансовая система, обладая рычагами воздействия на эффективность корпоративного управления, оказывает непосредственное влияние на показатели компаний и, соответственно, на темпы роста.

Функция снижения издержек обращения. Финансовая система, снижающая издержки обращения (транзакционные издержки), может тем самым способствовать разделению труда (большей специализации), техническим инновациям и росту. Как известно, еще Адам Смит во второй половине XVIII в. показал, что разделение труда – главный фактор роста его производительности. Смит отмечал, что сами деньги благодаря снижению издержек обращения способствуют росту специализации, ускоряя, таким образом, технический прогресс.

Все большая специализация требует совершения все большего обмена товарами. Каждая товарообменная сделка сопряжена с некоторыми издержками. Финансовые системы, которые позволяют снизить издержки обращения, также способствуют росту специализации. Таким образом, рынки, которые

способствуют росту обмена, также способствуют и росту производительности труда.

Итак, финансовая система играет определяющую роль в решении проблемы финансового обеспечения экономического роста, способствуя формированию более совершенных и адаптированных к экономическому развитию финансовых ресурсов и эффективному их перераспределению в соответствии с национальными экономическими интересами. Уровень ее развития предопределяет характер экономического роста.

О благотворном влиянии финансовой системы на экономику писали многие известные экономисты. Так, нобелевский лауреат Мертон Миллер отмечал: «[мысль] о том, что финансовые рынки вносят свой вклад в экономический рост, слишком очевидна, чтобы она стоила серьезного обсуждения» (цит. по: [2. Р. 1]).

С другой стороны, было немало авторов, которые ставили под сомнение значимость финансового сектора. Другой нобелевский лауреат, Роберт Лукас, говорил о явно преувеличенной оценке влияния финансовой системы на экономическое развитие. Джоан Робинсон утверждала, что финансовая система производна от реальной экономики и что сам экономический рост создает спрос на финансовые услуги (цит. по: [2. Р. 1]). Финансовая система не влияет на экономический рост, она лишь реагирует на потребности «реального» сектора.

Следует все же отметить, что и раньше большинство экономистов придерживались первой точки зрения, а в последнем десятилетии XX в. произошел кардинальный поворот в данной области, и сейчас важность финансового сектора для экономического роста не подвергается сомнению. Более того, события конца XX и начала XXI в. поменяли вектор исследования взаимосвязи «финансовая система – финансовые ресурсы – экономический рост».

Многочисленные исследования ведутся по следующим направлениям: 1) каковы каналы воздействия финансовой системы на экономический рост (т.е. каким образом и за счет чего финансовая система влияет на экономическое развитие); 2) какие модели финансовой системы (банковские или основанные на рынках ценных бумаг) более эффективны; 3) что определяет уровень развития финансового сектора.

Значительное число авторов, занимающихся проблемами развития, исходят из того, что финансовая система может влиять на экономический рост преимущественно посредством роста нормы сбережения. Однако исследования последних лет, проводимые на основе представительных выборок стран с использованием современных эконометрических методов, опровергают данную точку зрения.

Так, регрессионный анализ Рагурам Раджана и Луиджи Зингалеца [3] позволяет сделать вывод о том, что высокий уровень развития финансовой системы особенно способствует развитию новых фирм и что развитие финансовых рынков и институтов значительно ускоряет рост наукоемких отраслей, таких как фармацевтика и вычислительная техника, которым необходимо

долгосрочное внешнее финансирование. Причем в первую очередь этому содействует рынок акций.

Используя данные по отдельным компаниям, А. Демиргуч-Кунт и В. Максимович [4] показали, что компании растут более быстрыми темпами в тех странах, где доступнее внешнее финансирование. В целом эти работы демонстрируют положительную связь между финансовым и экономическим развитием.

Многочисленные исследования Р. Левина, проводимые с разными соавторами в течение длительного периода, показывают [5], что первоначальный уровень ликвидности рынка акций, наряду с первоначальным уровнем развития кредитной системы, имеет значительную положительную корреляцию с будущими темпами экономического роста, накоплением капитала и ростом производительности труда в течение последующих 18 лет.

Р. Левин и С. Зервос утверждают, что связь между рынками акций, банками и ростом проявляется наиболее сильно через рост производительности, а не через накопление капитала.

Левин в совместном исследовании с Т. Бек и Н. Лоайза оценили влияние развития финансовых посредников на норму сбережения, инвестиции и производительность труда. Они использовали данные по 63 странам за период 1960–1995 гг. Их исследования не подтвердили наличия устойчивой связи между развитием финансовых посредников, с одной стороны, и инвестициями и нормой сбережения частного сектора – с другой. Однако они обнаружили статистически значимую связь между развитием финансовых посредников и ростом реального ВВП на душу населения и производительностью труда.

Таким образом, финансовая система оказывает более значимое влияние на экономическую динамику не через объем денежных накоплений, а через качество использования финансовых ресурсов посредством воздействия на распределение сбережений. Эти результаты подтверждают, что для развития экономики большее значение имеет не объем внутренних средств, а характер их использования. Иными словами, финансовые ресурсы воздействуют на экономическое развитие, формируя мотивы поведения субъектов экономики и механизмы контроля использования средств, т.е. связывая экономическое поведение с экономической эффективностью.

Второе направление, представляющее интерес для современных исследователей, связано с поиском наиболее эффективной для экономического развития модели финансовой системы.

Потребности в финансовых ресурсах могут быть удовлетворены из внешних источников двумя способами. Одна из финансовых стратегий для поставщиков и потребителей средств состоит в обращении к банку – более или менее крупному специалисту-посреднику, который принимает риск финансирования предприятия на свой баланс, объединяет риски, связанные со многими предприятиями, и достигает экономии на масштабе за счет устранения дублирования в оценке и мониторинге.

Альтернативная финансовая стратегия состоит в продаже финансовых требований предприятия непосредственно поставщикам средств. Ликвидность этих требований повышается благодаря их регистрации и обращению

на организованных фондовых биржах; такая ликвидность значительно увеличивает совокупный потенциал инвесторов на открытом рынке.

Исходя из того, какой структурный сегмент финансовой системы имеет преобладающее значение для финансирования национальной экономики, финансовые системы разных стран можно разделить на два основных вида. В специальной экономической литературе для их обозначения используются различные термины: «финансовая система, основанная на банках» (bank based financial system), и «финансовая система, основанная на рынке ценных бумаг» (market based financial system), или, коротко, «банковская» и «рыночная». Существует обширная литература, характеризующая сравнительные преимущества двух моделей финансовых систем. Причем сторонники «банковской» и «рыночной» финансовых систем приводят нередко одинаковые факты и доказательства, которые, однако, трактуются диаметрально противоположным образом.

Обобщая, можно выделить ключевые позиции в оценке эффективности, сторонников разных систем.

«Банковская» точка зрения (см. работы D. Diamond, E.C. Prescott, J.H. Boyd, A. Thakor, J.E. Stiglitz) подчеркивает позитивную роль банков в мобилизации капитала, определении лучших инвестиционных проектов, контроле менеджеров корпораций и управлении риском. Общий вывод банковской концепции: снижая информационные и транзакционные издержки, банки способствуют эффективному распределению финансовых ресурсов.

«Рыночная» точка зрения (см. работы F. Allen, D. Gale, R. Rajan, L. Zingales, E. Wenger, C. Kaserer), наоборот, заключается в том, что она выделяет в первую очередь позитивную роль рынка ценных бумаг в экономическом развитии. Сторонники «рыночной» системы считают, что если существуют значительные расхождения во мнениях относительно перспектив предприятия, то эмиссионное финансирование может оказаться лучшим способом вовлечения финансовых ресурсов в предприятие. С точки зрения предприятий, ищущих средства для инновационной деятельности, продажа финансовых требований на открытом рынке, где среди участников есть и оптимисты и пессимисты, может оказаться лучшим выбором, чем попытка обращения к решению монолитного финансового посредника.

Однако анализ сравнительных характеристик финансовых структур приводит к выводу: «банковские» и «рыночные» системы могут быть эффективными при одних институциональных условиях и неадекватными при других.

«Рыночные» финансовые системы предъявляют существенно более высокие требования к самим рынкам (к качеству соответствующих институтов и инструментов, широте их спектра), а также к циркулирующей рыночной информации и способности отдельных индивидов к ее усвоению. Для эффективного перераспределения через рынок необходимо, чтобы инвесторы располагали достаточно полной и достоверной информацией об инструментах рынка и их эмитентах и могли должным образом сопоставлять между собой отдельные обязательства по ценам, ликвидности, качеству (т.е. долги, выставляемые на рынок, должны быть хорошо структурированы). Кроме того, чтобы указанные сопоставления были возможны, необходимы устойчивые

ожидания изменения основных параметров обращающихся финансовых инструментов и, соответственно, репрезентативная финансовая история их эмитентов. «Рыночные» финансовые системы успешно работают только там, где раскрывается информация компаниями и достаточно защищены интересы инвесторов. При наличии должных институциональных условий система финансовых рынков выигрывает в эффективности. Трансакционные издержки в этом случае заметно ниже по сравнению с издержками по организации потока банковского кредита.

«Банковские» системы лучше всего работают в условиях финансирования капиталоемких проектов при неэффективности правовой системы. Они также лучше проявляют себя в небольших, закрытых, однородных экономиках. Поэтому даже в странах со слабыми судебными-правовыми системами и стандартами отчетности мощные банки в состоянии получить информацию от компаний и заставить их соблюдать свои обязательства, тем самым способствуя развитию экономики. Отсюда следует, что в странах со слабой правовой системой банковское финансирование не только предпочтительно, оно единственно возможно.

Однако, несмотря на значимость данных исследований для оценки сравнительных преимуществ финансовых систем, опирающихся на банки и на рынки ценных бумаг, исходные предпосылки этой полемики оказались ошибочными. Широкие эконометрические исследования последнего времени, адаптированные путем введения различных показателей отношения рынок/банки, выявили отсутствие статистически значимого влияния этих структурных показателей на рост. Структура финансовой системы не предопределяет перспективы, характер и темпы экономического развития. При этом результат не зависит от того, вводится в анализ объем активов (банковские депозиты, рыночная капитализация) или эффективность (чистый процентный доход, оборот акций).

Данные исследования подтвердили, что структура финансовой системы («банковская» или «рыночная») имеет второстепенное значение. И банки и рынок ценных бумаг решают сходные задачи в экономике. При сравнении стран первостепенное значение имеет качество и доступность финансовых ресурсов, а не то, кто именно, банки или рынок ценных бумаг, их предоставляет. Таким образом, объем и характер финансовых ресурсов имеют большее значение, чем форма их предоставления.

Поэтому для оценки уровня развития финансовой системы принимаются во внимание не структурные аспекты, а критерии, характеризующие ее емкость и качество. Как показатели финансового развития стран принято использовать следующие параметры:

- финансовую глубину (DEPTH) – отношение ликвидных пассивов финансовых посредников (наличные деньги и депозиты кредитных институтов) к ВВП или показатель интенсивности финансов;
- долю частных банков в кредитах (BANK) – отношение кредитов коммерческих банков к общей сумме кредитов плюс активов Центрального банка;

- кредит частному бизнесу (PRIVATE) – отношение кредита частному бизнесу к общей величине кредита (исключая межбанковский) демонстрирует долю частного сектора в кредитах;
- отношение кредитов частным предприятиям к ВВП (PRIVY), иначе говоря, общая величина внутреннего кредита.

Данные показатели характеризуют способность финансовой системы абсорбировать потенциальные финансовые ресурсы и эффективно размещать их в экономике. Это лишний раз подчеркивает тот факт, что уровень финансового развития *определяется качеством и доступностью* финансовых ресурсов, а значит, зависит от того, насколько эффективно работают *существующие* механизмы формирования инвестиционно-финансовых ресурсов.

Однако даже беглый взгляд на финансовые системы разных стран позволяет сделать вывод, что развитые страны имеют достаточно «изохронные» финансовые системы. В комплексе институтов, составляющих финансовый механизм развитой экономики, преобладают именно рыночные компоненты.

В целом очевидна закономерность – чем выше уровень доходов, тем больший объем финансовых ресурсов формируется финансовым рынком, а не банковским сегментом. Еще два-три десятилетия назад финансовые системы развитых стран довольно точно можно было разделить на эти два типа: «банковские» – страны континентальной Европы и Японии и «рыночные» – Великобритания, США и другие англосаксонские страны. За 1990-е гг. во многих европейских странах произошли изменения, которые делают это деление устаревшим – их финансовые системы стали значительно более «рыночными».

С учетом того, что современному этапу экономического развития, основанному на знаниях, более подходит «рыночная» модель финансовой системы, чем «банковская», является естественным желание развивающихся стран иметь финансовые системы, институционально и структурно соответствующие развитым странам. Однако в странах с формирующимися рынками в силу особенностей их развития и слабости правовой системы банковское дело имеет более глубокие корни по сравнению с фондовым рынком и другими небанковскими секторами.

В связи с данным фактом определенную роль играет эволюционный ракурс рассмотрения финансовых структур, акцентирующий последовательность этапов развития финансовых систем. Согласно этому подходу эволюцию финансовых систем можно описать четырьмя последовательными этапами.

На первом этапе, характеризующемся экономикой со слабым потенциалом роста, относительно низкими доходами и редкими сбережениями, финансовая система представляет собой систему внутреннего финансирования: самофинансирование является практически единственным (или, по крайней мере, явно доминирующим) способом финансирования.

На втором этапе по мере ускорения развития появляются излишки сбережений. Эти сбережения накапливаются финансовыми посредниками, особенно банками, которые трансформируют сбережения для финансирования инвесторов, обеспечивая диверсификацию рисков. При этом банки, естествен-

но, одновременно выполняют классическую функцию организации и управления платежной системой, что в значительной мере способствует (по крайней мере, в информационном плане) ограничению рисков, связанных с проводимой трансформацией. Этот этап характеризуют финансовые системы, ориентированные на банки.

На третьем этапе происходит ускоренное развитие финансовых рынков (или рынков капиталов) наряду с диверсификацией финансового посредничества и появлением других рыночных посредников. В описываемой экономике функционирует множество рынков, множество обращающихся финансовых обязательств и в конечном счете имеется множество различных возможностей финансовых вложений. Этот этап характеризует системы, ориентированные на рынок.

Четвертый этап начинается на фоне более высокого роста. Появляются новые софистические инструменты финансовых рынков, которые ведут к финансовым системам, четко ориентированным на рынок, в которых не только финансовые инвестиции, но и соответствующие риски перераспределяются через рынок. Такое развитие финансовых структур сопровождается резким «взрывным» развитием рынков производных инструментов.

Конечно, данное хронологическое выстраивание финансовых структур не до конца аргументировано, тем не менее оно позволяет сделать ряд интересных выводов.

При подобном чисто линейном подходе, описывающем экономическое развитие четырьмя последовательными фиксированными этапами, банки (и системы, ориентированные на банки) представляются своего рода катализатором перехода к самоопределяемому росту на основе финансовых рынков. Действительно, опыт континентальной Европы последних 20 лет (в первую очередь Германии и Франции) подчеркивает позитивную роль банковского сектора в процессе перехода от банковской экономики к экономике финансовых рынков. В Германии и Франции при переносе акцента в финансовом перераспределении с банковского кредита на финансовые рынки посреднический сектор не утрачивает своей роли, а приобретает новые функции. Другими словами, обходной (в нашей ситуации) путь к экономике финансовых рынков через ускоренное развитие финансово-посреднического сектора имеет свои преимущества. В итоге формируется финансовая система, адекватная институциональным особенностям и запросам национальной экономики.

Однако постепенный переход к экономике финансовых рынков, по существу, предполагает достижение некоего высокого уровня внутренней финансовой эффективности. А значит, необходимо сосредоточиться на развитии и совершенствовании существующей финансовой системы. Поэтому естественным представляется интерес экономистов к факторам, определяющим уровень развития финансовой системы.

Здесь имеет смысл вновь обратиться к определению финансовой системы, данной Р. Голдсмитом: «финансовая система – это совокупность инструментов, рынков и институтов». Финансовый ландшафт современной экономики представлен банками, рынками ценных бумаг и небанковскими финансовыми институтами.

Факты свидетельствуют о важности каждого из основных институциональных компонентов финансовой системы – банков, организованных фондовых рынков и небанковских посредников – для совершенствования финансовой системы. Действительно, развитие различных сегментов финансовой системы стимулирует другие сегменты к осуществлению нововведений, к повышению качества и эффективности, к снижению цен. Эта эволюция протекает как симбиоз: развитие одного сегмента часто вызывает модернизацию других за счет поддержания конкурентной ориентации финансовых фирм.

Например, усиливая конкуренцию в области корпоративного контроля, предоставляя альтернативные способы финансирования инвестиций, рынки ценных бумаг сокращают потенциально вредные последствия чрезмерной власти банков. Используя данные по фирмам разных стран, А. Демиргуч-Кунт и В. Максимович показали, что интенсивность банковского дела коррелирует с ликвидностью фондового рынка, в развивающихся странах рост рынка акций приводит к росту банковского кредита [4].

Особого внимания заслуживает сектор договорных институтов. Рост коллективных сбережений с помощью инвестиционных компаний, взаимных фондов, пенсионных фондов и компаний по страхованию жизни повышает интенсивность финансового обслуживания значительного круга субъектов финансового рынка, расширяя доступ к высококачественным финансовым услугам.

Очевидно, что влияние сегмента небанковских финансовых учреждений многомерно. Предлагая широкий арсенал инструментов, доходя до мельчайших сбережений, мотивируя особыми временными, рисковыми и психологическими интересами, они увеличивают объем внутренних финансовых ресурсов, расширяют финансовый потенциал экономики. Более того, развитие источников долгосрочного финансирования – пенсионных фондов, учреждений страхования и сбережений на договорной основе – вносит существенный вклад в углубление долгосрочного сегмента финансовой системы, формируя спрос на долгосрочные инвестиции.

Рост фондов также может обеспечить широкое и стабильное финансирование таких ключевых сегментов финансового рынка, как факторинг, лизинг, компании венчурного капитала. Это, в свою очередь, расширит доступ к финансовым ресурсам по разумным ценам для фирм небольшого масштаба, возможности заимствования которых у формального сектора весьма ограничены высокими информационными издержками.

Таким образом, развитие финансово-кредитных институтов расширит доступ к финансовым ресурсам для всех структур, отраслей и сегментов экономики, способствуя реализации конкретных национальных потребностей.

Исследователи выделяют еще один важный аспект деятельности небанковского сектора. Создавая и усиливая конкуренцию в кратко- и долгосрочных сегментах, небанковские финансовые посредники стимулируют расширение спектра финансовых продуктов, предлагаемых формальным сектором. В то же время небанковские институты укрепляют рыночный сегмент финансовой системы и способствуют его развитию, подпитывая финансовыми ресурсами фондовый рынок. В итоге договорные сберегательные учреждения

развивают финансовую систему вглубь, укрепляют ее фундамент, способствуя совершенствованию верхних ярусов финансовой системы.

Таким образом, очевидно, что основой совершенствования финансовой системы является развитие и укрепление всех структурных единиц, составляющих институциональный механизм финансовой индустрии.

Ряд выводов, вытекающих из теоретического анализа, заслуживает особого внимания с точки зрения проблем российской экономики.

С позиции теории финансовая система России представляет собой малую финансовую систему. Причем определяющее значение имеет не размер, поскольку на фоне масштабов глобальной системы все развивающиеся страны, за исключением, пожалуй, Китая и Бразилии, имеют финансовые системы, масштабы которых кажутся весьма незначительными. Критериями малой финансовой системы выступают качественные характеристики, такие как ограниченный спектр оказываемых услуг при более высоких затратах, ее недостаточная глубина.

Ограниченный доступ к финансированию даже для крупных компаний (что наглядно демонстрирует факт значительных внешних заимствований корпоративного сектора в последние годы), ценовые и структурные характеристики свидетельствуют об организационной неоптимальности и функциональной неэффективности существующей финансовой системы. С учетом задач, стоящих перед экономикой России, связанных с ее модернизацией и структурным обновлением, доступность финансовых ресурсов имеет огромное значение. Поэтому совершенствование финансовой системы может выступить мощным рычагом развития российской экономики.

Однако для России, в которой экономический рост во многом производится деятельностью ограниченного числа крупнейших производителей, ориентация преимущественно на рыночное или банковское финансирование лишь закрепит сырьевую направленность ее производства. Поэтому для развития оптимальной финансовой системы необходимо создать условия, чтобы все сегменты финансовой системы работали на полную мощь.

Одним из средств, безусловно, является макроэкономическая стабилизация, однако другие аспекты этой проблемы более тесно связаны с микроэкономической политикой поддержания финансовой системы. Помимо оптимизации банковской системы и укрепления рыночного сегмента, особое внимание предстоит уделить правовой и информационной инфраструктуре, способствующей развитию управляемых фондов. Необходима политика, предоставляющая возможность всем институтам финансовой системы максимально эффективно реализовывать свои функции. Это изменит организационную структуру финансовой индустрии в направлении консолидации в одних областях и фрагментации в других, способствуя интенсификации финансовой системы и ее росту. В итоге сформируется финансовая система, наиболее оптимальная для российской экономики с точки зрения приоритетов ее развития и институциональных особенностей.

Такая более совершенная финансовая система позволит в значительной степени удовлетворять потребности в финансовых ресурсах в рамках внут-

ренного рынка и обращаться к международному рынку преимущественно за распределением риска и за более экзотическими услугами.

Практика демонстрирует, что «помимо выбора технологий, рынков и игроков опора на собственные силы в современном мире (вот уже 50–200) лет предполагает наличие у наций сильной финансовой системы... Совпадение во времени создания собственной финансовой системы и резкий рост эффективности экономики за счет модернизации приводят к тому, что на выходе из нее страны имеют очень сильные валюты и оказываются очень сильными игроками на мировом финансовом рынке» [6. С. 9].

Стремление к эффективно функционирующей и развивающейся финансовой системе определяется ее очевидной причинно-следственной связью с экономическим развитием. Поэтому тезис, выдвигаемый экономистами, – совершенствование финансовой системы предшествует и способствует улучшению функционирования экономики – приобретает особую актуальность.

Литература

1. *Goldsmith R.* Financial Structure and Development. New Haven: Yale University Press, 1969.
2. *Levin R.* Finance and growth: theory and evidence // Working Paper 10766. September 2004. National bureau of economic research. URL: www.nber.org
3. *Rajan R.G., Zingales L.* Financial Dependence and Growth // American Economic Review. 1998. № 88. June. P. 559–586.
4. *Demirguc-Kunt A., Maksimovic V.* Stock Market Development and Firm Financing Choices // World Economic Review. 1996. № 10. P. 341–370.
5. *Levin R. and Zervos S.* Stock Markets, Banks, and Economic Growth // American Economic Review. 1998. № 88.
6. Статья наций, которая чего-то хочет // Эксперт. 2010. № 1.