

## Глава 11. Финансовые ресурсы и финансовые посредники

**Финансовые ресурсы.** Финансовые ресурсы представляют собой денежные средства, формируемые в результате хозяйственной деятельности, и являются целевым ориентиром функционирования субъектов рыночной экономики. Финансовые ресурсы создаются хозяйствующими субъектами и используются в качестве источника поддержания и развития производства. Часть этих ресурсов посредством налоговых и иных платежей аккумулируется государством и региональными администрациями и используется для финансирования классических общегосударственных нужд (оборона, безопасность, судебная система) и социальных обязательств государства. Особую роль в процессах мобилизации финансовых ресурсов выполняет финансовый сектор (финансовые посредники и финансовые рынки), осуществляющий перераспределение финансовых ресурсов от финансово-избыточных к финансово-недостаточным экономическим агентам. Источниками финансовых ресурсов являются вновь созданный чистый доход, национальное богатство в части ранее накопленных средств, внешние заимствования.

Финансовые ресурсы играют центральную роль в обеспечении расширенного воспроизводства в условиях рыночной экономики. Хотя формально в классических моделях экономического роста финансы не рассматриваются в качестве ключевых факторов, тем не менее финансовые ресурсы прямо или косвенно «присутствуют» в каждом из факторов этих моделей. Так, поток финансовых ресурсов является ключевым фактором повышения капиталовооруженности и наряду с этим – первой стадией реализации инновационных проектов. В свою очередь для реализации любых инвестиционных проектов, связанных не только с повышением эффективности производства, но и с расши-

рением его масштабов, необходимым условием является достаточный объем денежных средств.

Роль финансов в экономике России претерпела существенные изменения за последнее 20-летие. В планово-административной экономике финансы выполняли в основном учетные функции. Но несмотря на это, нельзя считать, что финансовые ресурсы играли в плановом хозяйстве исключительно пассивную роль. Действительно, финансовое обеспечение деятельности экономических субъектов в значительной степени было вторичным по отношению к распределению материальных ресурсов: по существу, можно было говорить об автоматическом финансировании плановых мероприятий. Однако при этом накопление «ошибок плана» в «финансовом учете» создавало явление материально-финансовой несбалансированности со всеми вытекающими последствиями в виде дефицита, очередей и т. п. Иными словами, особенности распределения материальных ресурсов (которые напрямую продуцировали экономический рост), характерные для страны 70-80-х годов XX в., косвенным образом во многом определялись спецификой финансового перераспределения.

С переходом на рыночные принципы хозяйствования в начале 1990-х годов роль финансовых ресурсов в обеспечении экономического роста кардинально меняется. Наличие финансовых ресурсов у экономических субъектов становится необходимым условием инвестирования и обеспечения текущей деятельности. При этом финансовые ресурсы и процессы их перераспределения формируют мотивы и механизмы контроля за эффективностью и рисками реализуемых проектов.

Тем не менее и период рыночного развития экономики России нельзя считать однородным. Первоначальный этап характеризуется дефицитом финансовых ресурсов, что связано не только с недостаточной финансовой эффективностью экономики России в условиях спада, но и с масштабным вывозом капитала из России в ситуации высоких рисков внутреннего

инвестирования. Потому долгое время основной задачей финансового обеспечения российской экономики было привлечение ресурсов из-за границы и сокращение их вывоза.

К 2002-2003 г. валовой недостаток финансовых ресурсов был преодолен. И хотя устранение общего финансового дефицита связано в основном с изменением внешней конъюнктуры, а не с ростом внутренней эффективности, тем не менее – это важный поворотный пункт в решении проблемы финансового обеспечения экономического роста. Если раньше речь шла о валовом дефиците финансовых ресурсов, то теперь в первую очередь – о структурных диспропорциях. Соответственно меняется общий подход к решению – центр тяжести смещается на эффективную организацию перераспределительной деятельности, финансовое посредничество и финансовые рынки, на оптимизацию финансовой деятельности государства. При этом внешние заимствования не теряют своей актуальности, поскольку, как уже отмечалось, финансовые ресурсы – это не только денежные средства для обеспечения трансакций, но и механизмы контроля за использованием средств, а в этом отношении российская финансовая практика испытывает определенный дефицит.

Заметим, что в теоретическом плане вопрос о влиянии финансовых ресурсов на экономическую динамику в условиях рынка также достаточно полемичен: дискуссия по проблеме нейтральности денег еще продолжается. Действительно, если исходить из теоремы Модильяни – Миллера, то в рыночной экономике деньги нейтральны. Иначе говоря, изменение предложения денег меняет лишь уровень цен, не затрагивая относительных цен, и соответственно финансовые ресурсы не оказывают влияния на поведение экономических агентов и экономическую динамику. При этом подразумевается, что в условиях эффективного рынка финансовое перераспределение оптимально, а дополнительные денежные средства способны лишь поднять общий уровень цен, не меняя их соотношения и мотивов к инвестированию. Такие утверждения опираются на достаточно жест-

кую и крайне упрощенную аксиоматику, подразумевающую, в частности, полноту и совершенство рынков, а также их эффективность, что далеко от реальной практики функционирования современных рынков, тем более в России. По многим финансовым инструментам в России просто нет рынков, по другим – они несовершенны. Многочисленные дефекты рынка также имеют место. В этих условиях рынки отнюдь не гарантируют заведомо эффективного финансового перераспределения. Соответственно финансовые ресурсы продолжают оказывать значимое влияние на экономический рост, формируя мотивы поведения субъектов экономики и механизмы контроля за использованием ресурсов, т. е. связывая экономическое поведение с экономической эффективностью.

Основные источники финансовых ресурсов, а также направления их использования приведены в табл. 11.1.

Заметим, что в таком представлении несколько маскируется роль финансово-посреднического сектора в процессах образования и использования финансовых ресурсов. В приведенном статическом отображении финансовых ресурсов по субъектам их первичного распределения и конечного использования многообразие форм финансового перераспределения скрыто в немногочисленных статьях, отражающих взаимоотношения органов власти и хозяйственных субъектов с финансовым сектором. Тем не менее субъектная структура финансовых ресурсов вполне просматривается.

Еще один важный момент, касающийся роли финансовых ресурсов в обеспечении должной экономической динамики, связан с взаимоотношением между текущими и предстоящими доходами, финансовыми ресурсами. Согласно весьма меткому образному выражению Кейнса, деньги представляют собой связь между прошлым и будущим. Действительно, доходы формируют финансовые ресурсы, которые через инвестиции определяют будущую эффективность и соответственно доходы будущих периодов. От способа распоряжения сегодняшними финансовыми ресурсами зависят будущие доходы.

Таблица 11.1

**Основные источники и направления  
использования финансовых ресурсов**

Источники финансовых ресурсов	Направления использования финансовых ресурсов
<b>Государственные финансовые ресурсы и ресурсы субъектов Федерации и местных администраций</b>	
Налоги и сборы Поступления от использования, а также продажи государственного имущества Прибыль от государственной предпринимательской деятельности Получение денежных средств путем внешнего и внутреннего заимствования Использование резервных и страховых фондов Добровольные взносы юридических и физических лиц	Государственные инвестиции Содержание государственного аппарата Оплата государственных заказов Финансирование бюджетных организаций и учреждений Отчисления в резервные и страховые фонды Расходы на социальные нужды, на обслуживание внутреннего и внешнего долгов, государственные дотации, субсидии, субвенции Взносы во всемирные организации, оказание помощи иностранным государствам Затраты на приобретение, выкуп объектов собственности
<b>Финансовые ресурсы хозяйствующих субъектов (предприятий, коммерческих организаций)</b>	
Доход от производственно-хозяйственной деятельности Амортизационные отчисления Акционерный капитал, паевые и уставные взносы Продажа и сдача в аренду собственного имущества Заемные средства Финансовая поддержка со стороны государства Привлеченные иностранные инвестиции Страховые возмещения	Содержание и приобретение основных и пополнение оборотных средств Уплата налогов и сборов Отчисление в страховые и др. целевые фонды Расходы на социально-культурные и благотворительные нужды Расходы будущих периодов Возврат долгов и выплата процентов по ним Образование резервов

Финансовые ресурсы домашних хозяйств	
Доход от трудовой и предпринимательской деятельности	Текущее потребление
Продажа и сдача в аренду собственного имущества (включая ценные бумаги)	Уплата налогов и сборов
Заемные средства	Отчисление в страховые и др. целевые фонды
Финансовая поддержка со стороны государства и благотворительных организаций	Содержание и приобретение активов (движимое и недвижимое имущество)
	Расходы на социально-культурные и благотворительные нужды
	Затраты на обучение, лечение и т. д.
	Возврат долгов и выплата процентов по ним
	Образование резервов

*Примечание.* Источники и направления использования финансовых ресурсов субъектов Федерации и местных администраций в целом аналогичны указанным для государственных финансовых ресурсов.

С экономической точки зрения можно выделить реальные (производственные) и финансовые инвестиции. Реальные инвестиции представляют собой вложение ценностей в создание реальных активов, непосредственно связанных с производством товаров или оказанием услуг с целью получения прибыли (дохода). Данные инвестиции обеспечивают прирост физического капитала. В составе реальных инвестиций выделяются капитальные вложения (строительство новых зданий и сооружений, закупка нового оборудования, техники, технологии), инвестиции в жилищное строительство и инвестиции в запасы (изменение размеров складских запасов). Финансовые инвестиции представляют собой вложение средств в ценные бумаги, иные финансовые активы и инструменты. Иногда реальные инвестиции называют прямыми, а финансовые – портфельными, хотя разграничение их на прямые и портфельные возможно и по другому критерию, т. е. по определенной степени контроля над предприятием.

**Финансово-посреднический сектор.** Основной функцией финансово-посреднического сектора экономики является смягчение «трения» в макроэкономических процессах, а

именно снижение трансакционных и информационных издержек, что способствует более эффективному распределению финансовых ресурсов в пространстве и во времени в условиях неопределенности будущего и как следствие – ускорению экономического развития. Основную функцию можно разложить на следующие составляющие:

- распределение финансовых ресурсов;
- мобилизация сбережений;
- диверсификация рисков;
- мониторинг качества управления компанией менеджментом и осуществление корпоративного контроля;
- обеспечение трансакций в экономике.

Макроэкономическое представление финансового процесса как процесса перераспределения финансовых ресурсов от финансово-избыточных к финансово-недостаточным экономическим агентам одновременно с *необходимой трансформацией этих ресурсов* достаточно распространено в финансовых исследованиях. В комментарии, пожалуй, нуждается лишь понятие «трансформация финансовых ресурсов», не слишком популярное в российской экономической литературе.

Речь идет об определенном качественном изменении финансовых ресурсов в процессе их перераспределения. Финансовое посредничество может:

- превращать «короткие» ресурсы в «длинные» (или наоборот, как это было в первые годы реформ в России), производя трансформацию сроков, или временную трансформацию ресурсов;
- превращать оптовые ресурсы в розничные (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),

улучшая качество подписи контрагента по контракту и 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. д. Собственно говоря, классификация финансовых трансформаций теснейшим образом связана с используемой классификацией рисков.

Выделение последнего вида трансформации оправдано для России, поскольку, во-первых, деньги в Москве – это далеко не то же, что деньги в провинции, во-вторых, межрегиональное перемещение финансовых ресурсов связано здесь для финансовых посредников с достаточно существенными рисками.

Приведенные далее выводы сделаны большей частью на основе анализа финансовой трансформации, осуществляемой банковским сектором. Сразу же отметим, что функционирование финансового рынка в целом лишь усугубляет картину.

Что касается *временной трансформации*, то хотя сроки предоставления финансовых ресурсов заметно возросли за последние три-четыре года и продолжают возрастать, они все еще не удовлетворяют реальным потребностям экономики. Одновременно исследования показывают, что возрастание сроков размещения ресурсов финансовым сектором происходит, даже в меньшей степени, чем увеличиваются сроки привлечения. Иными словами, насыщение экономики «длинными деньгами» происходит исключительно экстенсивно, по мере накопления самой экономикой «длинных денег», а не более интенсивной трансформации ресурсов финансовым сектором. Российские финансовые посредники весьма неохотно берут на себя риск ликвидности, что связано с действием двух факторов: недостаточной капитализацией, с одной стороны, и неэффективностью функционирования рынка ликвидности, с другой. Если ситуация с капиталом слабоуправляема, то с проблемами регулирования ликвидности финансовым агентам и в первую очередь банкам вполне можно помочь.

Рассмотрим более детально ситуацию с избытком ликвидности в российской банковской системе. Действительно, вполне правомерно говорить о валовом избытке центральных денег в экономике, если депозиты коммерческих банков в Банке России даже в непростой с точки зрения банковской ликвидности период лета 2004 г. составляют, как правило, не менее 20% средств на корреспондентских счетах. В то же время, совместно анализируя динамику процентных ставок денежного рынка и остатков средств на корреспондентских счетах коммерческих банков в ЦБ РФ, нельзя не обратить внимания на следующее. Относительно длительное (на одну-две недели) сокращение свободных резервов ниже среднегодового уровня автоматически вызывает напряжение на денежном рынке, что выражается во всплеске уровня процентных ставок выше уровня ставки рефинансирования Банка России. Последнее говорит о том, что наряду с валовым избытком существует структурный дефицит ликвидности. Дефицит у одних банков соседствует с избытком у других, а межбанковский рынок не в состоянии оперативно организовать перераспределение.

В этих условиях Банку России необходимо срочно приступить к пересмотру позиции своего присутствия на рынке банковской ликвидности. Со времени августовского (1995 г.) кризиса межбанковский кредитный рынок остается сегментированным. В этой ситуации, учитывая сложившийся режим денежного предложения, инструменты регулирования ликвидности, используемые монетарными властями, не позволяют решать ее структурные проблемы. Решение возможно посредством рефинансирования банковского кредита, что положительно повлияет и на трансформацию сроков финансовых ресурсов. Заметим, что обеспечение эффективного функционирования межбанковского денежного рынка – прямая обязанность денежных властей.

Характеризуя *трансформацию подписи* в процессе финансового перераспределения, приходится констатировать, что посредничество практически не улучшает ее качества.

Не слишком утрируя ситуацию, скажем, что основной поставщик ресурсов для российской финансовой системы – это население, при этом львиная доля этих ресурсов перераспределяется Газпрому, РАО «ЕЭС России» и другим крупнейшим российским предприятиям. Соответственно классический образец трансформации подписи для России: подпись транснациональной корпорации замещается конечному кредитору (населению) подписью среднего российского банка. Естественно, правда, что такой средний банк, в нашем случае, очень похож на Сбербанк России. Но и долг Сбербанка вряд ли надежнее для российского населения, чем долг, например Газпрома.

Российский финансовый сектор весьма неохотно берет на себя кредитный риск. Причины этого очевидны: высокий уровень неопределенности в экономике, непрозрачность финансовых отношений, отсутствие кредитной истории экономических агентов. В этих условиях даже банковские учреждения, ведущие счета клиентов и обладающие собственной дополнительной информацией о динамике их финансового состояния, не справляются с высоким уровнем асимметрии информации. Значит, необходимо им в этом помочь, стимулируя, поддерживая, укрепляя институты рыночной инфраструктуры, облегчающие структуризацию коммерческого долга, ищущего покупателя на российском рынке. Для этого необходима поддержка государства. Кроме того, следует обратить внимание на специализированные институты, обслуживающие банковский кредит (занимающиеся финансовой экспертизой экономических проектов, накоплением кредитной истории экономических агентов, переуступкой долгов по коммерческим кредитам).

*Трансформация объемов* финансовых ресурсов в России односторонне направлена: финансовые агенты «всеядны» в плане мобилизации ресурсов и явно предпочитают крупный опт при их предоставлении – в целом российская финансовая система весьма активна в преобразовании розничных ресурсов в оптовые, при этом розничные ресурсы остаются в явном дефиците. Действительно, крупные кредиты (в методологии инструкции

№ 1 Банка России, устанавливающей экономические нормы для банковского сектора) составляют до половины совокупных кредитных вложений. Естественно, в такой ситуации трудно говорить о доступности массового финансирования.

Поскольку трансформация объемов в первую очередь связана с кредитным риском, а также в некоторой степени с риском ликвидности, то в целом ситуация должна корректироваться с использованием тех же мер, что и при трансформации сроков и подписи.

В отличие от рассмотренных видов финансовой трансформации *валютной трансформацией* российский финансовый сектор занимается весьма активно. Валютные обязательства заметно превышают валютные активы и по остаткам и по темпам роста. Укрепление курса рубля только усиливает эту тенденцию. Заметим, что именно реализация высокого валютного риска стала непосредственной причиной краха российской банковской системы в августе 1998 г.

Высокий уровень риска накоплен финансовой системой также в связи с проводимым *межрегиональным перемещением финансовых ресурсов*: концентрация финансовых активов в Москве – общеизвестный факт. Реализация такого весьма специфического риска имела место в российской экономической истории и летом 1996 г. Тогда многочисленная группа банков, размещавшая большой объем обязательств в регионах и использовавшая соответствующие ресурсы для инвестиций в государственный долг, испытала существенные проблемы ликвидности в связи с необходимыми социальными выплатами под предвыборные программы (наиболее известна печальная судьба Тверь-универсалбанка).

Представляется, что нет необходимости ограничивать валютную и межрегиональную трансформации. Здесь накоплены высокие риски, которые могут инициировать угрозы системной безопасности финансового сектора, и монетарные власти, обязаны организовать соответствующий мониторинг и, при необходимости, оперативное вмешательство.

*Анализ архитектуры финансово-посреднического сектора.* Классический анализ финансовой архитектуры основывается на выделении (и в определенной мере противопоставлении) двух способов финансового перераспределения и соответственно двух типов финансовой структуры экономики: финансовых рынков (система экзогенного предложения денег) – система американского (англосаксонского) типа с преобладанием финансирования через финансовые рынки; банковского кредита, или экономики задолженности (система эндогенного предложения денег) – система французского (японского) типа с преобладанием финансирования через банковский кредит.

Причинно-следственная связь между денежной массой и денежной базой двух типов финансовых структур в целом является взаимобратной. В экономике финансовых рынков монетарные финансовые агенты не могут предоставить дополнительный кредит, не создав предварительно избыточных резервов в «деньгах центрального банка». В экономике задолженности монетарные финансовые посредники предоставляют дополнительные кредиты, прежде всего, на основе своих собственных критериев, возмещая их в конце концов «деньгами центрального банка» перед угрозой утечки из системы. Но такой порядок не может поддерживаться корректным образом, если центральный банк не гарантирует возможности рефинансирования как классический кредитор в последней инстанции, обеспечивая балансировку системы и определенный уровень жизнеспособности банков в экономике задолженности.

Указанное различие имеет фундаментальный характер. Экономика задолженности характеризуется, прежде всего, не тем фактом, что реальный сектор является глобальным должником, а тем, что монетарные финансовые посредники нижнего уровня находятся в общей и структурной задолженности перед эмиссионным институтом, который как кредитор в последней инстанции обеспечивает финансовую систему и систему платежей, используя технику рефинансирования.

Финансовая структура, основанная на банковском кредите, опирается, таким образом, на эндогенное предложение денег, широко использует внутренние деньги.

Конечно, экзогенное денежное предложение не отрицает банковский кредит как финансовую операцию. Но банковский кредит как основная форма финансового перераспределения объективно требует возможности рефинансирования со стороны центрального банка и соответственно предполагает эмиссию денег внутреннего типа.

При наличии должных институциональных условий система финансовых рынков выигрывает в эффективности. Транзакционные издержки в этом случае заметно ниже по сравнению с издержками по организации потока банковского кредита. Однако экономика финансовых рынков предъявляет 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 рынков 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.

В современной России в большинстве случаев эти условия не выполняются. При этом никакие меры по созданию адекватной институциональной и информационной среды не могут дать быстрого эффекта. Соответственно ожидать текущей эффективности перераспределительных функций финансового рынка не приходится: в ближайшее время получить существенное финансирование с рынка сможет лишь огра-

ниченное число крупнейших компаний (в условиях несовершенства рынков только их долги получают приемлемые оценки): в кратко- и среднесрочном плане финансовый рынок не может обеспечить массового финансирования.

Заметим, что тезис о вынужденной ориентации (в текущих российских условиях) потоков с финансового рынка на крупнейшие компании корреспондирует с известной сравнительной характеристикой финансовых структур, отмечающей относительные преимущества системы финансовых рынков в финансировании экономики с доминирующим крупным бизнесом. Опираясь на этот факт, некоторые эксперты делают вывод о том, что для России, в которой экономический рост во многом продуцируется деятельностью ограниченного числа крупнейших производителей, оптимальна финансовая система, основанная на финансовых рынках. Однако все крупнейшие производители, о которых идет речь, представляют сырьевой сектор российской экономики, и соответственно доминирование рынка в финансовом перераспределении консервирует сырьевую направленность российского производства, что не соответствует стратегическим целям России. В этих условиях преимущественная ориентация финансирования на рынки будет становиться актуальной лишь по мере создания устойчивых альтернативных точек роста.

К этому следует добавить, что возможности трансформации финансовых ресурсов (прежде всего по срокам и «подписи») при их перераспределении через финансовые рынки достаточно ограничены. В ситуации, когда располагаемые ресурсы тотально не соответствуют потребностям в финансировании по всем параметрам (ликвидности, цене и риску), масштабная трансформация остро необходима. Последнее утверждение отнюдь не противоречит приведенному выше тезису об относительной переоценке проблемы долгосрочных ресурсов. Собственно, наличие избыточной ликвидности у финансовых агентов свидетельствует о недоиспользовании ими уже имеющегося потенциала трансформации сроков ресурсов в части их расширения, но отнюдь не о том,

что этот потенциал не надо использовать, и что трансформация не нужна. В данном же контексте речь идет исключительно о том, что трансформационные возможности системы финансовых рынков уступают системе банковского кредита. Добавим также, что российский финансовый сектор не слишком активен в эмиссии долгосрочных инструментов для привлечения накоплений небанковской публики, хотя интерес к таким инструментам появился. Соответственно нельзя аргументировано утверждать, что появление в экономике дополнительных долгосрочных накоплений автоматически приведет к расширению срока финансовых вложений: решение проблемы разумной оценки долгов здесь более важно и более сложно, чем решение проблемы поиска адекватных ресурсов на их приобретение.

Экономика, базирующаяся на банковском финансировании, располагает гораздо большими возможностями регулирования в оперативном плане, не столь зависима от институциональной среды, менее восприимчива к асимметрии экономической информации и в существенно меньшей степени ограничивает возможности трансформации ресурсов (при адекватном участии кредитора в последней инстанции – центрального банка).

Чистая экономика финансовых рынков удовлетворяет всем условиям теоремы Модильяни – Миллера, а это означает, что в такой экономике деньги – нейтральны. Вместе с тем с помощью несложных математических операций легко показать, что в экономике задолженности – экономике, базирующейся на банковском кредите, доля кредита в инвестициях является центральной характеристикой накопления капитала и экономической динамики. Заметим, что это означает отсутствие нейтральности финансов.

На теоретическом уровне этот факт открывает возможность целенаправленного ускорения экономического роста. Финансовая система экономики, основанной на банковском кредите, как уже отмечено, может характеризоваться двойным уровнем долговых отношений: задолженностью предприятий банкам и задолженностью коммерческих банков центральному банку. На этой основе возможно относительное увеличе-

ние нормы накопления. Равновесие может обеспечиваться постфактум при реализации предполагаемых темпов роста.

*Эволюция финансовой архитектуры.* При анализе архитектуры финансового-посреднического сектора определенный интерес вызывает «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, характеризующимся 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 появляется излишек сбережений. Эти сбережения накапливаются финансовыми посредниками, особенно банками, которые трансформируют сбережения для финансирования инвесторов, обеспечивая диверсификацию рисков. При этом банки, естественно, 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 характеризует финансовые системы, ориентированные на банки (*bank orientated system*). Примерами такой системы могут служить финансовые системы экономики континентальной Европы и Японии (на момент проведения исследований, 1984 г.).

На третьем этапе происходит ускоренное развитие финансовых рынков (или рынков капиталов) наряду с диверсификацией финансового посредничества и появлением 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 рынки (market orientated system). Пример – финансовые системы Великобритании и Северной Америки.

Четвертый этап начинается на фоне более высокого роста. Появляются новые софистические инструменты финансовых рынков, которые ведут к финансовым системам, четко ориентированным на рынок (strongly market orientated system), в которых не только финансовые инвестиции, но и соответствующие риски перераспределяются через рынок. Это в некотором роде – перспектива развития современных финансовых структур, которая достижима при резком «взрывном» развитии рынков производных инструментов.

Конечно, такое 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-ти лет (в первую очередь Германии и Франции) подчеркивает позитивную роль банковского сектора в процессе перехода от экономики задолженности к экономике финансовых рынков. Во Франции и Германии 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 предшествующее ускоренное развитие монетарного финансово-посреднического сектора имеет свои преимущества.

Параллельное рассмотрение двух типов финансовой экономики зачастую приводит к противопоставлению администрируемой и либерализованной финансовых систем при смешении (не всегда оправданном) банков и администрации, с одной стороны, и либерализации и рынков, с другой.

Однозначность же последовательности четырех этапов выдвигает на первый план вопрос о первичности банков или рынка в дополнение к классическим объяснениям роли банков как ответа на слабость рынков.

Ряд выводов, прямо вытекающих из рассматриваемого подхода, заслуживает особого внимания с точки зрения проблем российской экономики. Эволюция финансовых систем, как видим, теснейшим образом связана с относительным ростом доходов экономики. Постепенный переход к экономике финансовых рынков, по существу, предполагает достижение реальной экономикой некоего высокого уровня внутренней финансовой эффективности, за счет которого, собственно, и формируется ее инвестиционный потенциал, с одной стороны, и инвестиционная привлекательность с другой.

Как уже отмечалось, в России распределение финансовых ресурсов между секторами экономики чрезвычайно неравномерно. В условиях развитой экономики с достаточно эффективно функционирующей финансовой системой такое неравномерное распределение капитала не являлось бы существенной проблемой. Благодаря фондовому рынку и банковскому сектору происходил бы межотраслевой перелив капитала. Но в российских условиях, когда финансовая система, хотя и находится в состоянии непрерывного развития, но в принципе не достигла уровня эффективного функционирования, доминируют другие, специфические механизмы перелива капитала.

Во-первых, можно выделить тенденцию экспансии капитала из сырьевых отраслей в обрабатывающую промышленность. Эта экспансия, как правило, выражается не в осуществлении портфельных инвестиций, а в непосредственной покупке контрольного пакета акций и, собственно, в установлении полного контроля над предприятием. В России до сих пор слабо соблюдаются права миноритариев, поэтому крупный бизнес не видит смысла в инвестициях в пакеты акций, не дающие контроля над компанией (или хотя бы блокирующего пакета), так как в отсутствие ликвидного вторичного рынка акций такие инвестиции малооправданны – ди-

виденная доходность, как правило, компаний с низколиквидным вторичным рынком (или без него) нестабильна и довольно низка, а перспективы получения дохода от курсовой стоимости акций по сравнению с «голубыми фишками» более неопределенны. У такой экспансии есть как преимущества, так и недостатки. Среди первых можно выделить тот факт, что новые собственники, как правило, все же осуществляют некоторые инвестиции в производство. В других условиях, т. е. при отсутствии полного контроля над предприятием, этих инвестиций, скорее всего, не было бы.

К недостаткам можно отнести то, что сфера деятельности приобретаемых компаний может быть непрофильной для покупающей структуры, хотя они могут входить в одну технологическую цепочку. По сути, в процессе такой экспансии образуются конгломераты (холдинги, в структуре которых функционируют предприятия различных отраслей), и тем самым подменяются внешние по отношению к конгломерату институты финансовой системы (фондовый рынок и банковский сектор) внутренним (т. е. внутри холдинга) рынком капитала и созданием своих банков. В качестве примера можно привести опыт США: в 1970-х годах рыночная стоимость конгломератов была выше стоимости составляющих его компаний, т. е. оценивалась с премией, но с конца 1980-х – начала 1990-х, премия превратилась в дисконт, т. е. суммарная стоимость компаний, входящих в структуру холдинга, была выше, чем стоимость холдинга. Этому факту имеются разумные объяснения. Дело в том, что в условиях внутреннего рынка капиталов холдинга, как правило, по разным причинам не достигается эффективного распределения финансовых ресурсов. Управление такой структурой становится на порядок сложнее. Кроме того, внутренний рынок капитала не выполняет информационной функции фондового рынка – не дает возможности по динамике курсов акций оценить эффективность управления компаниями. Как следствие мнение инвесторов заключалось в том, что по отдельности данные предприятия функционировали бы более эффективно, чем в рамках одного холдинга.

Отметим еще один негативный момент тенденции создания конгломератов в российских условиях. Возможно, будет создано несколько крупных конгломератов, в которых ключевую роль первоначального источника финансовых ресурсов будут играть компании из сырьевых отраслей. Соответственно предприятия, входящие в такой холдинг в качестве внешних финансовых ресурсов, будут использовать преимущественно ресурсы ключевой компании холдинга. Капитал станет обращаться внутри холдингов, практически не попадая на внешние финансовые рынки, тем самым роль их в процессах экономического роста будет незначительной.

Во-вторых, можно выделить отток капитала за границу, который поддается логическому объяснению с экономической точки зрения. Собственники капитала в целях реализации стратегии сохранения заработанного или его приумножения путем инвестирования в новые проекты либо не видят точек эффективного приложения капитала в России, либо достаточно высоко оценивают страновой и региональный риски. Следует отметить, что в краткосрочной перспективе отток капитала может оказаться даже неким благом для России, помогая достичь некоторых тактических целей, в частности, уменьшения инфляционного давления в экономике. Но в средне- и долгосрочной перспективе отток капитала за границу сильно снижает вероятность достижения стратегических целей развития российской экономики.

В условиях, когда проводится политика стерилизации денежных потоков из-за границы, нелогичной выглядит ориентированность российских властей на привлечение иностранного капитала (возникает вопрос, почему рост отечественных инвестиций может привести к росту инфляционного давления, а рост иностранных инвестиций – нет?). Конечно, на это можно возразить, что иностранный капитал приносит и новые технологии, но реальных подтверждений данной связи в российских условиях мало. Вряд ли можно убедить иностранных инвесторов вкладывать деньги в Россию, когда инвестиции российских капиталистов внут-

ри страны не приветствуются, а государственные финансовые ресурсы экспортируются. Конечно, можно привести и положительные примеры иностранных инвестиций, но при более детальном исследовании каждого из таких проектов, вырисовывается следующая картина. Иностранцам интересны проекты, связанные либо с топливно-энергетическим сектором, либо с созданием компаний (открытием новых производств или покупкой уже имеющих), ориентированных на удовлетворение внутреннего спроса (например, в отдельных подотраслях пищевой промышленности).

**Система показателей функционирования и развития финансовой системы.** Необходимое условие прогноза развития финансового сектора экономики – наличие системы показателей, с использованием которой можно было бы как задать целевые ориентиры, так и отслеживать эффективность функционирования финансового сектора. Следует отметить, что данные показатели являются не «регулирующими показателями», изменения которых позволяют реализовать кредитно-денежную политику государства, а, скорее, иллюстративными показателями, основной смысл которых – в оценке масштабов финансового сектора относительно размеров национальной экономики, его активности, эффективности деятельности финансовых институтов и т. д. К сожалению, нельзя выделить какой-либо один, универсальный показатель для оценки функционирования и развития финансового сектора экономики, такого, как например, ВВП на душу населения для оценки экономического развития страны.

При разработке системы показателей функционирования и развития финансовой системы может быть использована система показателей, предложенных в исследованиях Мирового Банка, в частности в работе Т. Beck, А. Demirguc-Kunt и R. Levine «A New Database on Financial Development and Structure» (1999 г.). Данная система показателей позволяет провести сравнительный анализ финансовых систем отдельных стран как в статике, т. е. для отдельного периода времени, так и в динамике.

Разработку и анализ системы показателей функционирования финансовой системы начнем с показателей, которым при международных сопоставлениях, на наш взгляд, уделяется незначительное внимание, – с показателей доступности услуг финансовых институтов, в частности услуг банковского сектора. Доступность финансовых услуг в данном случае не является синонимом пользования финансовыми услугами. Экономические агенты могут иметь доступ к финансовым услугам, но по различным причинам (причины личного характера, т. е. социально-культурные, высокие скрытые издержки и т. д.) не пользоваться ими. Соответственно можно выделить два аспекта проблемы: во-первых, доступность и возможность пользования финансовыми услугами; во-вторых, фактическое пользование финансовыми услугами.

В качестве показателей доступности и возможности пользования финансовыми услугами можно выделить следующие: географическую плотность проникновения банковских учреждений – количество банков (включая филиалы) на 1000 кв. км территории; демографическую плотность проникновения банковского сектора – количество банков (включая филиалы) на 100 тыс. чел. населения.

При анализе следует учитывать не только наличие и доступность для населения банковских учреждений, но и наличие и доступность банкоматов. Для этого применяют показатели: географической плотности проникновения банкоматов – количество банкоматов на 1000 кв. км; демографической плотности проникновения банкоматов – их количество на 100 тыс. чел. населения

Показатель географического проникновения является своего рода показателем среднего расстояния до ближайшего банковского учреждения или банкомата. Высокая географическая плотность сигнализирует о небольших расстояниях между банковскими учреждениями или банкоматами и как следствие о географической доступности данных финансовых учреждений.

Демографическая плотность проникновения банковских учреждений и банкоматов – своего рода индикатор среднего количества человек, обслуживаемых банковским учреждением или банкоматом. Соответственно более высокая демографическая плотность сигнализирует о том, что потенциально каждый банк или банкомат обслуживает меньшее количество человек и, следовательно, его услуги более доступны.

Показатели доступности и возможности пользования финансовыми услугами имеют естественные ограничения. В данных показателях в неявной форме подразумевается равномерное распределение банковских учреждений и банкоматов как в пространстве, так и среди населения. В реальности во многих странах банковские учреждения и банкоматы сконцентрированы в городах и соответственно доступны в основном жителям данных городов и прилегающих районов.

В свою очередь в качестве показателей фактического пользования финансовыми услугами можно выделить следующие:

- относительное количество выданных кредитов: количество выданных кредитов на 1000 чел. населения;
- относительный размер выданных кредитов: средний объем выданных кредитов к ВВП на душу населения;
- относительное количество депозитов: количество депозитов на 1000 чел. населения;
- относительный размер депозитов: средний объем депозитов к ВВП на душу населения.

Построение показателей по данным о выданных кредитах и депозитах объясняется тем, что такие услуги наиболее востребованы. Высокие значения относительного количества выданных населению кредитов и депозитов указывают на высокое фактическое пользование финансовыми услугами. В свою очередь, высокие значения относительных размеров выданных кредитов и депозитов могут сигнализировать о том, что фактически финансовыми услугами пользуются только богатые люди, что является признаком низкого пользования финансовыми услугами со стороны широких, но менее обеспеченных слоев населения.

Показатели фактического использования финансовых услуг также имеют свои ограничения: выдача двух и более кредитов одному лицу, или наоборот, наличие у одного лица двух и более депозитов, увеличивает значение данных относительных показателей, искажая при этом первоначальный смысл данных показателей.

Первым этапом прогнозирования является анализ, в том числе структурный, показателей, характеризующих состояние финансового сектора.

Так, например, для сравнительного анализа показателей доступности и фактического пользования финансовыми услугами могут послужить данные 2003 г. по 88-ми странам (в том числе – ЕС, СНГ, Ближнего Востока, Северной и Южной Америки, Африки, Азии).

Количество банковских учреждений и банкоматов на 100 тыс. чел. растет по мере роста ВВП на душу населения, что в принципе легко объясняется ростом спроса на финансовые услуги. Количество банковских учреждений и банкоматов на 100 тыс. чел. в странах с высокими показателями ВВП на душу населения в большей степени зависит уже не от спроса на финансовые услуги, а от плотности расселения населения.

Относительный размер кредитов растет по мере роста ВВП на душу населения. Относительный размер депозитов демонстрирует более интересную динамику: ярко выраженный рост относительного размера депозитов по мере роста ВВП на душу населения отсутствует. Этому есть объяснение – в странах с высоким душевым ВВП население использует другие способы размещения сбережений, в частности инструменты фондового рынка и т. д. Поэтому, если применительно к странам с низким ВВП на душу населения можно сделать вывод о том, что население размещает во вкладах в банках в среднем сумму, эквивалентную от 1,0 до 1,5 объема ВВП на душу населения, и, как показывает, в том числе анализ российского опыта, прочие финансовые ресурсы сконцентрированы в наиболее ликвидной форме – денежной, то для богатых стран вклады в банках пред-

ставляют собой относительно безрисковую и соответственно низкодоходную часть портфеля активов.

Относительное количество выданных кредитов растет по мере роста ВВП на душу населения, при этом существует уровень насыщения – 500-700 кредитов на 1000 чел. Количество кредитов, выданных на 1000 чел. в странах с низким ВВП на душу населения, далеко от уровня насыщения. Для стран с ВВП на душу населения до 3000 долл., количество выданных кредитов не превышает 100 на 1000 чел.

Динамика относительного количества выданных депозитов иллюстрирует предположения, сделанные при описании данного показателя: при ВВП на душу населения, превышающем 3000 долл., в большинстве рассматриваемых стран на 1000 чел. приходилось более 1000 депозитов, что говорит о том, что люди могли иметь по два депозита и более.

Аналогичным образом проводится анализ доступности и эффективности финансовых услуг таких компаний, как страховые, инвестиционные, управляющие компании паевых фондов, различных пенсионных фондов.

Следующий набор показателей используется для анализа и межстранового сопоставления, а также прогнозирования масштабов финансово-посреднического сектора национальной экономики, эффективности его функционирования, активности финансовых институтов и т. д.

Данные показатели условно разделены на три группы:

1. Масштаб и активность финансовых институтов:
  - Показатели масштаба финансовых институтов
    - показатели относительного размера
    - показатели абсолютного размера
  - Показатели активности финансовых институтов
2. Эффективность и рыночная структура сектора коммерческих банков:
  - Показатели эффективности
  - Показатели рыночной структуры
3. Показатели функционирования фондового рынка:

- Показатели масштабов, активности и эффективности рынка акций
- Показатели масштабов рынка облигаций
- Показатели масштабов первичных рынков акций и облигаций.

Проанализируем каждую группу показателей.

**Масштаб и активность финансовых институтов.** Данные показатели служат для межстранового и межпериодного сравнения масштабов и активности центрального банка (или других институтов, выполняющих функции монетарных властей), коммерческих банков, прочих финансовых посредников, по отношению как друг к другу, так и к ВВП.

Для анализа масштабов финансовых посредников используются как относительные показатели, в которых показатели отдельных групп финансовых посредников (центрального банка, коммерческих банков и пр.) сопоставляются с совокупными финансовыми активами национальной экономики, т. е. с суммой активов центрального банка, коммерческих банков и прочих финансово-посреднических организаций, так и абсолютные значения, в которых показатели сопоставляются с ВВП. Абсолютными значениями в российской практике принято называть не отношение каких-либо показателей финансовой системы к ВВП (в результате получается безразмерный показатель), а непосредственно значение данных показателей (т. е. имеющих размерность, например, млрд. руб. или млрд. долл.). Но при международном сопоставлении сравнение, например, суммарных финансовых активов экономик разных стран имеет мало смысла. Понятно, что суммарные финансовые активы США значительно превосходят суммарные финансовые активы, например, Польши. Вопрос заключается в другом – соответствует ли масштаб финансовой системы масштабам национальной экономики.

Первые три показателя являются показателями относительного размера:

- отношение активов центрального банка к суммарным финансовым активам национальной экономики;

- отношение активов коммерческих банков к суммарным финансовым активам национальной экономики;
- отношение активов прочих финансовых посредников к суммарным финансовым активам.

Ввиду того, что эти показатели можно рассчитать только в том случае, если имеются соответствующие данные, можно предложить альтернативный показатель:

- отношение активов коммерческих банков к сумме активов коммерческих банков и активов ЦБ.

В качестве показателей абсолютного размера финансовых институтов можно выделить следующие:

- отношение активов центрального банка к ВВП;
- отношение активов коммерческих банков к ВВП;
- отношение активов других финансовых учреждений по отношению к ВВП.

Данные показатели характеризуют значимость финансовых услуг, предоставляемых различными секторами финансовой системы, в масштабах национальной экономики. Активы включают в себя сумму требований ко всему нефинансовому сектору, включая правительство, государственные институты и частный сектор.

Так как достаточно часто в исследованиях, посвященных анализу функционирования финансовой системы, акцент делается, в том числе и на той части балансов финансовых институтов, которая связана с обязательствами, имеет смысл ввести показатель: отношения ликвидных обязательств к ВВП. Ликвидные обязательства в этом случае представляют собой сумму наличных денег, вклады до востребования и процентные обязательства банков и прочих финансовых посредников (поэтому в данном случае ликвидные обязательства являются более широким понятием, чем M2). Как правило, ликвидные обязательства являются своего рода показателем «финансовой глубины» и соответственно общего размера финансового сектора экономики.

Так как показатели, характеризующие размер финансовых институтов, не отражают различий между требова-

ми финансовых посредников к государственному или к частному сектору, следующие два показателя сфокусированы на требованиях к частному сектору:

- отношение кредитов коммерческих банков, выданных частному сектору, к ВВП;
- отношение кредитов коммерческих банков и прочих финансовых институтов, выданных частному сектору, к ВВП.

В то время как первый показатель равен объему требований коммерческих банков к частному сектору, деленному на ВВП, второй включает в себя требования и коммерческих банков, и других финансовых учреждений. Эти два показателя отделяют кредиты, выданные частному сектору от кредитов, выданных правительствам и государственным институтам. Более того, в этих показателях делается акцент на кредитах, выданных именно посредниками, а не ЦБ. Соответственно они являются мерой активности финансовых посредников по одной из основных функций финансовой системы: способствование переливу капиталов от финансово-избыточных агентов к финансово-недостаточным.

Относительная значимость ЦБ постепенно снижается по мере перехода от стран с более низким показателем ВВП на душу населения к странам с более высоким показателем. При этом относительная значимость других финансовых институтов, наоборот, повышается. Финансовая глубина, показателем которой является отношение ликвидных обязательств к ВВП, растет по мере роста ВВП на душу населения.

Коммерческие банки и прочие финансовые институты в более богатых странах являются соответственно более крупными и более активными, чем в странах с более низким показателем ВВП на душу населения.

Следует пояснить, какие именно финансовые институты называются прочими финансовыми посредниками.

Прочих финансовых посредников можно классифицировать следующим образом:

1. Учреждения банковского типа. В данную категорию включены такие институты, как кооперативные банки, ипотечные банки, жилищно-строительные кооперативы, а также финансовые компании. Эти учреждения по историческим, юридическим или налоговым соображениям часто специализируются в очень специфических отраслях деятельности.

2. Страховые компании.

3. Негосударственные пенсионные фонды. В данную категорию не включаются пенсионные фонды, которые являются частью государственной системы социального страхования.

4. Паевые инвестиционные фонды.

5. Банки развития – финансовые учреждения, которые получают свои средства, главным образом, от правительства, других финансовых учреждений и международных организаций. Такие банки часто специализируются на специфических группах заемщиков.

Для оценки функционирования сектора страхования вводятся дополнительные показатели: уровень проникновения услуги страхования жизни, определяемый как отношение страховых премий к ВВП; плотность услуги страхования жизни, определяемая как отношение страховых премий к численности населения.

Первый показатель характеризует значимость сектора страхования жизни для всей экономики, второй – затраты одного человека на услугу страхования жизни.

**Эффективность и рыночная структура сектора коммерческих банков.** Данная группа показателей характеризует эффективность и рыночную структуру сектора коммерческих банков.

Одной из основных функций финансовой системы, как уже упоминалось, является способствование переливу капиталов от финансово-избыточных агентов к финансово-недостаточным. Соответственно возникает необходимость оценки того, с какой степенью эффективности коммерческие банки выполняют данную функцию.

Первым показателем, который характеризует эффективность функционирования коммерческих банков, является показатель «чистая процентная маржа» (net interest margin), определяемый как отношение чистой процентной прибыли к активам коммерческих банков. Вторым показателем – «эффективность по издержкам» (overhead cost), который определяется как отношение издержек коммерческих банков, связанных с осуществлением своей деятельности, к активам.

Вышеприведенные показатели являются показателями *операционной эффективности* финансовых институтов. В теории эффективность функционирования финансовой системы определяется, вообще говоря, тем, способствуют ли финансовые институты использованию капитала в экономике с наибольшей отдачей. Понятно, что в реальных условиях такую эффективность из-за дефицита информации оценить затруднительно.

К показателям рыночной структуры относятся показатели, которые характеризуют уровень концентрации коммерческих банков, степень проникновения в национальную финансовую систему иностранных банков, а также степень государственного участия в капитале коммерческих банков.

*Уровень концентрации* определяется как отношение активов трех крупнейших банков к совокупным активам банковского сектора. Высокое значение данного показателя характеризует низкий уровень конкуренции в банковском секторе. В свою очередь сильная фрагментация банковского сектора (т. е. низкие значения данного показателя) может быть обусловлена недокапитализированностью коммерческих банков.

*Степень проникновения иностранных банков* характеризуется двумя показателями. Первый – представляет собой отношение количества иностранных банков в национальной финансовой системе к общему количеству банков. Вторым – равен отношению активов иностранных банков, функционирующих в национальной экономике, к суммарным активам банковского сектора.

Вопрос частной и государственной собственности все в большей степени становится серьезным предметом спора и

для исследователей, и для регулирующих органов не только в банковском секторе, но и в целом по экономике. Отметим, что банк принято считать государственным, если правительство (или другое государственное учреждение) является держателем не менее 50% его акций. Вообще говоря, возможны два подхода к определению доли государственного участия. При первом подходе показателем степени государственного участия в капитале банковского сектора принято считать долю государства в совокупных активах банковского сектора. В этом случае, даже если государству не принадлежит контрольный пакет ни в одном из банков, степень участия не является нулевой. При втором подходе, государственное участие определяется путем деления активов государственных банков (где государству принадлежит более 50% акций) к суммарным активам банковского сектора. В этом случае, если у государства ни в одном из банков нет контрольного пакета, государственное участие в банковском секторе считается нулевым.

Как показывает анализ, коммерческие банки более эффективны в странах с высоким и выше среднего значениями показателя ВВП на душу населения. Имеет место отрицательная корреляция между уровнем ВВП на душу населения и уровнем концентрации в банковском секторе. Наиболее высокая степень проникновения иностранных банков наблюдается в странах с низким и ниже среднего показателями ВВП на душу населения. Наибольшую дифференциацию имеет показатель государственного участия (определяемого как в первом подходе): в случае стран с низким ВВП на душу населения, государственное участие составляет свыше 70% (имеется в виду медианное значение), 40% в странах со средним значением ВВП на душу населения, и незначительно (вплоть до нуля) в странах с высокими значениями ВВП на душу населения (тем не менее есть некоторые исключения).

**Показатели функционирования фондового рынка.** В качестве показателей масштабов, активности и эффективности фондового рынка принято использовать следующие:

- капитализацию рынка акций к ВВП – показатель масштаба;
- объем торгов акциями на фондовых биржах к ВВП – показатель ликвидности;
- отношение объема торгов акциями на фондовых биржах к капитализации – показатель эффективности;
- капитализацию рынка облигаций (корпоративных или государственных) к ВВП.

Возможно несколько подходов к расчету объема торгов акциями, поскольку акции национальных компаний могут торговаться как на национальных биржах, так и на зарубежных торговых площадках. Соответственно если при расчете ликвидности или эффективности берутся значения объема торгов на национальных фондовых биржах, то это показатель характеризует ликвидность или эффективность национального рынка акций. Если же объем торгов рассчитывается с учетом торгов на зарубежных площадках, то данный показатель характеризует уже ликвидность ценных бумаг национальных эмитентов.

Важными показателями значимости фондового рынка для экономики являются отношение объема капитала, привлеченного в результате размещения акций (облигаций) на фондовых биржах, к ВВП.

### *Основные термины и понятия*

Финансовые ресурсы

Финансовые посредники

Финансовые рынки

Финансовая структура (финансовая архитектура)

Экономика финансовых рынков (система экзогенного предложения денег)

Экономика банковского кредита, или экономика задолженности (система эндогенного предложения денег)

### **Вопросы для самопроверки**

1. Перечислите основные источники и направления использования финансовых ресурсов.
2. Назовите типы финансовых посредников и их основные функции.
3. В чем заключаются макроэкономические функции финансовой системы?
4. Перечислите и охарактеризуйте основные типы финансовой трансформации.
5. Каковы сравнительные преимущества и недостатки экономики финансовых рынков и экономики банковского кредита?
6. Какими основными группами показателей описывается состояние финансовых рынков и финансово-посреднического сектора?

### **Литература**

1. Белкин В.Д., Ивантер В.В. *Плановая сбалансированность: установление, поддержание, эффективность*. М.: Экономика, 1983.
2. Модильяни Ф. *Сколько стоит фирма? Теорема ММ*. М.: Дело. 2001.
3. Долан Э. Дж., Кемпбел К.Л. *Деньги, банковское дело и денежно-кредитная политика*. М.: 1991.
4. *Банковское дело* / Под ред. О.И. Лаврушина. М.: Дело. 1997.
5. Франсуаза Ранверсе. *Рыночное посредничество и финансирование предприятий через рынок акций // Проблемы прогнозирования*. 2003. № 5.
6. Говтвань О.Дж. *Перспективы развития российской финансовой системы // Проблемы прогнозирования*. 2004. № 2.
7. Говтвань О.Дж. *Финансирование инвестиций, инфляция, риски и стабилизация // Проблемы прогнозирования*. 2006. № 6.
8. Levine R. *Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda // Journal of Economic Literature Vol. XXXV (June 1997)*.
9. T. Beck, A. Demirguc-Kunt u R. Levine. *A New Database on Financial Development and Structure*. 1999.
10. Панфилов В. С. *Финансовый кризис: требования к реформированию налоговой системы // Проблемы прогнозирования*. 1999. № 1.