

Санкт-Петербургский государственный университет

ШОРШЕР Анна Леонидовна
Выпускная квалификационная работа

Особенности финансовых систем в странах с формирующимся рынком

Уровень образования: Бакалаврат
Направление: 38.03.01 «Экономика»
Основная образовательная программа: СВ.5068.2016 «Экономика»
Профиль: «Финансы, кредит, страхование и учёт»

Научный руководитель:
профессор кафедры теории кредита
и финансового менеджмента СПбГУ,
докт. экон. наук, доцент,
Львова Надежда Алексеевна

Рецензент:
доцент кафедры статистики, учета и
аудита СПбГУ,
канд. экон. наук, доцент,
Терентьева Татьяна Олеговна

Санкт-Петербург
2020

ОГЛАВЛЕНИЕ

Введение	3
Глава 1 Финансовая система как объект научного исследования	6
1.1. Финансовая система: понятие, виды, функции	6
1.2. Основные подходы к анализу и оценке финансовых систем	13
1.3. Методика оценки финансовых систем в странах с формирующимся рынком	21
Глава 2 Апробация методики оценки финансовых систем в странах с формирующимся рынком	34
2.1. Оценка формирующихся финансовых рынков прямого доступа	34
2.2. Оценка финансовых институтов на формирующихся рынках	45
2.3. Обобщение результатов и рекомендации по практическому применению авторской методики	56
Заключение	63
Список использованных источников	66
Приложения	68

Введение

Финансовые механизмы имеют решающее значение для распределения ресурсов в современной экономике. Их можно сравнить с системой артериального кровообращения в организме, которая является экономикой в целом. Чтобы тело функционировало, кровь должна циркулировать. Если кровь перестает течь, тело умирает. Точно так же, если деньги перестают течь, экономика умирает. Финансовый сектор оказывает влияние на всю экономику. Все остальные секторы зависят от финансового посредничества и других финансовых услуг. Финансовая система является одним из ключевых объектов, характеризующих благосостояние экономической территории, в то время как уровень развития финансовой системы в значительной мере влияет на дальнейшее экономическое развитие данной территории.

Выбранная нами тема актуальна, поскольку исследование финансовых систем в странах с формирующимся рынком несет в себе не только научный, но и практический интерес – опираясь на опыт стран-лидеров, эти страны могут корректировать действие своих финансовых механизмов и поддерживающей инфраструктуры и тем самым улучшать свое экономическое положение. Кроме того, страны с формирующимся рынком являются очень привлекательными для зарубежных инвесторов. Страны с формирующимся рынком являются лидерами мирового экономического роста. В будущем эти страны также продолжат быть важными двигателями роста. При этом, построение оптимального, эффективного механизма финансового обеспечения устойчивого экономического развития менее развитых экономик обуславливает необходимость анализа финансовых систем данных стран и оценки их уровня финансового развития.

Цель работы: раскрыть особенности финансовых систем в странах с формирующимся рынком. В соответствии с поставленной целью, были сформулированы следующие задачи исследования:

- 1) систематизация научных представлений о содержании, видах и функциях финансовых систем;
- 2) классификация и характеристика основных методических подходов к анализу и оценке финансовых систем;
- 3) обоснование и апробация методики оценки финансовых систем в странах с формирующимся рынком (на примере менее развитых стран данной группы).

Объект исследования: финансовые системы стран (национальные финансовые системы) в разрезе финансовых рынков и финансовых институтов. Предмет: методические подходы к анализу и оценке финансовых систем в странах с формирующимся рынком.

За основу авторской методики оценки финансовых систем в странах с формирующимся рынком были взяты количественные показатели двух различных методик – методики Всемирного банка в рамках аналитического подхода к оценке национальных финансовых систем, также известной как Матрица 4 x 2, и методики Международного валютного фонда в рамках синтетического подхода к оценке, в качестве результирующего индикатора анализа предлагающей индекс финансового развития.

Выпускная исследовательская работа состоит из двух глав, а также включает введение, заключение, список использованных источников и приложения.

В рамках первой главы вводится и определяется понятие финансовой системы, обобщая существующие многочисленные подходы к определению данного термина. Следом за формулировкой понятия, приводятся классификации финансовых систем: в зависимости от экономической политики, реализуемой государством, по характеру взаимодействия с внешней средой, по характеру формируемых в финансовых системах ресурсов, по силе реакции на внешние воздействия, по режиму функционирования. Далее, анализируются основные функции, выполняемые финансовыми системами. В целях обоснования авторской методики для оценки финансовых систем в странах с формирующимся рынком рассматриваются основные методические подходы к анализу и оценке финансовых систем, в том числе разграничиваются два альтернативных подхода – аналитический и синтетический. Кроме того, выделяются базовые модели оценки – количественная и комплексная, в соответствии с которыми строится оценка в обоих подходах. Анализ данных подходов включает направления оценки, распространяющиеся как на финансовые рынки, так и на финансовые институты, а также показатели, используемые в рамках каждого из заданных направлений в качестве критериев оценки. В дополнение, рассматривается еще один, третий, подход – социокультурный, который, однако, используется как дополнение к названным двум. В рамках обоснования авторской методики оценки финансовых систем формулируется такой термин как «страна с формирующимся рынком» и выявляются особенности финансовых систем в таких странах, а также анализируются основные методики классификации стран: методики FTSE Russell, S&P Dow Jones и Morgan Stanley Capital International, в частности, рассматриваются их критерии отнесения рынков к той или иной группе с учетом уровня финансового развития.

Во второй главе, выделив для эмпирического этапа исследования группу менее развитых стран с формирующимся рынком, автор конкретизирует соответствующую методику оценки финансовых систем и практически апробирует ее – посредством последовательного рассмотрения финансовых рынков, а затем финансовых институтов

следующих стран: Египта, Индии, Индонезии, Китая, Колумбии, ОАЭ, Перу, России, Филиппин и Чили. Проведя таким образом оценку финансовых систем в разрезе структурных медианных значений финансовых показателей, а также динамических данных этих показателей, автором подводятся итоги сравнительных характеристик финансовых систем и даются рекомендации относительно использования данной методологии инвесторами при практической оценке рынка акций стран и формирования оптимальных инвестиционных решений, финансовым регуляторам указанных стран для составления наиболее эффективных мер, а также научно-исследовательскими институтами при составлении индексов формирующихся рынков. Кроме того, наряду со сравнительным анализом развитости финансовых систем, автором комплексно исследуется группа указанных стран с целью выявления потенциала для развития финансовых систем всей рассматриваемой категории менее развитых стран с формирующимся рынком. Автор акцентирует внимание на важности данного этапа в условиях растущей глобализации и повышения интеграции стран.

Глава 1 Финансовая система как объект научного исследования

1.1 Финансовая система: понятие, виды, функции

Значимость научного исследования финансовых систем определяется ролью финансового развития, которое, как обычно предполагается, положительно влияет на развитие экономики и общества. При этом оценка финансового развития в свою очередь требует анализа и оценки финансовых систем.

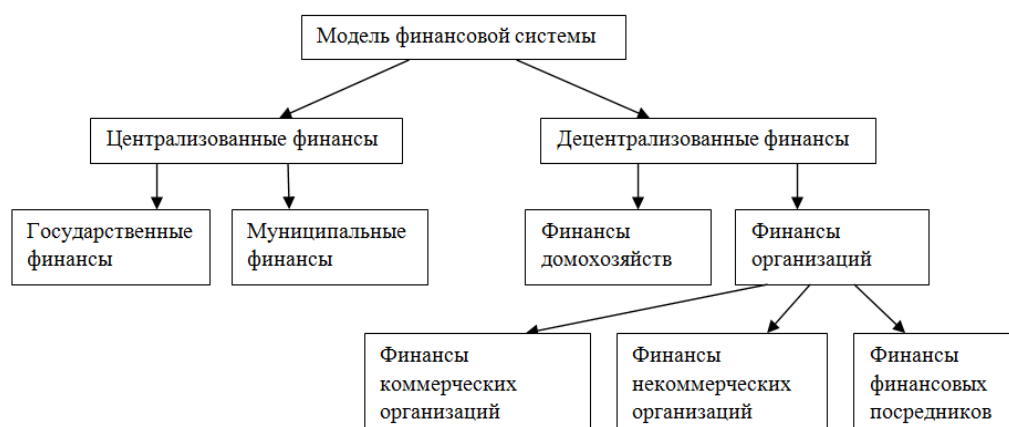
Понятие финансовой системы так же, как и понятие финансового развития, которое будет раскрыто нами далее, определяется по-разному. Так, в учебнике Г. Б. Поляка финансовая система трактуется как «совокупность различных финансовых отношений, в процессе которых разными методами и формами распределяются фонды денежных средств хозяйствующих субъектов, домохозяйств и государства»¹.

Л. А. Дробозина придерживается мнения, что финансовая система – это «совокупность различных сфер финансовых отношений, в процессе которых образуются и используются фонды денежных средств»².

В. А. Лебедев писал о финансовой системе как о «всей совокупности финансового строя государства и мер, применяемых им в своем финансовом хозяйстве»³.

Приведем упрощенную иллюстрацию модели финансовой системы, которая соответствует таким трактовкам (в целях исследования мы рассматриваем национальный уровень) (рис. 1):

Рис. 1 – Модель финансовой системы



Сост. автором на основе модели финансовой системы РФ, проиллюстрированной в учебнике Финансы под ред. В. В. Ковалева; 3-е изд. - с.23

¹ Финансы: учебник / С. А. Белозеров, Г. М. Бродский, С. Г. Горбушина [и др.]; под ред. В. В. Ковалева. - 3-е изд., - М.: Проспект, 2010. с. 23.

² Там же. с. 24.

³ Финансовое право: учебник / В. А. Лебедев // доклад Бумажные деньги. Сост.: Ялбулганов А.А.; Науч. ред.: Козырин А.Н. - М.: Статут, 2000. - с. 36.

Итак, финансы подразделяются на централизованные (публичные/государственные) и децентрализованные (частные). В сфере децентрализованных финансов формируется наибольшая часть финансовых ресурсов государства, которые частично идут в бюджет и внебюджетные фонды, а частично – на финансирование коммерческих и бюджетных организаций, а также возвращаются населению в виде социальных выплат. В этой сфере ключевое место занимают финансы коммерческих организаций: здесь происходит создание материальных благ, производство товаров, оказание услуг, формирование прибыли для дальнейшего социально-производственного развития общества. Финансы домохозяйств участвуют как в формировании платежеспособного спроса страны, так и в формировании централизованных финансов путем налоговых трансфертов. Финансы некоммерческих организаций играют роль в формировании доходов, владении имуществом и т. д. Финансы финансовых посредников: здесь сосредоточены огромные финансовые ресурсы, которые в основном используются в инвестициях. Централизованные финансы включают в себя бюджетную систему, а также государственный и муниципальный кредит⁴.

Дж. Ван Хорн, в свою очередь, считал, что финансовая система – совокупность ряда учреждений и рынков, представляющих услуги фирмам, гражданам и правительствам⁵.

В работе Б. Б. Рубцова под финансовой системой понимается система экономических отношений и институтов, связанных с перераспределением денежных накоплений между кредиторами и заемщиками (в макроэкономическом значении этих терминов, то есть между экономическими субъектами, у которых возникают свободные денежные средства, и экономическими субъектами, которые испытывают потребность в денежных средствах)⁶.

Таким образом, можно заметить, что определения различаются и представляют собой так называемую амплитуду: от совокупности отношений, на основе которых формируются денежные фонды, до совокупности финансовых институтов, которые специализируются на финансовых отношениях. При этом в финансовой науке выделяется два направления, которые в дальнейшем определяют выбор учеными той или иной финансовой концепции⁷:

⁴ Полякова, О. А. О финансовой системе и ее составе / О. А. Полякова // Финансы и кредит. - 2011. - № 3. - с. 35-42.

⁵ Ван Хорн Дж. К. Основы управления финансами / Дж. К. Ван Хорн // Гл. ред. серии Я.В. Соколов. - М.: Финансы и статистика, 2005. - с. 34.

⁶ Рубцов, Б. Б. Эволюция институтов финансового рынка и развитие экономики Б. Б.Рубцов // Финансовые институты и экономическое развитие. - М.: ИМЭМО РАН, 2006. с. 1.

⁷ Шмиголь, Н. С. Современные представления о финансовой системе в экономической литературе / Н. С. Шмиголь // Финансы и кредит. - 2010. - № 43 (427). - с. 53-54.

- Классическая теория финансов.

Данная теория фокусируется, прежде всего, на механизме перераспределения и мобилизации денежных средств в бюджетные и внебюджетные фонды, которые находятся в распоряжении субъектов власти.

- Неоклассическая теория финансов.

В рамках этой теории рассматриваются способы мобилизации денежных средств государством с акцентом на эффективность его экономической деятельности и продуктивность распределительных отношений, а также метода воплощения и усовершенствования принципа «value for money» (качество услуги должно соответствовать сумме затрат на ее предоставление).

Кроме того, отмечается два принципиальных подхода к определению понятия «финансовая система»⁸:

- Формальный (структурный) подход: акцентирует внимание на отдельных «финансовых институтах» – финансовых организациях, функционирующих на рынке финансовых услуг, приводит их классификацию, описывает и анализирует.
- Материальный (функциональный) подход: за основу анализа такого понятия, как финансовая система, берутся функции данной системы.

Эти подходы не противоречат, а дополняют друг друга. Так, объединяя разные подходы и вышеперечисленные определения, формулируется общее определение финансовой системы: финансовая система (ФС) – это форма организации стоимостных отношений между всеми субъектами финансовых отношений по распределению и перераспределению совокупного общественного продукта⁹.

Однако в рамках данной работы нами будет использоваться более узкое определение финансовой системы, которое, как будет показано далее, более близко соответствует контексту ведущих научных исследований в области финансового развития и чаще используется в сравнительной оценке национальных финансовых систем, что соответствует цели данного исследования. Итак, здесь и далее, **финансовая система** будет рассматриваться как совокупность финансовых рынков (рынков прямого доступа) и финансовых институтов (прежде всего, финансовых посредников)¹⁰.

⁸ Ермолаев Е. А. Теоретические аспекты определения понятия "финансовая система" / Е. А. Ермолаев, Ю. С. Завьялов // Деньги и кредит. - 2014. - № 7. - с. 63-72.

⁹ Финансы: учебник / С. А. Белозеров, Г. М. Бродский, С. Г. Горбушина [и др.]; под ред. В. В. Ковалева. - 3-е изд., - М.: Проспект, 2010. - 928 с.

¹⁰ Шмиголь, Н. С. Современные представления о финансовой системе в экономической литературе / Н. С. Шмиголь // Финансы и кредит. - 2010. - № 43 (427). - с. 59.

В основе сравнительной оценки финансовых систем используются различные классификации, которые требуют отдельного внимания.

В зависимости от финансовой структуры экономики можно выделить два вида (модели) финансовых систем: Англо-саксонскую, ориентированную на фондовые рынки, и Континентальную (Германскую), ориентированную на банки (табл. 1).

Табл. 1 – Ключевые характеристики моделей финансовых систем

Англо-саксонская финансовая система (рыночная)	Континентальная (Германская) финансовая система (банковского типа)
Определяющую роль в перераспределении национального дохода выполняет фондовый рынок	Основная часть национального дохода страны перераспределяется через рынок ссудного капитала
Характерна для США и Канады	Характерна для большинства стран Европы

Сост. по: Шевченко Л. М. Классификация национальных финансовых систем / Л. М. Шевченко // Вестник Саратовского государственного социально-экономического университета. - 2013. - № 3. - с. 109.

Англо-саксонская модель характерна для таких стран как США, Великобритания, а также для бывших английских доминионов (Канада, Австралия, Новая Зеландия). Прежде всего, обобщим основные признаки, определяющие данную модель финансовой системы:

- Значимым источником инвестиций в реальный сектор экономики является фондовый рынок.

- Англо-саксонской финансовой системе характерно большое количество инструментов фондового рынка, активно функционирует рынок акций.

- большинство банков специализированы (инвестиционные, ипотечные и т. д.).

- данной модели характерен открытый рынок – на биржу могут наравне выходить как крупные, так и сравнительно небольшие компании. При этом для того, чтобы попасть в листинг, компании автоматически предоставляют информацию о своей деятельности рейтинговым агентствам, которые, в свою очередь, проверяют их кредитоспособность, соответствие данных о балансе компании (ее активов и пассивов), изложенных в ее отчетах, реальным цифрам, и помогают инвесторам принять правильное решение.

Континентальной (или, как ее еще называют, Германской) финансовой модели придерживаются страны континентальной Европы и Япония. Рассмотрим основные характеристики данной модели:

- основным источником финансирования в экономике является банковский кредит.

- ключевые участники на фондовом рынке зачастую – крупные банки. Они, как правило, универсальны (могут осуществлять любую банковскую деятельность).

- в Континентальной финансовой модели акционерный капитал корпораций собран, как правило, в руках мажоритарных инвесторов – т. е. он более консолидирован, нежели в англо-саксонской финансовой модели.

- рынок ценных бумаг достаточно развит, однако в сравнении с англо-саксонской, в Германской финансовой модели отношение капитализации и оборотов рынка ценных бумаг к ВВП сравнительно ниже.

Иногда, помимо англо-саксонской и континентальной финансовых моделей, выделяют еще один тип финансовой системы – бюджетную финансовую систему. Такая финансовая модель характеризуется достаточно высоким уровнем налогообложения и значительном удельным весом государственной собственности в экономике в целом и в финансовой системе в частности. Основная часть национального дохода в централизованном порядке перераспределяется государством через систему бюджетов и внебюджетных фондов. Бюджетная финансовая система применяется Россией, Китаем.

На практике было доказано, что ни один из данных типов ФС нельзя однозначно охарактеризовать как более преимущественный. Это объясняется тем, что эффективность функционирования финансовых систем оценивается в общем, независимо от преобладания в них финансовых институтов или финансовых рынков.

В зависимости от целей исследований применяются и другие классификации финансовых систем. В частности, используются такие классификационные критерии, как характер взаимодействия с внешней средой, характер формируемых в финансовых системах ресурсов, сила реакции финансовых систем на внешние воздействия и режим функционирования финансовых систем. Раскроем эти классификации подробнее.

По характеру взаимодействия с внешней средой:

- Открытые финансовые системы (свободное взаимодействие с внешней средой, наличия минимальных ограничений);

- Частично открытые финансовые системы (умеренное взаимодействие с внешней средой; наличие ограничений, снижающих интенсивность её взаимодействия);

- Закрытые финансовые системы (слабые взаимодействия с внешней средой; наличие серьезных ограничений, нацеленных на его минимизацию)

По характеру формируемых в финансовых системах ресурсов:

- чистые финансовые системы

- реальные финансовые системы

По силе реакции на внешние воздействия выделяется три вида финансовых систем (табл. 2).

Табл. 2 – Типы финансовых систем по реакции на внешние воздействия

Мягкие финансовые системы	Условно жесткие финансовые системы	Жесткие финансовые системы
Обладают очень высоким уровнем чувствительности к любым внешним воздействиям, т. е. внешнее воздействие в большинстве случаев приводит к определенным изменениям в финансовой системе, причем, чем выше его интенсивность, тем более существенными и долгосрочными будут изменения	Отличаются средним уровнем чувствительности к внешним воздействиям: слабые воздействия не оказывают влияния на финансовую систему, а более сильные - изменяют ее, но при этом степень изменения системы слабее, чем степень внешнего воздействия на нее	Крайне слабо реагируют на внешние воздействия, а изменение таких систем может быть спровоцировано только чрезвычайно сильными воздействиями

Сост. по: Шевченко Л. М. Классификация национальных финансовых систем / Л. М. Шевченко // Вестник Саратовского государственного социально-экономического университета. - 2013. - № 3. - с. 111.

По характеру (режиму) функционирования

- устоявшиеся (сформированные) финансовые системы (функционируют стабильно, структура системы не претерпевает кардинальных изменений в течение коротких промежутков времени, взаимосвязи между отдельными их элементами достаточно постоянны)

- переходные (формирующиеся) финансовые системы (характеризуются нестабильностью функционирования, резкими (часто кардинальными) изменениями структуры, непостоянством взаимосвязей между элементами)

На наш взгляд, главное внимание в классификации и сравнительной оценке ФС стоит акцентировать на уровне финансового развития, как на наиболее важном аспекте при разделении стран на финансовые группы. Так, выделяют развитые и развивающиеся финансовые системы.

В рамках данного исследования мы в основном будем рассматривать финансовые системы стран с формирующимся рынком (в их отношении также можно использовать термин «формирующиеся финансовые системы»). При этом нужно отметить, что в большинстве случаев понятия «формирующиеся финансовые системы (рынки)» и «формирующиеся рынки» трактуются по-разному (более подробно мы будем рассматривать разницу между этими терминами далее).

Итак, к странам с формирующимся (финансовым) рынком относятся такие страны как Бразилия, Греция, Венгрия, Египет, Индонезия, Индия, Китай, Колумбия, Катар,

Марокко, Малайзия, Мексика, ОАЭ, Польша, Перу, Россия, Таиланд, Тайвань, Турция, Филиппины, Чехия, Чили, ЮАР.

Некоторые источники (например, FTSE Group), дополнительно разбивают эту категорию на две группы: страны с более развитыми формирующимися рынками (Бразилия, Венгрия, Малайзия, Мексика, Польша, Таиланд, Тайвань, Турция, Чехия, ЮАР) и, соответственно, страны с менее развитыми формирующимися рынками (Египет, Индонезия, Индия, Колумбия, Китай, ОАР, Россия, Пакистан, Перу, Филиппины, Чили). Подробнее на формирующихся рынках и характере отнесения стран к данной категории мы остановимся далее¹¹.

Подводя итог вышесказанному, надо отметить, что финансовые системы выполняют широкий круг различных функций, в том числе:

- информационная функция,
- контроля и мониторинга,
- снижения издержек обращения,
- аккумуляции сбережений.

Информационная функция (предоставление информации о возможных инвестициях и распределении капитала).

Финансовые посредники облегчают получение информации – без них инвесторам приходилось бы нести большие затраты, связанные с оценкой фирм, менеджеров и условий инвестирования – чем способствуют ускорению экономического роста.

Функция контроля и мониторинга (осуществление контроля за инвестициями и менеджерами после предоставления финансирования).

Корпоративное управление, его результативность, влияет на показатели компании и, соответственно, на темпы роста. Способность лиц, предоставляющих фирмам капитал, эффективно следить за процессом его использования, влияет на принятие решений о сбережении и о распределении ресурсов. От эффективности контроля акционеров и кредиторов над фирмами и их требования к менеджерам по максимизации стоимости компании, зависит желание сберегателей финансировать производства.

Функция управления рисками (снижение, диверсификация и управление рисками).

Рискованные проекты прибыльнее, чем те проекты, риск от которых минимален. Однако, как правило, инвесторы стремятся выбрать наиболее надежные проекты.

¹¹ Львова Н. А. Концепция сравнительной оценки финансовых систем / Н. А. Львова // Актуальные проблемы экономики. - 2016. - № 5. - с. 308-316.

Финансовые системы помогают диверсифицировать риски во времени (финансовые посредники обеспечивают выравнивание нормы прибыли в долгосрочном периоде) и риски ликвидности (то есть риски того, с какими потерями и в каком временном интервале участники могут обналичить финансовые вложения в случае необходимости).

Функция аккумуляции сбережений (заключается в стимулировании экономических субъектов вкладывать свои сбережения и превращать их в инвестиции).

Чем активнее финансовые системы аккумулируют сбережения, превращая их в инвестиции, тем успешнее развивается экономика, и, следовательно, повышаются темпы экономического роста в стране).

Функция снижения издержек обращения (облегчает обмен товарами и услугами).

Связана с тем, что каждая товарообменная сделка сопряжена с теми или иными издержками. Финансовые системы, позволяющие снизить издержки обращения, способствуют росту специализации, и, как следствие, росту производительности труда.

Содержание функций финансовой системы дает более полное представление о значении финансового развития для экономики и общества. При этом главной функцией финансовой системы любой страны является перераспределение свободных денежных средств от экономических агентов, имеющих их избыток, к экономическим агентам, испытывающим их недостаток, что объясняет приоритетное внимание к финансовым рынкам и финансовым институтам.

1.2. Основные подходы к анализу и оценке финансовых систем

Ранее нами было определено такое понятие, как финансовая система, а также приведена классификация финансовых систем и охарактеризованы основные выполняемые ими функции. Большим количеством экономических исследований доказывается, что долгосрочный экономический рост, производительность и благосостояние страны, в частности, тесно взаимосвязаны со степенью развитости ее финансовой системы или ее финансовым развитием. С учетом вышесказанного, оценка финансовых систем осуществляется в первую очередь по отношению к уровню ее финансового развития. Определим, что подразумевается под степенью развитости финансовых систем.

Всемирный банк определяет развитие финансового сектора как пути покрытия издержек, возникающих в финансовых системах. Этот процесс снижения издержек,

связанных с получением информации и осуществлением трансакций приводит к развитию финансовых контрактов, рынков, посредников и финансовых систем в целом¹².

Похожим образом понятие финансового развития определяется в работе Martin Čihák и др., где говорится, что на базовом, концептуальном уровне, финансовое развитие возникает тогда, когда финансовые инструменты, рынки и посредники смягчают - хотя и не обязательно устраняют – последствия несовершенной информации, ограниченного исполнения и операционных издержек¹³. При этом определение финансового развития как степени, в которой финансовая система снижает несовершенство рынка, является узким, поскольку не включает в себя информацию о других функциях финансовых систем в экономике.

Ross Levine определяет финансовое развитие на более широком уровне как улучшение качества пяти ключевых финансовых функций: (а) получение и обработка информации о возможных инвестициях и распределение капитала на основе этих оценок; (б) мониторинг отдельных лиц и фирм и осуществление корпоративного управления после распределения капитала; (в) содействие торговле, диверсификации и управлению рисками; (г) мобилизация и объединение сбережений; и (д) облегчение обмена товарами, услугами и финансовыми инструментами¹⁴.

Всемирный Экономический Форум в своих ежегодных отчетах определяет финансовое развитие как факторы, принципы и институты, которые приводят к эффективному финансовому посредничеству и рынкам, а также предоставляют широкий доступ к капиталу и финансовым услугам¹⁵.

В связи с тем, что финансовые системы неодинаковы по странам, их оценка осуществляется посредством анализа многочисленных индикаторов, такими как размер, глубина, доступность, эффективность и стабильность финансовых систем. Чем выше степень финансового развития, тем шире доступ к финансовым услугам, которые позволяют диверсифицировать риски. Такая диверсификация, в свою очередь, положительно влияет на долгосрочный экономический рост в стране, ее экономическую стабильность, и, в конечном итоге, улучшает общественное благосостояние и увеличивает круг производителей и потребителей, имеющих доступ к финансовым услугам.

¹² World Bank glossary, 2016. URL: www.worldbank.org/en/publication/gfdr/gfdr-2016/background/financial-development (дата обращения 12.04.2020)

¹³ Benchmarking Financial Systems around the World / Martin Čihák [et al.] // Policy Research Working Paper 6175, 2012. – p.2

¹⁴ Levine R. Financial Development and economic Growth: Views and Agenda. / R. Levine // Journal of Economic Literature, Vol. 35, № 2 (1997), p. 688-726.

¹⁵ The Financial Development Report, 2012. URL: http://www3.weforum.org/docs/WEF_FinancialDevelopmentReport_2012.pdf (дата обращения 12.04.2020)

В соответствии с данной цепочкой, можно сделать вывод о значимости проведения регулярного анализа финансовых систем для оценки возможности контроля и влияния на те или иные их составляющие с целью повышения эффективности дальнейшего функционирования анализируемых финансовых систем, что в свою очередь должно способствовать развитию экономики и общества. Это так называемое «допущение о первичности финансового развития», на котором будет основано и наше исследование

В рамках проведения анализа и оценки финансовых систем стран применяются различные подходы. В качестве основных применяемых подходов, на наш взгляд, следует разграничить аналитический и синтетический подходы. В обоих указанных подходах оценка финансовых систем может проводиться в отношении финансовых рынков и финансовых институтов. При этом и для аналитического, и для синтетического методических подходов применимы две альтернативные модели оценки:

- 1) Модель количественной оценки.
- 2) Комплексная модель оценки.

Кроме того, в качестве самостоятельного подхода к оценке финансовых систем, который может пересекаться с предыдущими, можно отметить социокультурный подход. Его преимуществом является возможность отображения индивидуальных особенностей различных финансовых систем наиболее реалистичным образом. В определенных случаях его применение может являться обоснованным и рациональным – например, для исламской финансовой модели. Социально-экономическая особенность исламских финансовых систем заключается в том, что они осуществляют свои функции, подчиняясь законам Шариата, где, в числе других ограничений, запрещается взимание ссудного процента.

Однако в социокультурном подходе ограничена возможность проведения сравнительного анализа, поскольку он включает в себя исключительно применение таких методик оценки, которые учитывают уникальную специфику тех или иных систем. Поэтому в целях исследования мы будем исходить из допущения, что социокультурные особенности не имеют определяющей значимости. Далее нами будут подробно рассмотрены ключевые методики, которые реализуют аналитический и синтетический подходы к оценке финансовых систем.

Аналитический подход к оценке финансовых систем

Результатом реализации аналитического подхода к оценке финансовых систем является система показателей и выводов по отдельным направлениям анализа.

Модель количественной оценки в рамках аналитического подхода является методикой, используемой Всемирным Банком. По данной модели оцениваются как финансовые институты (прежде всего, банки), так и финансовые рынки (включая рынки акций и облигаций). Анализ проводится по четырем группам характеристик¹⁶:

- 1) Финансовая глубина (размер финансовых институтов и финансовых рынков).
- 2) Финансовая доступность/инклюзия (в какой степени экономические субъекты могут использовать и используют финансовые услуги).
- 3) Эффективность (эффективность предоставления услуг финансовыми институтами и финансовыми рынками).
- 4) Стабильность (стабильность финансовых институтов и финансовых рынков).

Такая модель, распространяющая свое действие в отношении финансовых институтов и рынков по вышеперечисленным четырем направлениям, соответственно, образует матрицу 4×2 , которую можно представить в виде таблицы, где по горизонтали будут расположены объекты, а по вертикали – направления оценки финансового развития стран. Для регулярного анализа финансовых систем определяются ключевые показатели оценки в каждом из отмеченных направлений (однако общий перечень предусмотренных показателей ими не ограничивается).

Изначально предполагалось, что характеристикой глубины финансовых институтов служит объем кредитов, выданных частному сектору, в процентах от ВВП. Применительно к финансовым рынкам определяется их капитализация (капитализация отдельных сегментов рынков) по отношению к ВВП. Основным показателем доступности для финансовых институтов является процент населения или нефинансовых организаций (далее – НФО) в общей численности тех или других. Для финансовых рынков соответствующим показателем выступает доля компаний, не являющихся крупнейшими, в общем числе торгуемых на рынке (в данном сегменте рынка) компаний. Относительными показателями эффективности финансовых институтов и финансовых рынков (или их отдельных сегментов) считаются рентабельность активов по чистому процентному доходу (показатель чистой процентной маржи¹⁷) и коэффициент оборачиваемости рынка акций¹⁸, соответственно. В отношении финансовой стабильности, определяющими факторами

¹⁶ Финансовая система Китая: учебник / под ред. В. В. Иванова, Н. В. Покровской. – М.: Проспект, 2018 (352) – с. 22.

¹⁷ Чистая процентная маржа (ЧПМ) определяется как разница между процентными доходами и расходами к активам банка (иногда берутся только активы, приносящие доход). В анализе финансовых систем для оценки ЧПМ используются совокупные показатели по банковской системе.

¹⁸ Коэффициент оборачиваемости рынка акций рассчитывается как объем торгов по отношению к суммарной капитализации рынка за период.

служат следующие показатели: банковский Z-счет¹⁹ для финансовых институтов и волатильность на рынке акций для финансовых рынков.

В процессе применения методики перечень ключевых показателей корректируется. Например, в отдельных аналитических обзорах Всемирного банка «матрица 4 × 2» представлена следующим образом (Табл. 3):

Табл. 3. Матрица ключевых показателей оценки финансовых систем (согласно методике Всемирного Банка)

	Финансовые рынки	Финансовые институты
Финансовая глубина	Доля капитализации рынка акций в общем объеме ВВП (в %)	Доля кредитов частному сектору в общем объеме ВВП (в %)
Финансовая доступность	Доля объема торгов акциями компаний, не являющихся крупнейшими в суммарном объеме торгов на рынке (в %)	Количество банковских счетов на 1000 лиц (старше 15 лет)
Финансовая эффективность	Коэффициент оборачиваемости на рынке акций (в %)	Чистая процентная маржа (в %)
Финансовая стабильность	Волатильность рынка акций	Банковский Z-счет

Сост. по: Финансовая система Китая: учебник / В. В. Иванов [и др.] ; под ред. : В. В. Иванов, Н. В. Покровская. – М.: Проспект, 2018 (352) – с. 22.

Комплексная модель оценки финансовых систем в рамках аналитического подхода сочетает в себе качественные и количественные характеристики развития финансовых систем стран в целях углубленного анализа. Такая оценка зачастую проводится для определенного направления анализа (например, обследование банковского сектора, аналитика финансовых реформ, разработка стратегий финансового развития). Комплексная модель оценки часто применяется в научной литературе.

Синтетический подход к оценке финансовых систем

В отличие от аналитического подхода, результатом применения синтетического подхода является единый итоговый показатель (синтетическая оценка финансовой системы). В рамках данного подхода, в частности, рассчитываются индексы финансового развития стран, для определения которых используется формула средневзвешенной.

¹⁹ Следует пояснить финансовый смысл показателя Z-счет: он характеризует минимальный уровень, до которого может снизиться рентабельность, чтобы при этом не наступил финансовый кризис (на макроуровне, например, в случае оценки банковского сектора) или банкротство компании (на микроуровне, если анализируется отдельная организация).

Модель количественной оценки финансовых систем в рамках синтетического подхода используется Международным Валютным Фондом. Данная модель охватывает три из четырех групп характеристик, включаемых в модель Всемирного банка, а именно финансовую глубину, финансовую доступность и финансовую эффективность. Финансовая стабильность же рассматривается как следствие условий функционирования финансовых систем. Соответственно, по итогам анализа формируется матрица 3×2 (Табл. 4):

Табл. 4. Матрица показателей оценки финансовых систем (согласно методике Международного Валютного Фонда)

	Финансовые рынки	Финансовые институты
Финансовая глубина	Доля капитализации рынка акций в общем объеме ВВП Доля объема торгов рынка акций в общем объеме ВВП (в %) Объем международных долговых заимствований правительства к ВВП (в %) Общий объем долговых заимствований финансовых организаций к ВВП (в %) Общий объем долговых заимствований НФО к ВВП (в %)	Доля кредитов, выданных частному сектору в ВВП (в %) Доля суммарных активов паевых фондов в ВВП (в %) Доля суммарных активов пенсионных фондов в ВВП (в %) Страховые премии по страхованию жизни и др. видам страхования к ВВП (в %)
Финансовая доступность	Доля капитализации компаний, не входящих в 10 лидирующих в суммарной капитализации рынка (в %) Суммарное число компаний-эмитентов долговых обязательств (как национальных, так и иностранных, финансовых и нефинансовых)	Число банкоматов на 100000 лиц (старше 15 лет) Число банковских отделений на 100000 лиц (старше 15 лет)
Финансовая эффективность	Оборачиваемость на рынке акций (в %)	ЧПМ (в %) Разница между ставками по кредитам и депозитам (в %) Рентабельность банков по непроцентному доходу (в %) Отношение операционных расходов к суммарным активам (в %) Доходность активов (в %) Доходность собственного капитала (в %)

Модель комплексной оценки финансовых систем в рамках синтетического подхода применяется Всемирным экономическим форумом. Такая оценка формируется из семи равнозначных факторов: институциональный климат, бизнес-климат, финансовая стабильность, банковские финансовые услуги, небанковские финансовые услуги, финансовые рынки и доступность финансовых ресурсов корпорациям и населению. Удельный вес каждого в индексе финансового развития, соответственно, равняется 14,29%. Данные факторы группируются и относятся к одной из трех категорий: политика и институты, финансовое посредничество, доступность капитала. При этом каждый из перечисленных факторов складывается из нескольких субфакторов (они в свою очередь оцениваются по ряду базовых показателей), значимость которых определена экспертным способом. Например, в рамках такого фактора как финансовая стабильность, наиболее существенный удельный вес присваивается субфактору устойчивости банковской системы – 40% по сравнению с 30%, присвоенным двум другим элементам данного фактора: валютной стабильности и риску кризиса по суверенным долговым обязательствам. Таким образом, модель можно представить в виде таблицы следующим образом (табл. 5):

Табл. 5. Группы показателей оценки финансовых систем (по методике Всемирного экономического форума)

	Факторы финансового развития	Доля факторов в ИФР (в %)	Субфакторы финансового развития	Доля субфактора в факторе (в %)
Политика и институты	Институциональная среда	14,29	Либерализация финансового сектора	25
			Корпоративное управление	25
			Нормативно-правовое обеспечение	25
			Договорная дисциплина	25
	Бизнес-среда	14,29	Человеческий капитал	25
			Система налогообложения	25
			Инфраструктура	25
			Стоимость ведения бизнеса	25
	Финансовая стабильность	14,29	Стабильность банковской системы	40
			Стабильность валюты	30
Риск кризиса по суверенным долговым обязательствам			30	
Финансовое	Банковские финансовые услуги	14,29	Индекс размера	40
			Индекс эффективности	40
			Раскрытие финансовой информации	20
	Небанковские финансовые услуги	14,29	Активность рынка IPO	25
			Активность рынка M&A	25
			Страхование	25
			Секьюритизация	25

Факторы финансового развития	Доля факторов в ИФР (в %)	Субфакторы финансового развития	Доля субфактора в факторе (в %)
Финансовые рынки	14,29	Развитие рынка долевого инструментария	30
		Развитие рынка долговых инструментов	30
		Валютный рынок	20
		Рынок производных финансовых инструментов	20
Доступность капитала	14,29	Доступность капитала для бизнеса	50
		Доступность капитала для населения	50

Сост. по Steinberg K., Bruno G. Stalled Recovery: In Search of Growth / Steinberg K., Bruno G. Stalled Recovery // The Financial Index Development Index 2012/ - p. 36-38. URL: http://www3.weforum.org/docs/WEF_FinancialDevelopmentReport_2012.pdf (дата обращения: 23.03.2020)

Являясь комплексной, данная методика, помимо количественных показателей, включает в себя оценку качества поддерживающих механизмов (рассматриваемых по двум направлениям – институциональные и бизнес-условия). Данное качество, как предполагается методикой, оценивается экспертным методом (метод опроса, в рамках которого экспертам предлагается проставить баллы по качеству тех или иных условий). Также экспертным способом определяется и целесообразность включения тех или иных качественных показателей. В соответствии с этим, можно сформулировать главный недостаток такого подхода при построении индекса финансового развития – элементы поддерживающей структуры потенциально определяют по-разному. Это приводит к тому, что результаты оценки финансовых систем существенно зависят от экспертных мнений, и на их основании строятся противоречивые заключения. Кроме того, включение большого количества качественных оценок дает возможность манипулирования конечными показателями. Поэтому, по мнению автора, более предпочтительными считаются количественные показатели оценки финансовых институтов и рынков²⁰.

Итак, нами были рассмотрены основные методические подходы к формированию оценки финансовых систем стран. Для того, чтобы сделать выбор в пользу определенной методики, целесообразно в первую очередь ответить на такие вопросы как: 1. Каким предполагается масштаб анализа? Требуется ли оценить степени развития финансовой системы как единого двигателя экономики в стране или же сфокусировать внимание на отдельных сегментах финансовых рынков / функционировании определенных финансовых

²⁰ Львова Н. А. Концепция сравнительной оценки финансовых систем / Н. А. Львова // Актуальные проблемы экономики. - 2016. № 6. - с.308-316.

институтов? 2. В каком виде необходимо представить полученные результаты оценки – в виде системы показателей или единого сводного показателя (индекса финансового развития)?

Кроме того, следует с осторожностью включать в оценку качественные характеристики, в частности, сложность представляет четкое определение «поддерживающей инфраструктуры», и, впоследствии, выявление объективно существенных ее составляющих. Таким образом, автор склоняется к выбору в пользу методики, используемой Всемирным Банком (количественная оценка в рамках аналитического подхода), и придерживается мнения о том, что для достижения наиболее объективных результатов анализа и оценки финансовых систем стран стоит придерживаться количественных методов, уделяя внимание, в первую очередь, статистическим показателям.

1.3 Методика оценки финансовых систем в странах с формирующимся рынком

При обосновании методики оценки финансовых систем в странах с формирующимся рынком, следует, прежде всего, отметить, что термин «формирующиеся рынки» нами до сих пор не был однозначно определен. Поэтому вначале обратимся к содержанию такого понятия, как формирующиеся рынки, а также выявлению отличительных особенностей стран, принадлежащих к данной экономической группе.

Первоначально данный термин ввел в 1981 г. экономист Всемирного банка Antoine van Agtmael в качестве замены для отдельных «неразвитых экономик», тогда как В. Квинт расширил данное понятие, отмечая, что страна с формирующимся рынком (СФР) – «это страна, которая в основном переходит от командной экономики к рыночным отношениям, в которой растет уровень экономической свободы»²¹. Автор подчеркивает, что наибольшую важную роль для инвесторов в этом случае играют такие факторы как стабильность, экономическая свобода и защищенность прав собственности и собственности как таковой. СФР можно разделить по степени их социально-экономической устойчивости на развитые и развивающиеся. При этом страны с формирующимися рынками проходят несколько стадий развития.

В своей классификации В. Квинт выделил несколько видов формирующихся рынков с опорой, в первую очередь, на политический режим, действующий в стране:

1. Страны, приступившие к формированию рынка.

²¹ Квинт В. Глобальный формирующийся рынок - влияние на стратегию России и стратегическое развитие российских компаний / В. Квинт // Управление эффективностью и результативностью - 2013.-2012.- №3. - с. 55

2. Формирующиеся рынки в диктатурах.
3. Олигархические формирующиеся рынки.
4. Демократии с формирующимся рынком.
5. Экономики в фазе расцвета.

Однако важно отметить, что, с позиций инвестиционного анализа, группа стран с формирующимся рынком (emerging markets) или, точнее сказать, с формирующимся финансовым рынком, значительно уже, чем СФР. Для того, чтобы классифицировать страны по качеству финансовых рынков и, в конечном счете, по уровню финансового развития, используются различные методики. На наш взгляд, именно они должны использоваться при обосновании авторской методики оценки финансовых систем в странах с формирующимся рынком, что позволит выявить их особенности. В рамках работы будут рассмотрены основные из них, разработанные аналитическими компаниями FTSE Russell, S&P Dow Jones и Morgan Stanley Capital International.

Методика классификации стран FTSE Russell²²

В прежние времена различия между развитыми и развивающимися рынками описывались довольно размыто – на основании сравнительной состоятельности стран, которая в совокупности с субъективной оценкой являлась определяющим показателем качества рынка. Этот недостаток прозрачности в разграничении уровня рынков усложнял для инвесторов возможность оценки привлекательности стран и, соответственно, ограничивал взаимодействия стран, замедляя их дальнейшее развитие.

В целях возможности более точно классифицировать страны, FTSE Russell в 2003 г. была внедрена методика, в которой наряду с доходом на душу населения были предложены такие критерии как:

- Качество рынка – качество регулирования.
- Существенность – страна должна быть существенного размера для того, чтобы быть включенной в систему мировых показателей.
- Последовательность и предсказуемость – публикуется Контрольный список стран, позиции которых были повышены или понижены в рамках классификации.
- Ценовой лимит – стоимость осуществления изменений будет также учитываться при оценивании предпосылок рынка к повышению или понижению в своих позициях.
- Стабильность – для представления новых стран применяется поэтапный подход: новая страна изначально присоединяется как развивающийся рынок. Последующее же

²² FTSE Country Classification Process, v1.4.- 2019 – 12 p. URL: https://research.ftserussell.com/products/downloads/FTSE_Equity_Country_Classification_Paper.pdf?_ga=2.229337625.466944251.1567590763-1322844717.1560784229 (дата обращения 23.03.2020)

повышение в позициях возникает только вследствие постоянных изменений в рыночном статусе и мирового признания.

- Доступ к рынку – международные инвесторы должны иметь возможность инвестировать и изымать денежные фонды в установленные сроки по приемлемой цене.

На основании данных критериев, по каждому из которых стране дается оценка – соответствует, ограниченно соответствует (критерий выполнен лишь частично) и не соответствует, а также с учетом существования Контрольного списка в качестве промежуточного этапа в отнесении стран к той или иной категории, формируется классификация стран по уровню финансового развития (табл. 6):

Табл. 6. Классификация стран по методике FTSE Russell на сентябрь 2019 г.

Развитые (26 рынков)	Более развитые формирующиеся (10 рынков)	Менее развитые формирующиеся (13 рынков)	Пограничные (29 рынков)
Австралия	Бразилия	Чили	Аргентина
Австрия	Чехия	Китай	Бахрейн
Бельгия	Греция	Колумбия	Бангладеш
Люксембург	Венгрия	Египет	Ботсвана
Канада	Малайзия	Индия	Болгария
Дания	Мексика	Индонезия	Кот-д'Ивуар
Финляндия	Южная Африка	Кувейт	Хорватия
Франция	Тайвань	Пакистан	Кипр
Германия	Таиланд	Перу	Эстония
Гонконг	Турция	Филиппины	Гана
Ирландия		Катар	Иордан
Израиль		Россия	Казахстан
Италия		ОАЭ	Кения
Япония			Латвия
Голландия			Литва
Новая Зеландия			Македония
Норвегия			Мальта
Польша			Маврикий
Португалия			Марокко
Сингапур			Нигерия
Южная Корея			Оман
Испания			Палестина
Швеция			Румыния
Швейцария			Сербия
Великобритания			Словакия
США			Словения
			Шри Ланка
			Тунис
			Вьетнам

Таким образом, FTSE Russell присваивает статус развитых 26, развивающихся – 23 и пограничных – 29 странам, при этом разбивая вторую категорию на две так называемые подкатегории – более и менее развитые страны с формирующимся рынком, соответственно.

Методика классификации стран S&P Dow Jones (S&P DJ)²³

В соответствии с данным мировым классификатором страны разделяются на три основные категории: развитые, развивающиеся и пограничные. Составляющими классификации является множество факторов, как количественных, так и качественных. По аналогии с методикой FTSE, для того, чтобы страна была отнесена к той или иной категории, она должна соответствовать определенному количеству критериев. Требования для классификации стран кратко подытожены в табл. 7:

Табл. 7. Требования к классификации стран по методике S&P DJ

Критерии оценки	Пограничные рынки	Развивающиеся рынки	Развитые рынки
Первичные критерии соответствия			
Валовая рыночная капитализация (рынка акций) более 2,5 млрд долл.	Соответствие минимум двум данным критериям (минимум две √)	√	√
Годовой объем торгов более 1 млрд долл.		√	√
Отношение капитализации рынка (акций) к ВВП более 5%		√	√
Дополнительные (вторичные) критерии			
Валовая рыночная капитализация внутреннего рынка акций более 15 млрд долл.	-	√	√
Период исполнения взаимных обязательств продавца и покупателя на рынке ценных бумаг должен составлять T+3 или меньше	-	Соответствие минимум трём данным критериям (минимум три √)	√
Суверенный долговой рейтинг ВВ+ или выше	-		√
Нет гиперинфляции	-		√
Нет значимых ограничений на иностранное владение	-		√
Свободно торгуемая иностранная валюта	-		√
Критерий ВВП			
ВВП на душу населения более 15 тыс. долл.	-	-	√

Сост. автором по S&P Dow Jones Indices; Country Classification Requirements, 2019

²³ S&P Dow Jones Indices' Annual Country Classification Consultation, 2019. - 14 p. URL: <http://2019spdji-country-classifications-results> (дата обращения 12.05.2020)

Как видно, в отличие от FTSE Russel, S&P DJ не разделяет страны с формирующимся рынком на наиболее и наименее развитые внутри данной категории. Еще одним различием в данных классификациях служит, на взгляд автора, разная степень конкретизации критериев – в первом случае формулируются более общие, качественные критерии, в то время как во втором – конкретные показатели в численном выражении, соответствие или несоответствие которым определяет положение стран в публикуемой из года в год таблице.

В обеих классификациях, помимо развитых и формирующихся рынков, приводятся так называемые «пограничные» рынки (frontier markets). К данной категории относятся страны, как бы пре-формирующиеся: в силу своего небольшого размера, наложенных запретов по инвестированию или отставания по уровню развития от формирующихся рынков. Некоторые страны первоначально находились на стадии формирующихся рынков, но были понижены до статуса пограничных в результате затянувшихся экономических, политических и других кризисов, которые привели к снижению рыночной доступности и ликвидности. Примером такой страны служит Аргентина, до 2009 г. находящаяся в группе формирующихся рынков, но с тех пор пониженная в статусе.

Методика классификации стран Morgan Stanley Capital International (MSCI)²⁴

Подход, используемый MSCI, призван отразить взгляды и практику международных инвестиционного сообщества, соблюдая баланс между экономическим развитием страны и доступностью ее рынка. Ключевыми критериями данной классификации являются:

- экономическое развитие: MSCI учитывает устойчивость экономического развития и используется только при определении классификации развитых рынков, в то время как это различие не относится к развивающимся и пограничным рынкам, учитывая очень широкий диапазон уровней их развития;
- размер и ликвидность: MSCI определяет те ценные бумаги, которые соответствуют минимальным требованиям инвестирования, согласно Глобальным стандартам компании;
- доступность рынка: данный критерий призван отразить опыт международных институциональных инвесторов по инвестированию в данный рынок и включает пять критериев: открытость для иностранного владения, простота притока / оттока капитала, операционная эффективность, доступность инвестиционных инструментов и стабильность институциональной структуры.

²⁴ MSCI Market Classification Framework, 2019. – 6 p. URL: https://www.msci.com/documents/1296102/1330218/MSCI_Global_Market_Framework_2019.pdf/57f021bc-a41b-f6a6-c482-8d4881b759bf (дата обращения 15.05.2020)

Для того чтобы быть классифицированной в одну из данных инвестиционных категорий, страна должна соответствовать требованиям всех трех критериев, как описано в таблице ниже (табл. 8):

Табл. 8. Требования к классификации стран по методике MSCI

Критерии	Пограничные рынки	Развивающиеся рынки	Развитые рынки
Экономическое развитие			
1 Устойчивость экономического развития	Нет требований	Нет требований	ВНД на душу населения должен в течение трех лет подряд на 25% превышать пороговое значение высокого уровня дохода по методологии Всемирного банка
Размер и ликвидность рынка			
2 Количество компаний, удовлетворяющих указанным критериям: 3 Размер компании (полная рыночная капитализация) 4 Рыночная капитализация, находящаяся в свободном обращении 5 Уровень ликвидности акций (годовое значение коэффициента оборачиваемости)	не менее 2 от 776 млн долл. от 61 млн долл. от 2,5%	не менее 3 от 1551 млн долл. от 776 млн долл. от 15%	не менее 5 от 3102 млн долл. от 1551 млн долл. от 20%
Доступность рынка			
6 Открытость для иностранного владения 7 Простота притока / оттока капитала 8 Операционная эффективность 9 Уровень конкуренции на рынке 10 Стабильность институциональных условий	По крайней мере, некоторая По крайней мере, частичная Умеренная Высокий Умеренная	Значительная Значительная Хорошая и проверенная Высокий Умеренная	Очень высокая Очень высокая Очень высокая Без ограничений Очень высокая

Сост. автором по MSCI Market Classification Framework, 2019

Интересно, что существуют небольшие различия между рассмотренными нами основными классификаторами стран с формирующимся рынком. Так, MSCI включает в список стран с развивающимися рынками Южную Корею, в то время как FTSE Russel и S&P DJ относят эту страну к развитым. Также MSCI определяет Пакистан как

формирующийся рынок – между тем, FTSE Russel и S&P DJ рассматривают данную страну в качестве пограничного.

Подытоживая рассмотрение различных классификаций и методик их формирования, можно выделить некоторые основные различия в критериях, используемых FTSE, S&P и MSCI для определения такой категории стран, как страны с формирующимся рынком (табл. 9).

Табл. 9. Дифференциация критериев отнесения стран к категории формирующихся рынков по методикам FTSE Russel, S&P DJ и MSCI

Критерии MSCI	Критерии S&P DJ	Критерии FTSE Russel
3 компании в стране с минимальной рыночной капитализацией в 1,26 млрд долл. и 15%ным оборотом	Валовая рыночная внутренняя капитализация (рынка акций) более 2,5 млрд долл. Объем торгов более 1 млрд долл.	Размер рынка Широта/глубина рынка
Эффективность рыночной организации и доступность рынка Хорошо функционирующие клиринг и исполнения взаимных обязательств на рынке ценных бумаг	Период исполнения взаимных обязательств продавца и покупателя на рынке ценных бумаг должен составлять T+3 или меньше	Эффективность рыночной инфраструктуры
Открытость к иностранному владению Простота притоков и оттоков капитала	Суверенный долговой рейтинг ВВ+ или выше Нет значимых ограничений на владение	Ограничения на иностранные инвестиции
Достаточный уровень благосостояния	Достаточный уровень благосостояния Нет гиперинфляции	Достаточный уровень благосостояния

Сост. автором по MSCI Inc., S&P Dow Jones Indices LLC, FTSE Group, 2019

Стоит отметить, что критерии данных классификаторов отличаются скорее степенью конкретизации и нюансами формулировки, при этом основные направления оценки финансовых систем пересекаются. Главное внимание закономерно уделяется финансовым рынкам, но оценка этим не ограничивается.

Рассмотренные нами методики по-разному классифицируют страны с учетом уровня развития финансового рынка. Тем не менее, есть определенное количество стран, которые попадают в одну и ту же группу согласно всем методикам. В данной работе наиболее интересной для нас будет представляться группа стран, относящихся к странам с менее

развитыми формирующимся рынком, поскольку именно к ней принадлежит Россия, согласно FTSE Russell, классифицирующей страны с наибольшей детализацией.

Перед тем, как перейти непосредственно к анализу функционирования финансовых систем данной группы стран, обобщим их основные теоретические особенности. Анализ литературы, а также информационных источников по теме исследования позволяет выявить следующие главные особенности данных финансовых систем:²⁵

- считается, что финансовое развитие в таких странах способствует экономическому росту; такому развитию, в главной степени, способствует рост финансовой глубины рынков и институтов, а, кроме того, относительно высокий уровень «объема» финансовых рынков;

- отмечается повышенная финансовая нестабильность – для финансовых систем в странах с формирующимся рынком типичны высокая волатильность и повышенные инвестиционные риски; нестабильность финансового рынка сочетается с несовершенными институциональными условиями для функционирования финансовых систем.

К числу дополнительных особенностей финансовых систем в странах с формирующимся рынком относятся умеренный уровень национального благосостояния и относительно высокий уровень финансовой либерализации²⁶.

В этом отношении следует отметить, что прослеживается связь между уровнем благосостояния и моделью национальной финансовой системы: так, формирующимся финансовым системам, в большинстве своем, соответствует неоконтинентальная модель, ориентированная на банки; по мере повышения благосостояния модель финансовой системы становится в большей степени ориентированной на финансовые рынки.

Либерализация может быть определена как решение, принимаемое правительствами для увеличения иностранных инвестиций и торговли. Ее целью является устранение барьеров, ослабление правил и государственного контроля в отношении нерезидентов, что, в частности, дает им право осуществлять инвестиции и торговать в этой стране. Чтобы получить выгоды от либерализации, со второй половины 1980 гг. страны с развивающейся экономикой начали изменять свои законы и позволять иностранцам выходить на свои рынки. Изменения в уровне финансовой либерализации в странах с формирующимся рынком были значительными. В некоторых исследованиях говорится о том, что в связи с повышением открытости рынков данных стран к иностранному инвестированию, возросла и рыночная эффективность. Хотя теоретически это верно, влияние либерализации на

²⁵ См., в частности: Львова Н. А. К вопросу о детерминантах финансового здоровья публичных компаний в странах с формирующимся рынком / Н. А. Львова // Проблемы современной экономики, 2019. № 4(72). С. 98.

²⁶ Львова, Н. А., Дарушин И. А. Институты и инструменты формирующегося финансового рынка / Н. А. Львова, И. А. Дарушин // Финансы и кредит, 2019, Т. 25. № 2. – С. 253-255.

эффективность фондового рынка в странах с формирующимся рынком требует дальнейшего изучения²⁷.

Эмпирическая оценка финансовых систем в странах с формирующимся рынком будет реализована по результатам двухэтапного сравнительного анализа ключевых финансовых показателей следующих 13 стран: Египет, Индия, Индонезия, Катар, Китай, Колумбия, Кувейт, ОАЭ, Пакистан, Перу, Россия, Филиппины, Чили.

При этом, для формирования более объективного представления о функционировании финансовых систем стран, с учетом временной составляющей, автором было принято решение, в рамках разработанной методики, для целей анализа рассматривать такие статистические параметры как медианные значения, а также значения базисных темпов роста за период. Аргументом в пользу использования медиан нежеле средних арифметических значений по ряду, служит тот факт, что среднее является уместной мерой оценки тенденции только в случае, если имеет место нормальное (гауссовское) распределение. В остальных случаях использование медианы в качестве индикатора меры поведения значений в выборке является более корректным, поскольку данный показатель является менее чувствительным к так называемым «выбросам», – нехарактерно высоким или низким значениям анализируемых показателей.

Наряду с двухэтапным анализом финансовых систем, который позволяет осуществлять сравнительную оценку финансовых систем, мы считаем уместным провести динамический анализ по средним показателям для исследуемой группы стран. Для этого, с нашей точки зрения, также целесообразно использовать медианы значений по ключевым показателям, но не в разрезе стран за анализируемый период, а по годам. Это позволит оценить динамические изменения в функционировании финансовых систем носило комплексный характер.

Итак, на первом этапе, по принципу методики Всемирного Банка, финансовые рынки, а также финансовые институты рассматриваемых стран будут сравниваться по 4 направлениям, в рамках каждого из которых будет взят для анализа соответствующий ему основной показатель. В основу анализа и оценки финансовых рынков стран будут взяты следующие характеристики:

1) Относительный объем (капитализация) рынка акций по соотношению с ВВП – показатель глубины финансового рынка.

²⁷ Aktan C., Sahin E., Kucukkaplan I. Testing the Information Efficiency in Emerging Markets / C. Aktan, E. Sahin, I. Kucukkaplan // Financial Management from an Emerging Market Perspective, 2017. – p. 55.

2) Капитализация компаний, не входящих по размеру в топ-10 – показатель доступности финансового рынка.

3) Коэффициент оборачиваемости рынка акций (индикатор емкости рынка: отношение объема торгов за рассматриваемый период к средней величине капитализации рынка за такой же период) – показатель эффективности финансового рынка.

4) Волатильность рынка акций – показатель стабильности финансового рынка.

Аналогичным образом будут исследованы финансовые институты анализируемых стран. Оценка финансовых институтов будет проводиться по следующим показателям:

- 1) Объем кредитов частному сектору по соотношению с ВВП – индикатор глубины финансовых институтов.
- 2) Количество банковских отделений на 100 000 лиц (старше 15 лет) – индикатор доступности финансовых институтов.
- 3) Чистая процентная маржа – индикатор эффективности финансовых институтов.
- 4) Банковский Z-счет – индикатор стабильности финансовых институтов.

На втором этапе, по методике МВФ, проведем анализ индекса финансового развития по странам, так же рассматривая как медианные значения индекса, так и развитие стран по данному показателю в динамике. В рамках исследования, выделим для анализа три различных индекса финансового развития стран – индекс развития финансовых рынков, индекс развития финансовых институтов и обобщающий вышеуказанные два, общий индекс финансового развития.

Еще раз отметим, что к расчету коэффициента принимаются три из четырех направлений, выделяемых в рамках аналитического подхода. Так, учитываются показатели финансовой глубины, доступности и эффективности рынков/институтов, финансовая стабильность же считается условием функционирования, а не отдельным направлением оценки финансовых систем. Индекс финансового развития вычисляется по формуле средневзвешенной, то есть конечное значение складывается в результате суммирования произведений нормализованных значений анализируемых показателей оценки финансового развития и их удельных весов в индексе. Коэффициент принимает значения в диапазоне от 0 до 1.

Кроме того, в соответствии с упомянутой выше структурой анализа, рассмотрим динамику индексов развития финансовых рынков и финансовых институтов совокупности данных стран для выявления возможных закономерностей, получения представления о сформировавшихся трендах и возможности обоснования экспресс-прогнозов финансового

развития. Для этого построим графики изменения медианных значений показателей глубины, доступности, эффективности и стабильности финансовых систем.

Для того, чтобы рассмотреть предпосылки того, почему выделенные нами страны попали в группу менее развитых формирующихся рынков, исследуем динамику развития стран по указанным показателям и проведем сравнительный анализ. В качестве анализируемого периода возьмем посткризисные годы. Стоит отметить, что под кризисом автором подразумевается мировой экономический кризис, начавшийся в 2008 г. Граница между окончанием кризиса как такового и началом периода рецессии представляется размытой: по некоторым оценкам кризис завершился в 2009 г., согласно другим данным кризисный период продолжается вплоть до 2015 г. Объемы мировой торговли после 2008 г. впервые восстановились к 2011 г. Поэтому в рамках данной работы будем считать именно этот год завершением кризиса и началом рецессии. То есть, будем рассматривать период с 2011 г. При этом, поскольку международная статистика для нашей выборки представлена до 2017 г., в качестве верхней границы анализируемого периода будет взят 2017 г. Таким образом, для целей эмпирического этапа исследования нами был выбран период времени в 7 лет: с 2011 по 2017 гг.

Итак, далее апробируем предложенную методику. Во-первых, проанализируем финансовые рынки и финансовые институты стран по четырем упомянутым направлениям. Для этого сравним их медианные значения, а также темпы базисного роста в 2017 г. по сравнению с 2011 г., полученные из динамики (прил. 1.1 – 4.1 для динамики финансовых рынков и 1.2 – 4.2 для динамики финансовых институтов). Кроме того, аналогичным образом проведем анализ стран в разрезе значений их индексов финансового развития, рассмотрев отдельно индексы развития финансовых рынков и институтов, а также общий индекс финансового развития (динамика представлена в прил. 5.1, 5.2 и 5.3, соответственно). Во-вторых, исследуем динамику изменения уровня финансового развития всей группы стран, построив и проанализировав графики изменения медианных значений по годам для каждого из указанных ключевых показателей.

Помимо указанного двухфакторного сравнительного анализа стран, на основании тех же индикаторов функционирования финансовых рынков и институтов проведем исследование динамического развития финансовых систем всей совокупности стран с целью оценки общего потенциала данной категории.

Необходимо отметить, что, по итогам работы с первичными данными, автором была сокращена выборка стран до 10 (Египет, Индия, Индонезия, Китай, Колумбия, ОАЭ, Перу,

Россия, Филиппины, Чили), по причине недостатка официальных данных на сайте Всемирного банка по анализируемым показателям для Катара, Кувейта и Пакистана.

Таким образом, в первой главе нами было раскрыто такое системообразующие понятие, как «финансовая система». Было выявлено, что финансовая система определяется по-разному, в том числе в зависимости от выбора финансовой концепции. В рамках данной работы нами было использовано определение финансовой системы как совокупности финансовых рынков и финансовых институтов, которые реализуют разные финансовые механизмы (прямые и опосредованные). Также нами была представлена модель финансовой системы, отражающая ее структуру, и систематизированы виды финансовых систем, в том числе в зависимости от финансовой структуры экономики (англо-саксонская и европейско-континентальная модели), по характеру взаимодействия с внешней средой (открытые, частично открытые, закрытые), по режиму функционирования (устоявшиеся и переходные), по силе реакции на внешние воздействия (мягкие, условно жесткие и жесткие), по характеру формируемых ресурсов (чистые и реальные) и, наконец, по уровню финансового развития (развитые и формирующиеся). Кроме того, были охарактеризованы основные функции финансовых систем: информационная, управления рисками, снижения издержек обращения, контроля и мониторинга, аккумуляции сбережений.

Далее мы обратились к систематизации основных подходов к оценке уровня развития финансовых систем, в рамках которых отдельно анализируются финансовые рынки и финансовые институты стран. При этом было выявлено два основополагающих подхода: аналитический и синтетический, оба из которых могут предполагать проведение количественной оценки, состоящей из сугубо статистических показателей, либо же комплексной, включающей также качественные характеристики функционирования финансовых систем. Было выявлено, что наиболее широко распространенными являются количественные модели. В частности, следует отметить аналитическую модель, образующую матрицу «4 x 2» Всемирного Банка, дающую на выходе систему из нескольких показателей, отвечающих каждому отдельному направлению оценки, и синтетическую модель МВФ, основанную на матрице «3 x 2», результирующим показателем которой является «индекс финансового развития». В качестве принципиальной альтернативы к рассматриваемым подходам был отмечен социокультурный подход, который используется скорее в качестве дополнительного, нежели основного.

Помимо общих подходов к оценке финансовых систем, нами анализировались наиболее популярные мировые классификаторы стран по уровню развития финансового рынка, такие как: FTSE Russell Group, S&P Dow Jones и MSCI, и обобщены ключевые

критерии, по которым указанные методики относят страны к той или иной категории рынков (развитых, формирующихся, пограничных). Наряду с анализом литературы, это позволило выявить основные теоретические особенности финансовых систем в странах с формирующимся рынком, в том числе положительный эффект финансового развития на экономический рост, которой в настоящее время сочетается с характерно повышенной финансовой нестабильностью.

Кроме того, сравнительная характеристика страновых классификаторов позволила обосновать выбор стран с формирующимся рынком для эмпирического этапа исследования, а именно: выбор был сделан в пользу группы менее развитых стран с формирующимся рынком. Для этого использовался классификатор FTSE Russell как наиболее детализированный в отношении формирующихся рынков. Такой выбор был обусловлен тем, что в данную группу, наряду с другими странами, относится Россия. С учетом ключевых подходов к оценке финансовых систем, автор сформулировал методику эмпирического анализа особенностей финансовых систем в странах формирующимся рынком, которому посвящена следующая, вторая, часть работы.

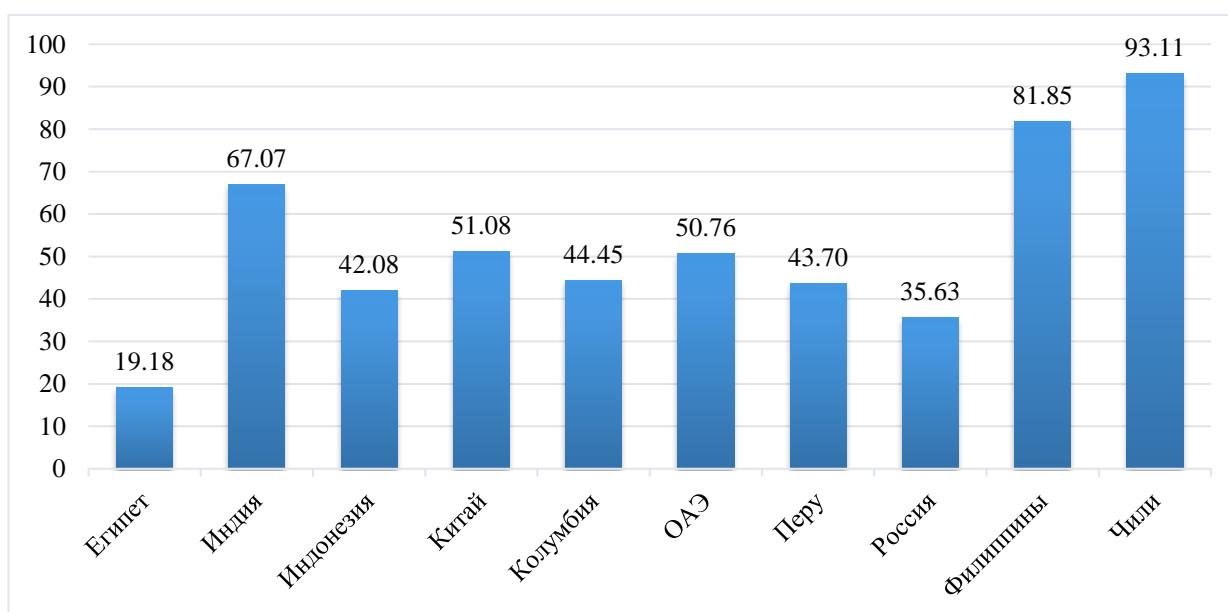
Глава 2 Апробация методики оценки финансовых систем в странах с формирующимся рынком

2.1 Оценка формирующихся финансовых рынков прямого доступа

Согласно выводам первой главы, рассмотрим эмпирические особенности финансовых систем в странах с формирующимся рынком, используя количественный подход последовательно в отношении финансовых рынков (финансовых рынков прямого доступа) и финансовых институтов (по отдельным показателям и с учетом соответствующих индексов развития), а также обобщающего индекса финансового развития. Как было отмечено выше, оценка проводится по 10 странам, включая Российскую Федерацию. Исследуемый период – с 2011 по 2017 г., что соответствует наиболее актуальным данным, представленным в базах данных Всемирного банка и МВФ.

По относительному объему рынка акций по соотношению с ВВП, характеризующему глубину рынков, наибольшее медианное значение за рассматриваемый промежуток времени принадлежит Чили (93,11%). Далее следуют Филиппины, Индия и Китай (81,85%, 67,07%, 51,08%). Наименьшая доля относительной капитализации рынка акций принадлежит Египту, 19,18%. Россия здесь занимает второе место с конца, с капитализацией, составляющей 35,63% от общего объема ВВП (рис. 2).

Рис. 2. Медианные значения капитализации рынков акций по соотношению с ВВП по группе анализируемых стран в период с 2011 по 2017 г. (в %)



Сост. автором.

При этом, относительные объемы рынка акций Чили неизменно падают с 2011 по 2017 г. и сокращаются за рассматриваемый промежуток времени в 1,35 раза, демонстрируя отрицательную динамику (прил. 1.1). Также, к 2017 г. в 2 раза уменьшается относительная капитализация Египта и в 1,7 раз – Колумбии. Стоит отметить, что у России также прослеживается отрицательный (хотя падение и незначительно) темп роста относительной капитализации рынка (97,11%), в то время как заметный рост наблюдается в ОАЭ (188,06%) и Китае (128,21%). Также рост анализируемого показателя прослеживается у Индонезии (109%), Филиппин (110,96%) и Индии (105,26%) (Табл. 10).

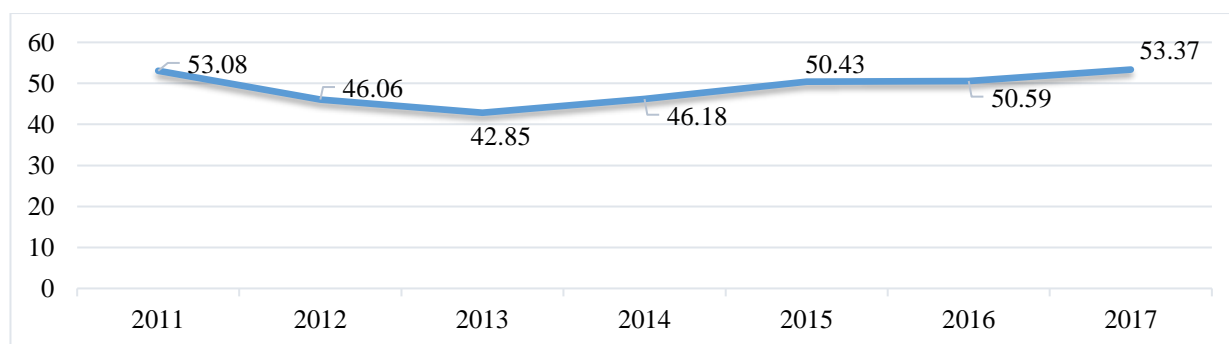
Табл. 10. Темпы роста относительных объемов рынка акций по соотношению с ВВП по группе анализируемых стран

Страна	Темп роста с 2011 по 2017 гг., %
Египет	49,56
Индия	105,26
Индонезия	109,00
Китай	128,21
Колумбия	59,25
ОАЭ	188,06
Перу	79,36
Россия	97,11
Филиппины	110,96
Чили	74,16

Сост. автором.

Переходя к динамическому анализу уровня глубины финансовых рынков исследуемых стран (на основании прил. 1.1), можно наблюдать, на первый взгляд, положительную тенденцию, что позволяет сделать предварительный вывод о благоприятном развитии финансовых рынков, что, однако, требует более углубленного анализа, чтобы исключить влияние спекулятивных пузырей (рис. 3).

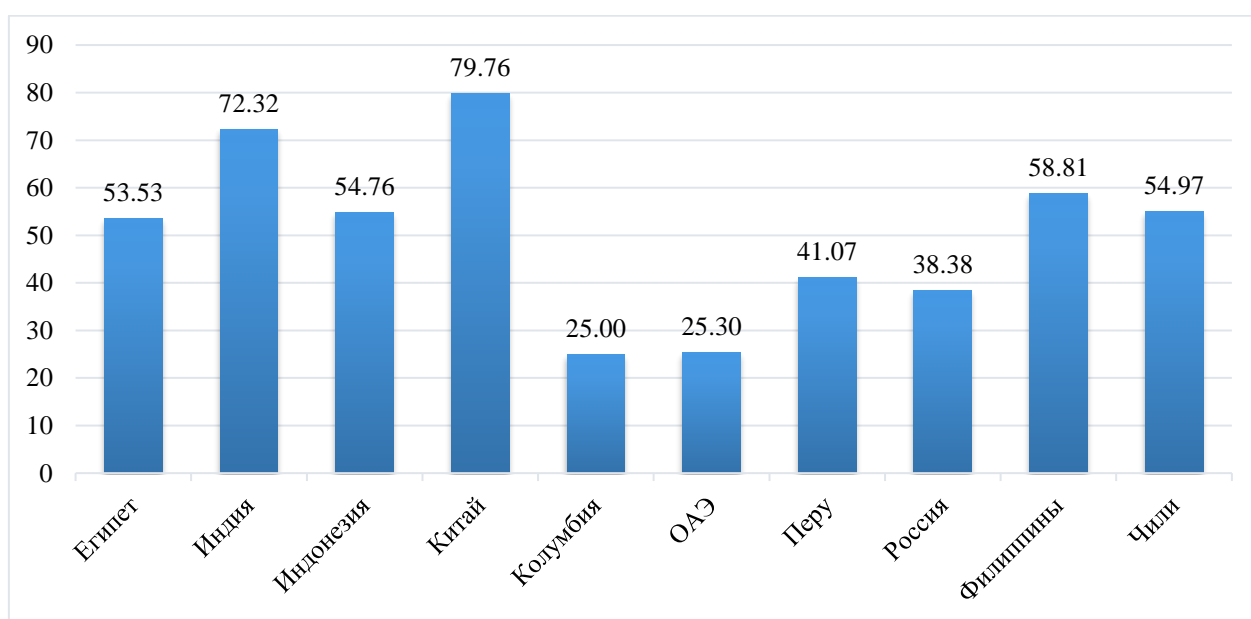
Рис. 3. Динамика медианных значений капитализации рынков по соотношению с ВВП по группе анализируемых стран, в период с 2011 по 2017 г. (в %)



Сост. автором.

Медианные значения относительной капитализации компаний, не входящих по размеру в топ-10 (характеристика доступности рынков), распределены от 25% у Колумбии и ОАЭ до 79,76% у Китая. На втором месте после Китая находится Индия (72,32%), третьи занимают Филиппины (58,81%), затем идут Чили и Индонезия (около 55%). Доля у России – 38,38% что неудовлетворительно характеризует доступность прямых механизмов рыночного финансирования; несколько больше доля у Перу – 41,07%. (рис. 4).

Рис. 4. Медианные значения капитализации компаний, не входящих по размеру в топ-10, по соотношению с суммарной капитализацией рынка по группе анализируемых стран в период с 2011 по 2017 г. (в %)



Сост. автором.

Обращаясь к динамике (прил. 2.1), наиболее ярко выраженный темп роста к 2017 г. был достигнут в Китае (121,88%), далее следуют Колумбия (119,59%), ОАЭ (112,78%) и Индия (110,30%). Таким образом, в этих странах наблюдается расширение доступности финансовых рынков. В России по данному показателю прослеживается отрицательная динамика, что отражает снижение финансовой доступности, но спад сравнительно небольшой (97,58%). Незначительные снижения темпа роста также характерны для Египта (99,58%), Филиппин (95,21%), Индонезии и Перу (93,35% и 93,76%, соответственно). Для Чили за указанный промежуток времени данный индикатор доступности финансового рынка остается стабильным, едва заметный прирост составляет 0,5% (Табл. 11).

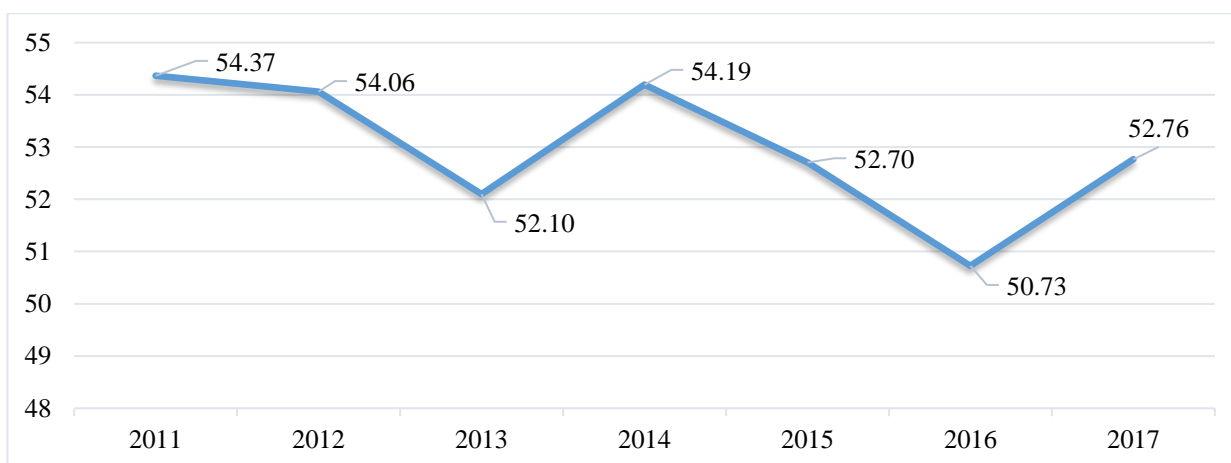
Табл. 11. Темпы роста относительной капитализации компаний, не входящих по размеру в топ-10, по группе анализируемых стран

Страна	Темп роста с 2011 по 2017 г., %
Египет	99,58
Индия	110,30
Индонезия	93,35
Китай	121,88
Колумбия	119,59
ОАЭ	112,78
Перу	93,76
Россия	97,58
Филиппины	95,21
Чили	100,05

Сост. автором.

Рассмотрим динамику изменений в области доступности финансовых рынков по группе анализируемых стран. Как видно на графике ниже (рис. 5; на основании прил. 2.1), развитие носит неоднородный характер: из года в год по показателю прослеживается то рост, то спад. Тем не менее, по результатам колебаний за период, общий тренд отрицателен. Такая оценка не позволяет прогнозировать улучшение уровня доступности финансовых рынков в краткосрочной перспективе, особенно на фоне реализации новых непредвиденных угроз для финансового развития.

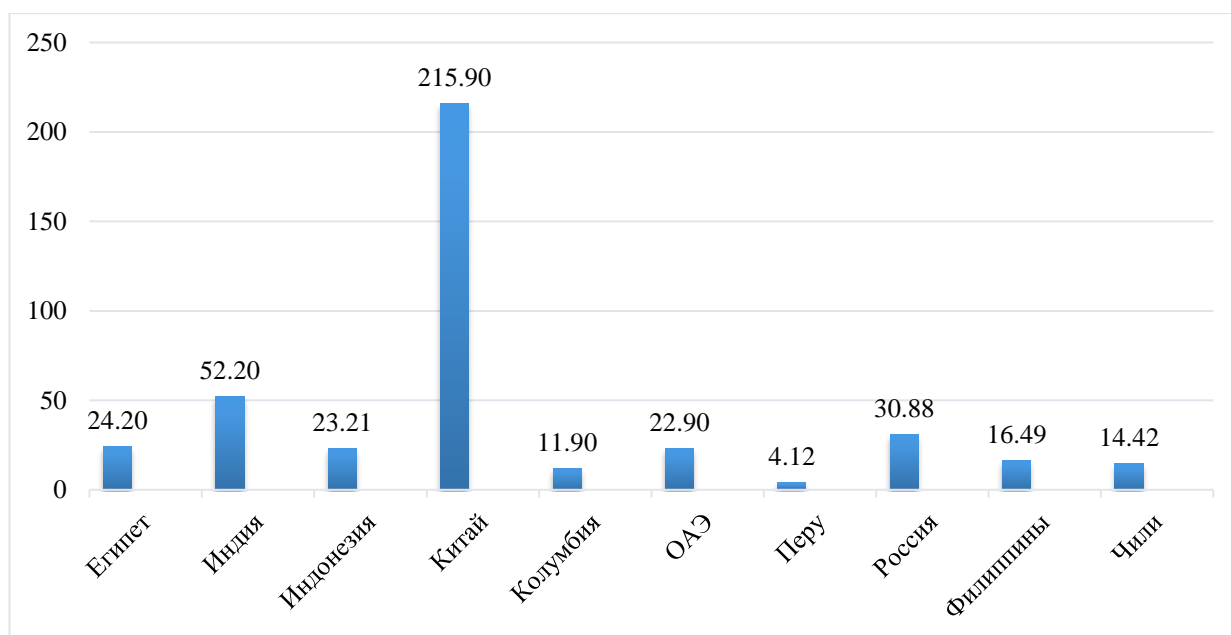
Рис. 5. Динамика медианных значений капитализации компаний, не входящих по размеру в топ-10, по соотношению с суммарной капитализацией рынка, по группе анализируемых стран, в период с 2011 по 2017 г. (в %)



Сост. автором.

Наибольшая дифференциация прослеживается в медианных значениях коэффициента оборачиваемости рынка акций (показатель эффективности рынков) (рис. 6) – медиана Китая по данному показателю составляет 215,90%, превышая суммарное значение медиан остальных стран группы. В то время как величина медианного значения у Перу составляет лишь 4,12%. Величина медианы коэффициента оборачиваемости рынка акций у России 30,88%.

Рис. 6. Медианные значения коэффициента оборачиваемости рынка акций по группе анализируемых стран в период с 2011 по 2017 г. (в %)



Сост. автором.

Если обратиться к динамике (прил. 3.1), то начиная с 2012 г. коэффициент оборачиваемости рынка в Китае растет, причем резкий скачок происходит в 2015 г. – значение коэффициента возрастает по сравнению с 2014 г. в 2,33 раза (557 и 239 соответственно). В 2015 г. коэффициент оборачиваемости рынка акций в Китае являлся самым большим в мире²⁸, отражая фондовый кризис и превышая свое значение в 2011 г. в 3,26 раза. Лишь в 2017 г. происходит снижение значения данного показателя по сравнению с предыдущим годом.

Кроме того, в динамике, можно наблюдать значительные колебания коэффициента оборачиваемости рынка акций Египта из года в год, что в итоге приводит к тому, что темп роста с 2011 по 2017 г. – 183,63%. Также характерный рост показывают ОАЭ (темп роста в

²⁸URL: <https://www.worldatlas.com/articles/highest-stock-turnover-ratios-by-country.html>

2017 г. по сравнению с 2011 г. составляет 139,79%) и Индия (119,98%). В то же время в России по этому показателю происходит стремительный спад, связанный со значительным ухудшением финансовой конъюнктуры, и в 2017 г. значение коэффициента оборачиваемости рынка акций составляет лишь 35,14% значения на 2011 г. (табл. 12).

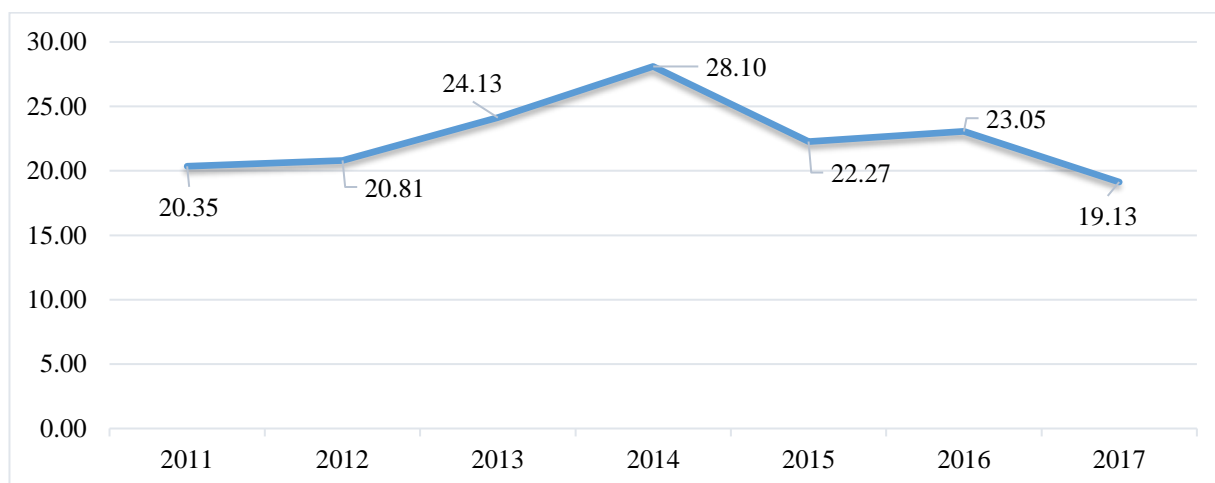
Табл. 12. Темпы роста коэффициента оборачиваемости рынка по группе анализируемых стран

Страна	Темп роста с 2011 по 2017 г., %
Египет	183,63
Индия	119,98
Индонезия	70,76
Китай	124,79
Колумбия	91,25
ОАЭ	139,79
Перу	112,43
Россия	35,14
Филиппины	79,56
Чили	91,00

Сост. автором

Говоря об эффективности финансовых рынков группы стран в динамике, мы видим подъемы и падения в медианных значениях коэффициента оборачиваемости рынков по годам. Однако с 2014 г. отмечается тенденция к снижению эффективности, что в существенной степени связано с ранее рассмотренной ослабевающей доступностью рынков, повышением их олигополистичности. Соответственно, ограничение конкуренции не способствует улучшению эффективности группы формирующихся рынков (рис. 7, на основании прил. 3.1).

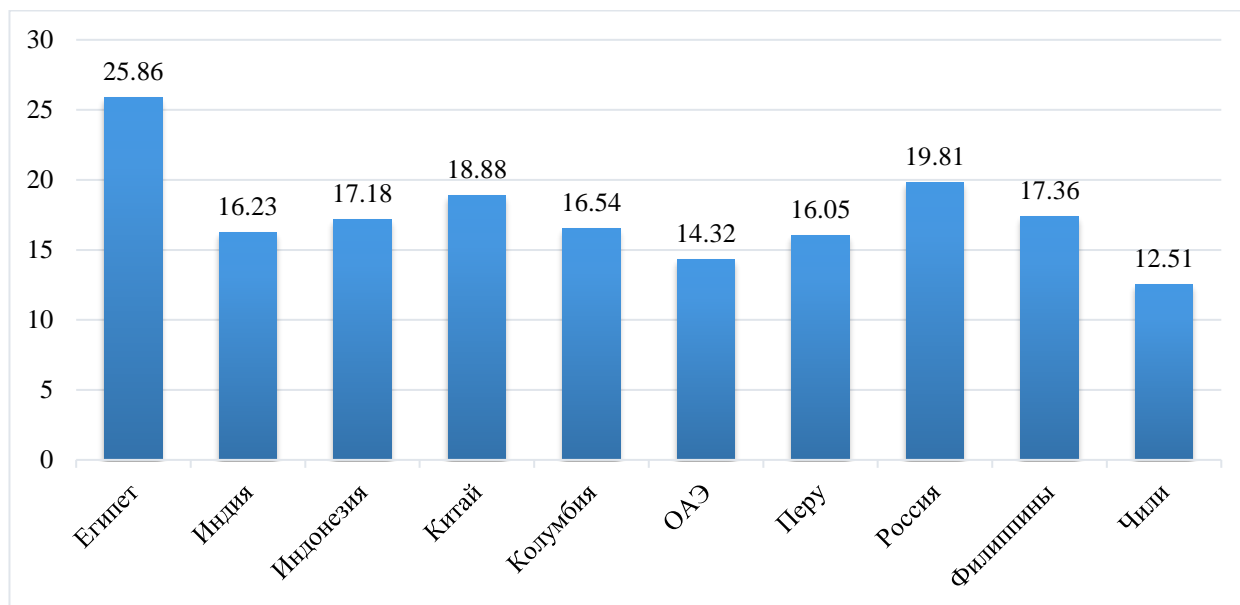
Рис. 7. Динамика медианных значений коэффициента оборачиваемости рынка акций по группе анализируемых стран, в период с 2011 по 2017 г. в (%)



Сост. автором.

Заключительным анализируемым нами показателем в рассматриваемой группе является волатильность рынка акций (характеристика стабильности финансовых рынков). Что касается структуры медианных значений, то, как видно на гистограмме (рис. 8), в данном случае можно наблюдать наиболее равномерное распределение.

Рис. 8. Медианные значения волатильности рынка акций по группе анализируемых стран в период с 2011 по 2017 г.



Сост. автором.

Судя по анализируемому показателю, наименее стабильными за исследуемый период являются финансовые рынки Египта, а также России и Китая: в этих странах

медианные значения волатильности самые высокие (25,86; 19,81 и 18,88 соответственно), что указывает на неустойчивость цен на их фондовых рынках. Остальные медианы распределены достаточно равномерно, причем в качестве лидеров выступают Чили (12,51) и ОАЭ (14,32).

Однако, что касается динамики показателя (прил. 4.1), надо заметить, что рост значения волатильности акций прослеживается именно у ОАЭ (114,99). Во всех остальных странах происходит спад волатильности рынка. Примечательно, что лидером является Россия (61,05). Также, волатильность цен падает более чем в 1,5 раза в таких странах как Перу, Индонезия и Чили. Наименее ярко выраженное падение прослеживается у Филиппин – значение в 2017 г. составляет 93,47 от величины в 2011 г. (Табл. 13).

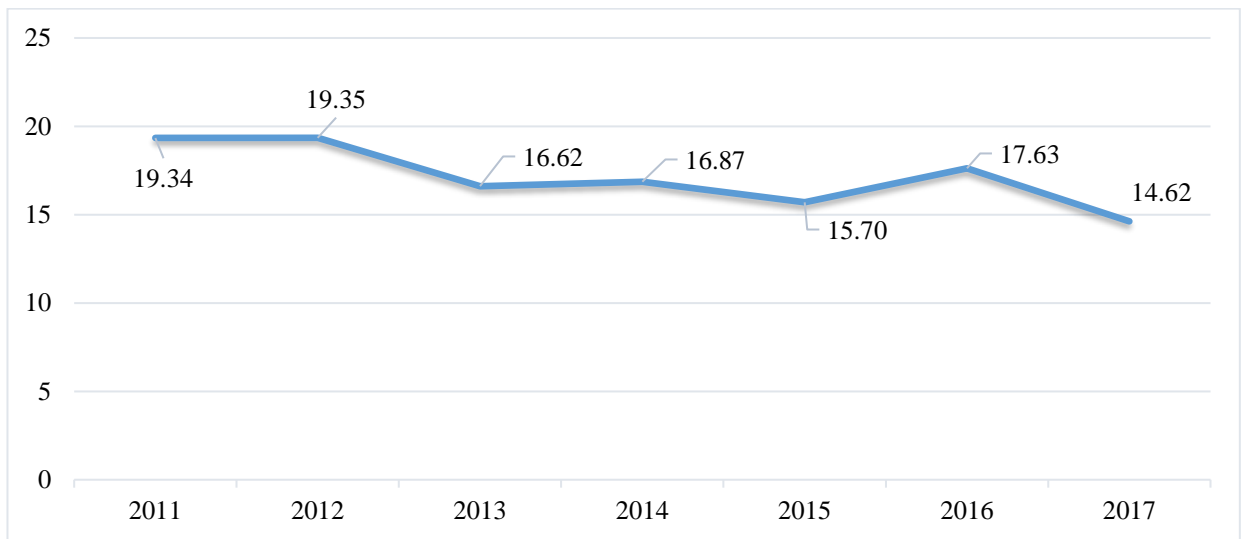
Табл. 13. Темпы роста волатильности рынка акций по группе анализируемых стран

Страна	Темп роста с 2011 по 2017 г., %
Египет	86,67
Индия	71,13
Индонезия	63,09
Китай	80,52
Колумбия	77,32
ОАЭ	114,99
Перу	61,31
Россия	61,05
Филиппины	93,47
Чили	67,80

Сост. автором

Что касается динамики показателя волатильности рынков акций для группы стран, как иллюстрирует график (рис. 9, на основании прил. 4.1), стабильность финансовых рынков неуклонно снижается. Такая тенденция формирует неблагоприятные ожидания, которые, тем не менее, были более оптимистичны, чем показала последняя практика.

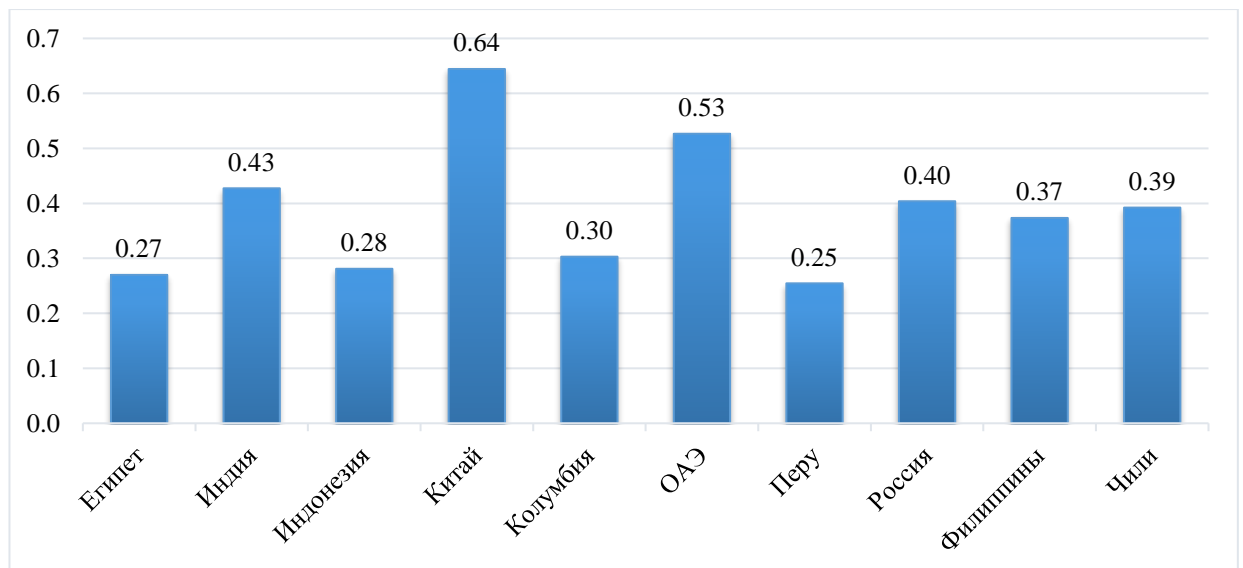
Рис. 9. Динамика медианных значений волатильности рынка акций по группе анализируемых стран, в период с 2011 по 2017 г.



Сост. автором.

Переходя ко второму этапу анализа финансовых рынков, рассмотрим соответствующий индекс развития, которые оцениваются МВФ (рис. 10).

Рис. 10. Медианные значения индекса развития финансовых рынков по группе анализируемых стран в период с 2011 по 2017 г. (в дес. дробях)



Сост. автором.

Так, в структуре медианных значений, как видно на гистограмме, наибольшие медианы по данному коэффициенту – у Китая (0,64) и ОАЭ (0,53). Что же касается отстающих рынков по медианным значениям индекса, то таковыми являются Перу (0,25) и

Египет (0,27). У Россия, наряду с Филиппинами, Чили, и Индией, медианное значение индекса развития рынков за период среднее относительно группы (0,4).

Относительно динамики индекса развития финансовых рынков (прил. 5.1), нельзя не отметить, что наиболее заметное ухудшение происходит именно у России, у которой за рассматриваемый период времени уровень развития рынка, согласно данному показателю, снижается более, чем на 30%. Показатель развития рынков также упал в Египте, Индии и Чили, однако спад не достигает и 2%. В других странах происходит положительное развитие рынков. Лидирующим является финансовый рынок ОАЭ (темп роста составляет 124,53%), далее следуют Китай (110,16%) и Перу (109,44%) (табл. 14).

Табл. 14. Темпы роста индекса развития финансовых рынков по группе анализируемых стран

Страна	Темп роста с 2011 по 2017 г., %
Египет	99,57
Индия	99,69
Индонезия	101,75
Китай	110,16
Колумбия	96,43
ОАЭ	124,53
Перу	109,44
Россия	68,84
Филиппины	106,61
Чили	98,84

Сост. автором.

Проанализировав функционирование финансовых рынков в исследуемой группе стран, можно сделать следующие выводы. Если рассматривать рынки по общепринятым принципам, то можно отметить, что на протяжении изучаемого нами периода, с 2011 по 2017 г., наиболее прогрессивное развитие по совокупности рассматриваемых нами показателей происходило у финансового рынка Китая. Китай является абсолютным лидером по медианным значениям коэффициента оборачиваемости рынка акций, что, однако, не всегда однозначно характеризует уровень его эффективности. Однако вместе с тем можно судить о сравнительно высокой степени доступности рынка – Китай превосходит другие страны выборки по медианному значению капитализации компаний, не входящих по размеру в топ-10. Китай также находится в первой половине стран по относительной капитализации рынка – показателю его глубины. Одновременно с высокими медианными значениями, китайский финансовый рынок демонстрирует положительный

рост по указанным трем направлениям анализа. Несмотря на то что рынок Китая является вторым по волатильности цен на акции, что говорит о его нестабильности, в динамике можно наблюдать спад волатильности китайского рынка. Подтверждением выявленного нами на первого этапе анализа лидерства рынка Китая служит наивысшее значение последнего в структуре медиан по индексу развития финансовых рынков. Индекс развития китайского финансового рынка растет на протяжении анализируемого периода.

Другим потенциальным лидером в рассматриваемой группе оказывается рынок Индии. Уступая Китаю, индийский рынок, тем не менее, демонстрирует высокие медианные значения, характеризующие его глубину, доступность и эффективность, а по уровню стабильности значительно опережает китайский рынок, причем волатильность на рынке акций сокращается за рассматриваемый период. Кроме того, в динамике показателей индийского финансового рынка прослеживается устойчивый рост. Обращаясь к результатам исследования индексов финансового развития, стоит отметить, что Индия находится в тройке лидеров в структуре медианных значений индекса, наряду с Китаем и ОАЭ. При этом интересно, что одновременно с наглядным положительным ростом, прислуживающимся по таким показателям как относительная капитализация рынка, относительная капитализация компаний, не входящих по размеру в топ-10, и оборачиваемость рынка акций, которые являются индикаторами глубины, доступности и эффективности рынка соответственно, темп роста индекса развития финансового рынка Индии в 2017 г. по отношению к 2011 г. (табл. 13) является отрицательным, хотя спад и является незначительным, составляя около 0,3%.

Также значительный рост в динамике развития финансового рынка наблюдается у ОАЭ. Однако, наряду с тем, что рынок ОАЭ выделяется сравнительно высоким ростом показателей глубины, эффективности и доступности, именно этот рынок оказывается лидирующим по волатильности цен акций, что в свою очередь характеризует его повышенную нестабильность. Так, если взглянуть на динамику индекса финансового развития рынков (прил. 5.1), самый активный темп роста прослеживается у ОАЭ. Однако, как мы помним, индекс финансового развития не включает стабильность рынков, считая ее результирующим фактором. Таким образом, рынок ОАЭ может служить наглядным примером того, что в рамках проведения анализа финансового сектора, опрометчиво полагаться на одну методику (в данном случае, методику МВФ), необходима более комплексная оценка. Кроме того, не следует игнорировать характеристику финансовой стабильности, особенно, если речь идет о странах с формирующимся рынком.

Россия в посткризисные годы, в сравнении с другими сопоставимыми странами, демонстрирует довольно низкие показатели, по рассмотренным характеристикам финансовых рынков – как по медианным значениям, так и в отношении динамики. Если рассматривать значения индексов развития финансовых рынков, то, показывая средние медианные значения, в сравнении с остальными странами выборки, в динамике по данному индексу Россия оказывается на последнем месте, демонстрируя ярко выраженный спад. В качестве определяющих факторов можно выделить девальвацию рубля и значительное повышение странового риска. Кроме того, на фондовом рынке присутствует чрезмерная концентрация – существенная доля капитализация приходится на ограниченный список крупнейших компаний. Вместе с тем, к концу анализируемого периода можно наблюдать тенденцию к стабилизации цен на российском финансовом рынке.

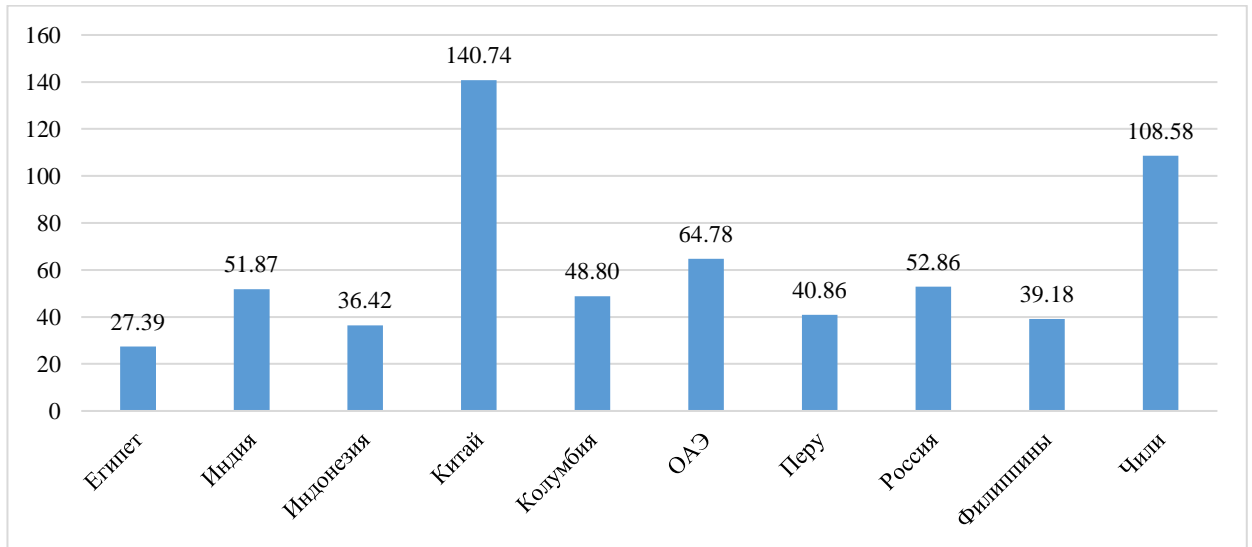
Обобщая вышесказанное, можно сделать следующие экспресс-выводы относительно закономерностей развития формирующихся финансовых рынков прямого доступа: вместе с повышением финансовой глубины, происходят заметные отрицательные изменения по другим трем направлениям оценки. Так, уровни доступности, эффективности и стабильности в совокупности по группе исследуемых стран с формирующимся рынком устойчиво снижаются с 2014 г. (а уровень стабильности – с 2012 г.). Таким образом, несмотря на видимое улучшение позиций финансовых рынков ряда стран, комплексная картина все же не позволяет дать положительную характеристику данных рынков, что в первую очередь связано с повышенным риском для инвесторов.

2.2 Оценка финансовых институтов на формирующихся рынках

Так, нами был проведен анализ финансовых рынков исследуемых стран. На следующем этапе, для уточнения характеристики финансовых систем, аналогичным образом сравним медианные значения и показатели темпов роста для финансовых институтов. Кроме того, рассмотрим структуру медианных значений и динамические данные относительно индексов развития финансовых институтов.

В качестве индикатора глубины финансовых институтов рассмотрим относительный объем банковских кредитов частному сектору. В структуре медианных значений (рис. 11) по данному коэффициенту можно выделить следующее: наибольшая медиана (140,74%) принадлежит Китаю, далее следует Чили (108,58%). Доли банковских кредитов частному сектору по соотношению с ВВП остальных стран распределены достаточно равномерно, от 27,39% у Египта до 64,78% у ОАЭ. Медиана по данному показателю у России составляет 52,86%, обеспечивая России умеренный уровень финансовой глубины относительно выбранных нами стран.

Рис. 11. Медианные значения объема банковских кредитов частному сектору по соотношению с ВВП по группе анализируемых стран в период с 2011 по 2017 г. (в %)



Сост. автором.

Если же обратиться к динамике по данному показателю (прил. 1.2), примечательно, что Россия демонстрирует наибольший рост – 187,35%. Кроме того, значительный рост прослеживается в Перу (156,47%), Филиппинах (149,89%). Далее, прирост около 30% можно наблюдать в ОАЭ, Индонезии и Китае. Единственные 2 страны, у которых происходит спад по данному показателю, – Индия и Египет (табл. 15).

Табл. 15. Темпы роста объема банковских кредитов частному сектору по соотношению с ВВП по группе анализируемых стран

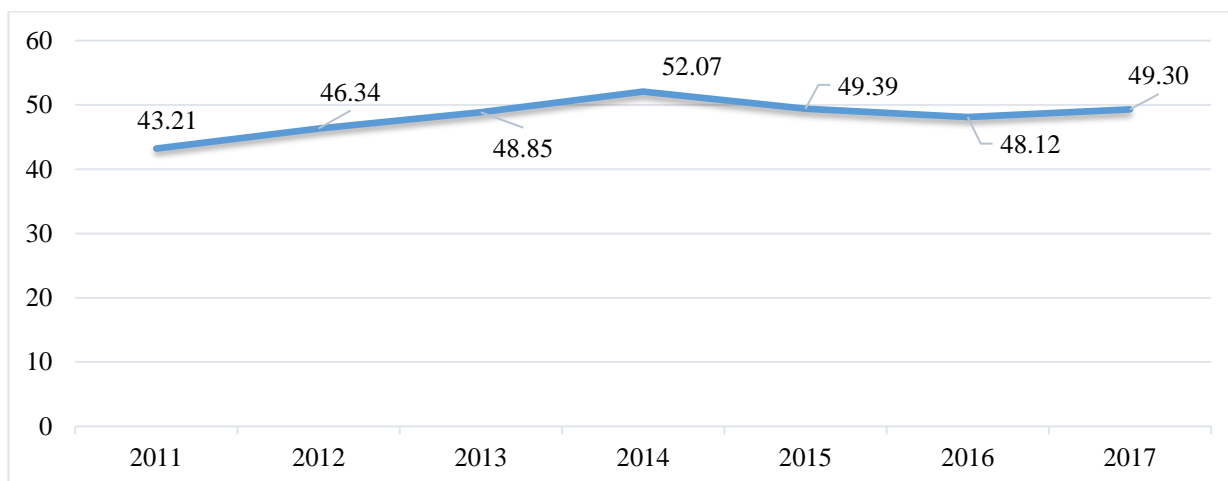
Страна	Темп роста с 2011 по 2017 г., %
Египет	91,54
Индия	95,11
Индонезия	128,78
Китай	127,56
Колумбия	111,09
ОАЭ	129,54
Перу	156,47
Россия	187,35
Филиппины	149,89
Чили	110,92

Сост. автором.

Исследуем также комплексную динамическую картину для глубины финансовых институтов оцениваемых нами стран. Как продемонстрировано на графике (рис. 12, на

основании прил. 1.2), медианные значения по годам образуют устойчиво прогрессирующий тренд.

Рис. 12. Динамика медианных значений объема банковских кредитов частному сектору по соотношению с ВВП по группе анализируемых стран, в период с 2011 по 2017 г. (в %)

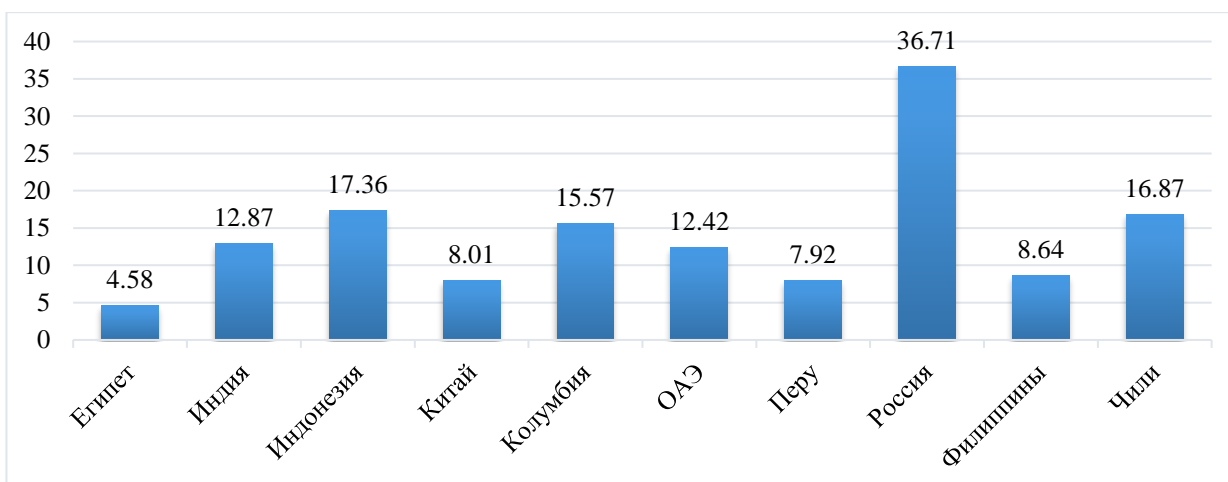


Сост. автором.

Так, мы видим, что в отношении глубины финансовых институтов происходит положительный сдвиг в данной группе стран, как на уровне финансовых рынков, так и на уровне финансовых институтов, указывая на рост относительного объема и, соответственно, значения финансовых систем.

Переходя к анализу доступности финансовых институтов, рассмотрим количество банковских отделений, приходящихся на 100 000 человек взрослого населения, – лиц старше 15 лет по методологии Всемирного банка (рис. 13).

Рис. 13. Медианные значения количества банковских отделений на 100 000 взрослых лиц по группе анализируемых стран в период с 2011 по 2017 г. (в ед.)



Сост. автором

В структуре медианных значений (рис. 13) интересно, что Россия с большим отрывом является лидером: ее количество банковских отделений на 100 000 лиц старше 15 лет составляет 36,71 ед., что более чем в 2 раза превосходит число отделений в следующей за Россией Индонезии (17,36 ед.). Далее следуют Чили и Колумбия (16,87 и 15,57, соответственно). В остальных странах, включая ОАЭ и Китай (12,42 и 8,01), значения по данному показателю сравнительно невысокие, наименьшее количество банковских отделений принадлежит Египту – 4,58 ед. на 100 000 лиц.

При этом, Россия демонстрирует наиболее резкую отрицательную динамику показателя (прил. 2.2), что отрицательно характеризует финансовое развитие с позиции финансовой доступности. К 2017 г. количество банковских отделений на 100 000 взрослых лиц в России сокращается более, чем на 20%. Также, спад происходит в Чили и ОАЭ (около 14% и 6%). В то же время, в остальных странах относительное число банковских отделений растет, причем прирост составляет от 5% в Колумбии и Египте до 40% в Индии (табл. 16).

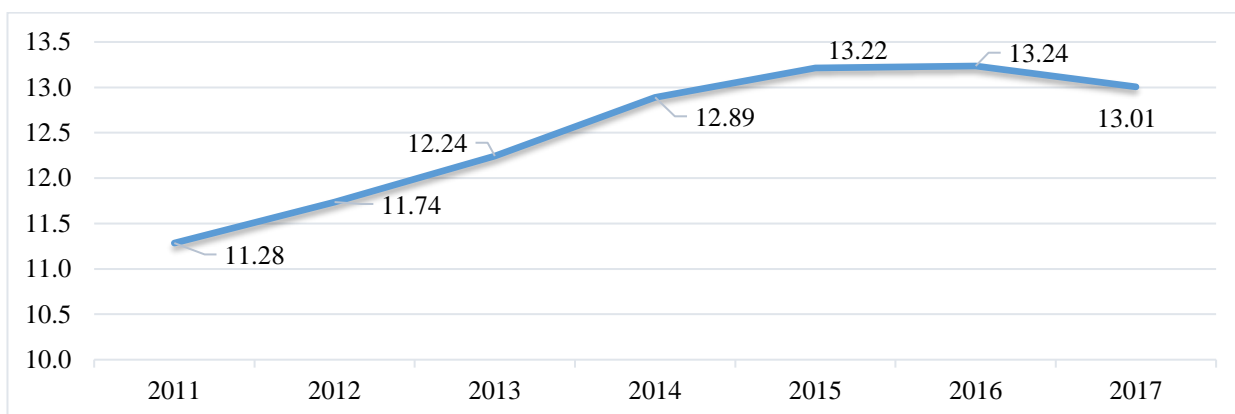
Табл. 16. Темпы роста количества банковских отделений на 100 000 взрослых лиц по группе анализируемых стран

Страна	Темп роста с 2011 по 2017 г., %
Египет	105,86
Индия	140,04
Индонезия	114,32
Китай	115,97
Колумбия	105,09
ОАЭ	93,66
Перу	108,38
Россия	79,60
Филиппины	117,97
Чили	85,61

Сост. автором.

Рассмотрим, какое развитие демонстрируют финансовые институты анализируемой группы стран в рамках исследуемого периода в области их доступности. В данном случае, можно наблюдать стремительный рост по показателю, позволяющий предварительно прогнозировать и дальнейшее позитивное развитие доступности финансовых институтов (рис. 14, на основании прил. 2.2).

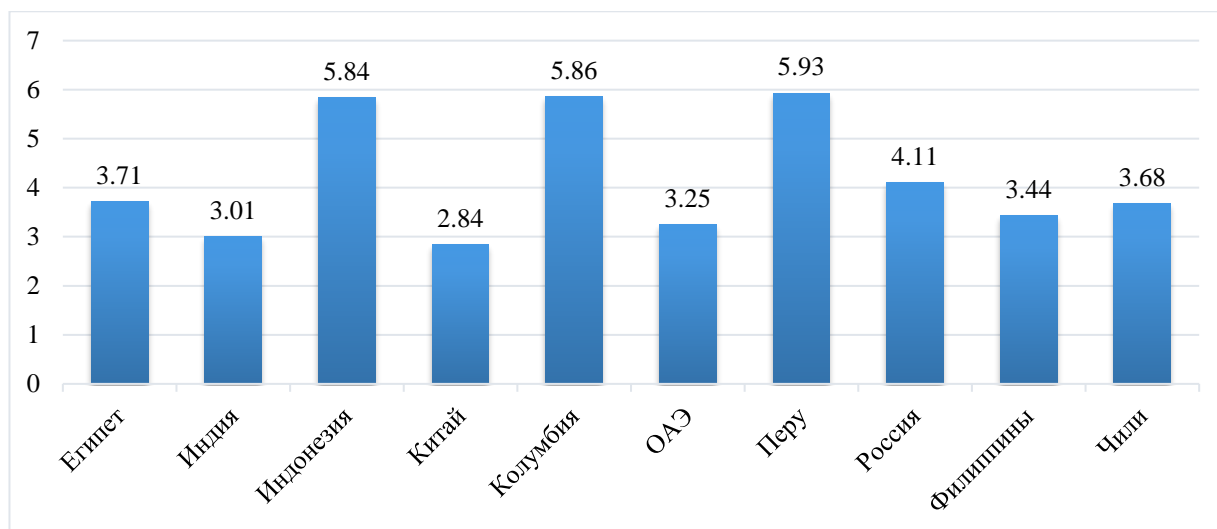
Рис. 14. Динамика медианных значений количества банковских отделений на 100 000 взрослых лиц по группе анализируемых стран, в период с 2011 по 2017 г. (в ед.)



Сост. автором.

Что касается эффективности финансовых институтов, проанализируем значения чистой процентной маржи²⁹. В отношении медиан, стоит заметить, что значения чистой процентной маржи по странам близки друг к другу, в диапазоне от 2,84% в Китае и 3,01% в Индии до 5,93% в Перу (наряду с Колумбией и Индонезией – 5,86% и 5,84%, соответственно). Значение чистой процентной маржи российских финансовых институтов – примерно на среднем уровне для группы анализируемых стран (4,11%) (рис. 15).

Рис. 15. Медианные значения чистой процентной маржи по группе анализируемых стран в период с 2011 по 2017 г. (в %)



Сост. автором.

²⁹ Чистая процентная маржа является одной из характеристик эффективности операций, проводимых банками. Как отмечалось выше, показатель представляет собой отношение разности между процентными доходами и расходами к банковским активам. В оценке финансовых систем снижение чистой процентной маржи ассоциируется с повышением уровня конкуренции в банковском секторе и рассматривается как позитивная тенденция, отражающая рост эффективности банковской системы.

Однако данные страны показывают довольно большой разброс в темпах роста чистой процентной маржи (прил. 3.2). Можно заметить, что ровно в половине стран происходит снижение значений по данному показателю, что считается положительной тенденцией в отношении эффективности финансовых институтов, в то время как у другой половины наблюдается значительный рост. Так, В России прирост максимален и достигает практически 50%. Характерный рост также затрагивает Египет, Колумбию и Перу. В то же время наиболее ярко выраженный спад – в Китае и ОАЭ: чистая процентная маржа в этих странах сократилась на 18% и 13%, соответственно, положительно характеризую динамику финансового развития (табл. 17).

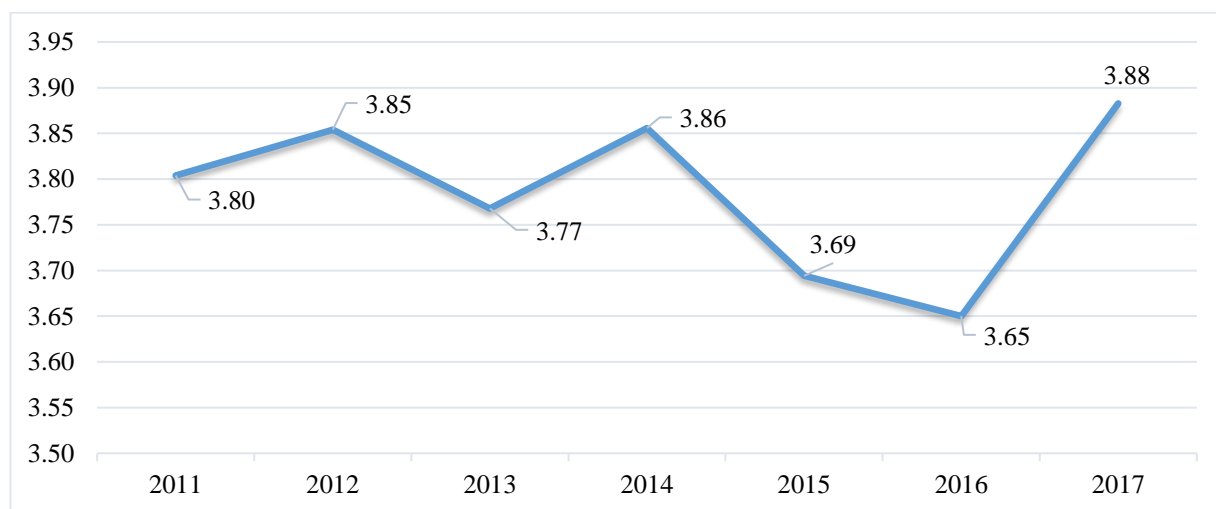
Табл. 17. Темпы роста чистой процентной маржи по группе анализируемых стран

Страна	Темп роста с 2011 по 2017 г., %
Египет	141,22
Индия	89,94
Индонезия	96,53
Китай	72,44
Колумбия	134,54
ОАЭ	77,16
Перу	122,95
Россия	146,88
Филиппины	108,90
Чили	92,39

Сост. автором.

Оценив динамику медианных значений чистой процентной маржи по годам для всех стран группы, целесообразно отметить, что характеристика финансовых институтов в этом отношении носит флуктуационный характер. Тем не менее, в начале периода общий тренд не является возрастающим (рис. 16, на основании прил. 3.2). Однако в 2017 г. мы наблюдаем неблагоприятный всплеск показателя, что в первом приближении отражает сокращение эффективности финансовых институтов стран группы.

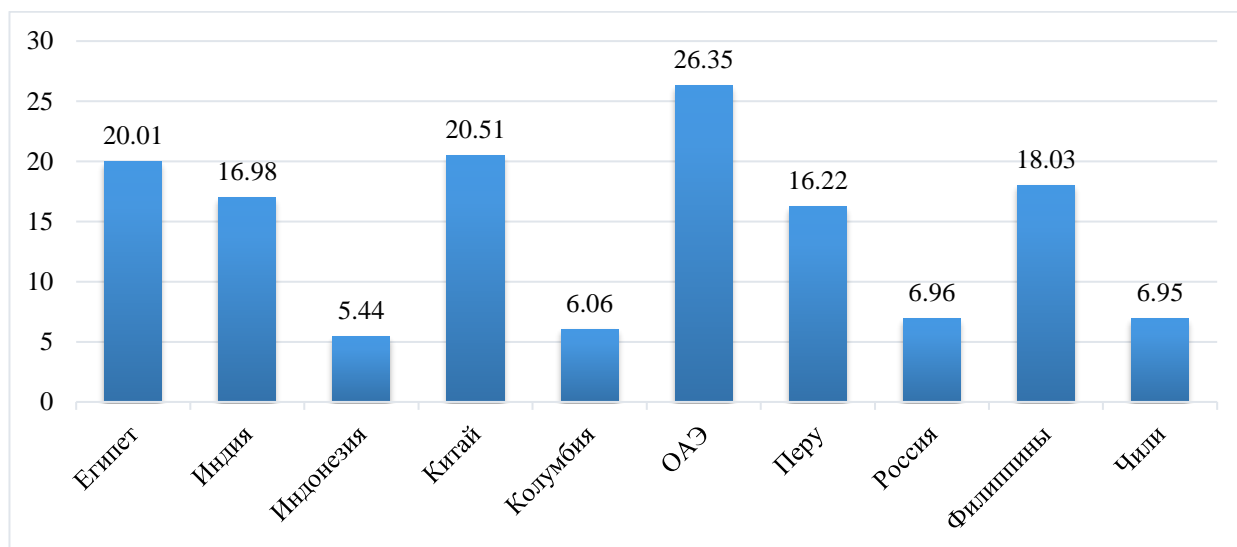
Рис 16. Динамика медианных значений чистой процентной маржи по группе анализируемых стран, в период с 2011 по 2017 г. (в %)



Сост. автором.

Последним направлением исследования функционирования финансовых институтов по применяемой методике является их стабильность. Здесь рассматриваемый нами показатель – банковский Z-счет. В структуре медианных значений наибольшие значения по показателю принадлежат таким странам, как ОАЭ (26,35 ед.), Китаю (20,51 ед.) и Египту (20,01 ед.), сигнализируя о сравнительно высокой стабильности финансовых институтов в данных странах. Наименьшие же значения коэффициента, в числе других, – у Колумбии (6,06 ед.) и России (6,96 ед.), что неблагоприятно характеризует финансовую стабильность банковского сектора (рис. 17).

Рис. 17. Медианные значения банковского Z-счета по группе анализируемых стран в период с 2011 по 2017 г. (в ед.)



Сост. автором.

В рамках динамических изменений за период (прил. 4.2), Россия демонстрирует наибольшее падение по данному показателю. Темп роста банковского Z-счета в 2017 г. составляет 91,61% по отношению к 2011 г. Отрицательный темп роста также прослеживается в Филиппинах и Индии (спад равнялся 7,5% и 6%, соответственно). В остальных же странах значение данного показателя растет, причем наибольший рост показывают Китай и Египет (23%-ный прирост в обеих странах), далее следует Индия, с приростом в 21%, что положительно характеризует развитие данных финансовых систем (табл. 18).

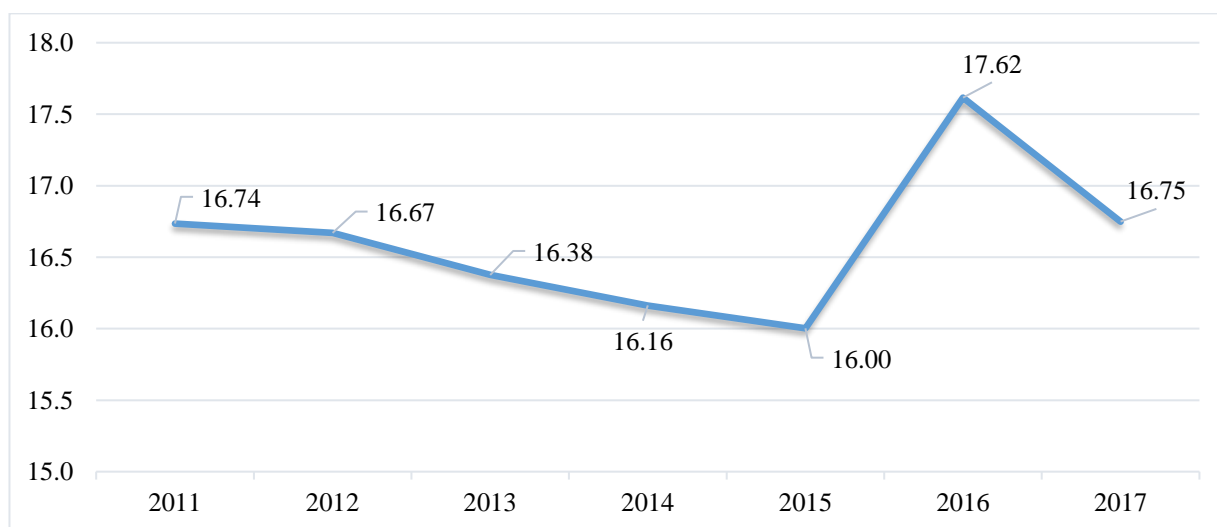
Табл. 18. Темпы роста банковского Z-счета по группе анализируемых стран

Страна	Темп роста с 2011 по 2017 г., %
Египет	123,41
Индия	93,95
Индонезия	120,62
Китай	123,42
Колумбия	107,22
ОАЭ	103,99
Перу	105,79
Россия	91,61
Филиппины	92,56
Чили	104,73

Сост. автором.

Стабильность финансовых институтов всей группы стран до 2015 г. в целом в динамике демонстрирует некоторое ухудшение (рис. 18).

Рис. 18. Динамика медианных значений банковского Z-счета по группе анализируемых стран, в период с 2011 по 2017 г. (в ед.)

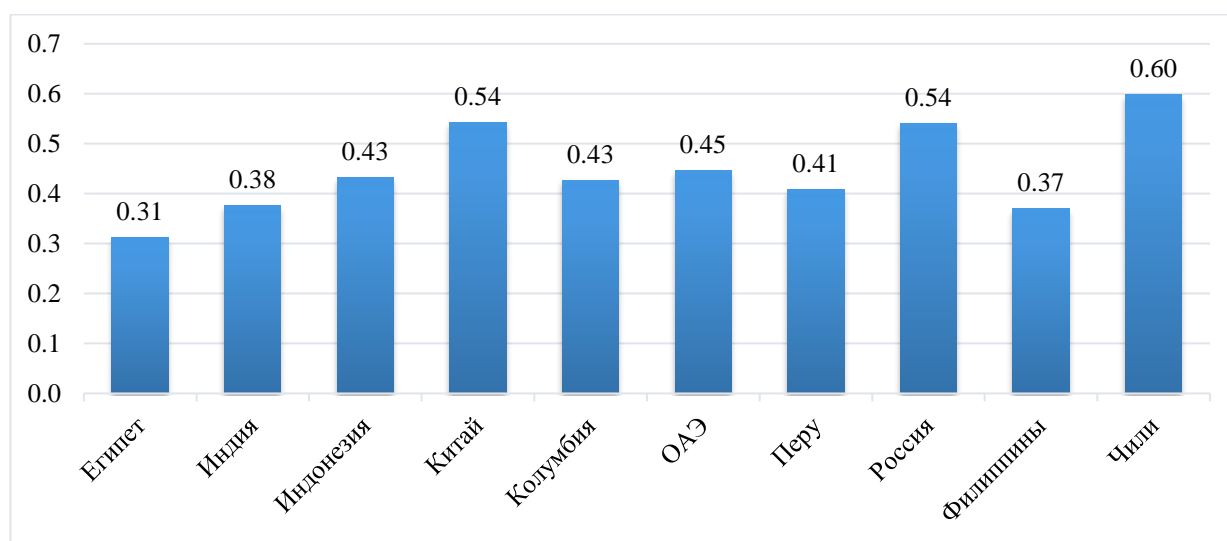


Сост. автором.

В дальнейшем за плавным спадом медианы по данному показателю в 2016 г. следует резкий скачок вверх, после чего происходит возврат медианного значения на прежнюю позицию. Так, мы можем видеть, что уровень стабильности по прошествии анализируемых 7 лет не подвергся кардинальным изменениям, оставаясь при этом весьма низким. Именно финансовая нестабильность, которая проявляется и в отношении финансовых рынков, и финансовых институтов является основным фактором, сдерживающим развитие формирующихся финансовых систем, и требует пристального внимания со стороны регуляторов.

Далее, проанализируем развитие финансовых институтов анализируемой группы стран на основе значений соответствующего индекса развития МВФ. На гистограмме, иллюстрирующей медианные значения индекса (рис. 19), можно наблюдать равномерное распределение медиан по странам группы – от 0,31 у Египта, до 0,60 у Чили.

Рис. 19. Медианные значения индекса развития финансовых институтов по группе анализируемых стран в период с 2011 по 2017 г. (в дес. дробях)



Сост. автором.

Относительно динамики индекса (прил. 5.2), интересно, что единственная страна, демонстрирующая отрицательный темп роста, – Чили, медианное значение индекса у которой при этом является максимальным среди рассматриваемых стран. В остальных странах прослеживается положительная динамика индекса, причем наибольший рост достигается в Перу – значение индекса возрастает более, чем в 1,5 раза. Второй по величине рост наблюдается в Китае – прирост составляет 30%. Темп роста индекса развития финансовых институтов в России в 2017 г. равняется 110,15% относительно 2011 г., что является положительной тенденцией (табл. 19).

Табл. 19. Темпы роста индекса развития финансовых институтов по группе анализируемых стран

Страна	Темп роста с 2011 по 2017 г., %
Египет	107,35
Индия	107,37
Индонезия	127,97
Китай	130,03
Колумбия	126,67
ОАЭ	104,99
Перу	156,46
Россия	110,15
Филиппины	117,33
Чили	92,86

Сост. автором.

Стоит отметить, что полученные результаты гораздо более неоднозначные, чем в случае с финансовыми рынками. Другими словами, среди рассматриваемых стран нет одной, финансовые институты которой превосходили бы остальные по всем направлениям анализа. Так, китайские финансовые институты отличаются сравнительно высоким уровнем глубины, – медианные значения относительного объема банковских кредитов частному сектору институтов превосходят аналогичные в других странах группы, и, вместе с тем, прослеживается положительный рост по данному показателю. При этом самый стремительный рост по показателю глубины финансовых институтов показывает Россия: относительный объем кредитов, предоставляемых частному сектору, вырастает практически в 1,9 раз за анализируемый период.

Что касается доступности финансовых институтов, в качестве характеристики которой был взят такой показатель, как количество банковских отделений на 100 000 лиц взрослого населения, здесь в качестве лидера по медианным значениям за период однозначно выступает Россия, однако именно российские институты демонстрируют наиболее негативную динамику в этом направлении, что ставит под сомнение их доступность в долгосрочной перспективе.

По уровню эффективности аутсайдерами являются финансовые институты Перу и Колумбии, опережая институты других стран и по медианным значениям, и по темпам роста чистой процентной маржи. Лучшие показатели – у Китая и Индии. У России медианные значения ЧПМ примерно средние по группе стран, но рост индикатора за исследуемый период достигает практически 150%, что является негативной тенденцией и отражает снижение эффективности финансовых институтов.

Кроме того, российские финансовые институты демонстрируют относительно низкую финансовую стабильность (в отношении показателя банковского Z-счета) среди группы стран с сопоставимым уровнем финансового развития. Россия в нашем анализе выступает единственной страной, показывающей одновременно наиболее низкие медианные значения коэффициента Z-счета и их снижение в динамике, что свидетельствует о сокращении финансовой стабильности. Негативные перспективы стабильности финансовых институтов также наблюдаются у Индии. Финансовые институты Китая и ОАЭ отличаются сравнительно высокой стабильностью.

Переходя к результатам, проиллюстрированным индексом развития финансовых институтов, то, по совокупности направлений (исключая такой компонент, как стабильность), наиболее прогрессивными по сумме медианных значений и темпов роста являются финансовые институты Китая и России. С точки зрения исключительно динамики, также выделяются Перу и Колумбия.

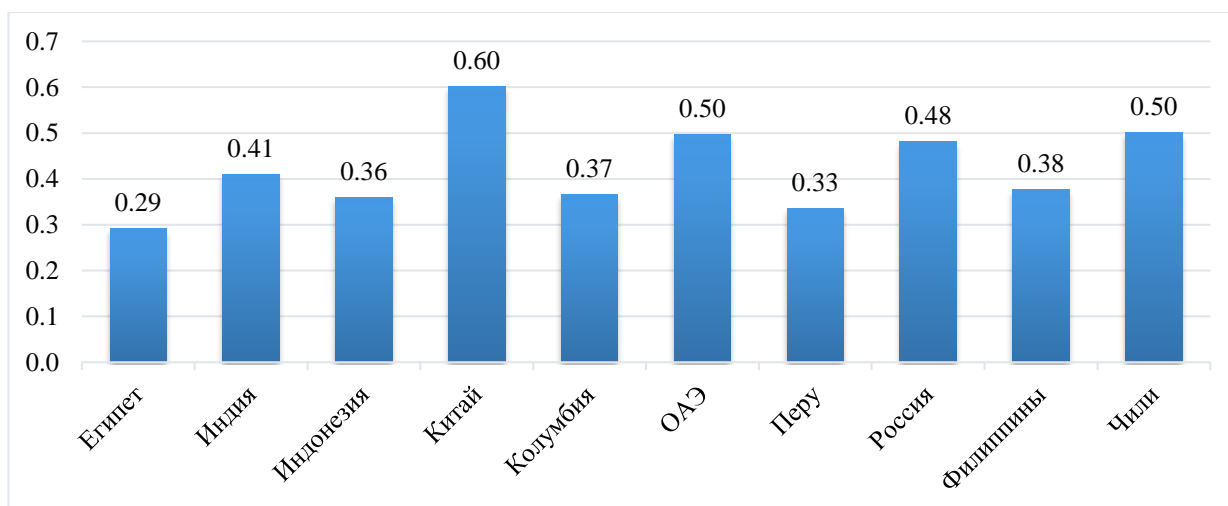
Подытожим проведенное нами исследование финансовых институтов выбранных стран. Несмотря на то, что в зависимости от направления, по которому проводится сравнительная оценка функционирования институтов, в качестве лидирующих выступают разные страны, в комплексе проанализированных нами четырех показателей, характеризующих работу финансовых институтов, и рассмотренных значений индекса развития институтов, можно сказать, что наибольшим потенциалом обладают финансовые институты России. Китайские институты, в отличие от России, демонстрируют положительное развитие по рассмотренным в работе характеристикам эффективности и стабильности. При относительно низком медианном уровне доступности финансовых институтов, в стране по этому направлению наблюдается устойчивый рост. При этом финансовые институты Китая, наряду с российскими, выделяются по соответствующему индексу развития МВФ, а также являются лидирующими по степени финансовой глубины.

В то же время, проведя обзор динамического развития по заданным направлениям для совокупности 10 анализируемых стран, были выявлены следующие закономерности развития финансовых институтов: отмечается прогресс по двум из четырех направлений оценки. Благоприятный рост прослеживается по показателям, характеризующим глубину и доступность финансовых институтов. Эффективность в среднем повышается, за исключением 2017 г. По направлению стабильности значение на конец периода практически возвращается к уровню начального. Таким образом, в целом можно говорить о достаточно перспективном развитии финансовых институтов группы анализируемых стран.

2.3 Обобщение результатов и рекомендации по практическому применению авторской методики

Обобщая оценку финансовых систем выбранных нами стран, проведем также исследование показателей общего индекса финансового развития. В более или менее однородной структуре распределения медианных значений индекса, выделяется Китай, хоть и незначительно, медианное значение индекса которого составляет 0,6. Второе место после Китая разделяют ОАЭ и Чили со значением индекса, равным 0,5. Величина индекса финансового развития России, – 0,48, обеспечивая ей третье место среди рассматриваемых стран. Наименьший уровень индекса демонстрирует Египет, его медианное значение за исследуемый период – 0,29 (рис. 20).

Рис. 20. Медианные значения общего индекса финансового развития по группе анализируемых стран в период с 2011 по 2017 г. (в дес. дробях)



Сост. автором.

Что касается динамики финансового развития стран (прил. 5.3), то ситуация для России складывается не лучшим образом – наблюдается снижение индекса финансового развития. Зафиксированный за рассматриваемый период спад составляет 11%. Кроме того, пятипроцентное снижение индекса прослеживается у Чили. Остальные страны выборки демонстрируют благоприятное развитие: максимальный прирост – у Перу: он превышает 35%. Далее следуют Китай, Индонезия и ОАЭ (прирост значений индекса у которых – 19%, 16% и 14,5%, соответственно) (табл. 20).

Табл. 20. Темпы роста общего индекса финансового развития по группе анализируемых стран

Страна	Темп роста с 2011 по 2017 г., %
Египет	103,71
Индия	103,11
Индонезия	116,17
Китай	119,17
Колумбия	112,62
ОАЭ	114,56
Перу	135,91
Россия	89,29
Филиппины	111,82
Чили	95,14

Сост. автором.

Итак, подведем итог проведенной в работе статистической оценки. Нами были проанализированы финансовые системы стран с менее развитым формирующимся рынком. В частности, нами были по отдельности рассмотрены финансовые рынки и финансовые институты стран с точки зрения их финансовой глубины, доступности, эффективности и стабильности. Помимо проведения анализа отдельно по каждому из направлений, были также изучены индексы финансового развития – для рынков, для институтов и совокупный, общий индекс финансового развития стран.

Принимая во внимание результаты всех этапов анализа, заметим, что по совокупности всех оценок, в разрезе финансовых институтов и рынков, а также по итогам распределений индексов развития финансовых рынков, финансовых институтов и общего индекса финансового развития, наиболее прогрессивный тренд выявлен по финансовой системе Китая. Так, по итогам проведенного исследования, именно эта страна выделяется исследуемой группы стран с формирующимся рынком, поскольку именно ее финансовая система наиболее интенсивно укрепляется и наращивает свой потенциал, что способствует росту китайской экономики в целом и позволяет строить предположения о переходе страны в долгосрочном плане в «следующую» по уровню категорию, согласно международным классификациям оценки стран по качеству их финансовых рынков: если говорить о методике FTSE Russel, взятой за основу при выборе анализируемой группы стран, можно прогнозировать перемещение Китая в разряд более развитых стран с формирующимся рынком, а в дальнейшем и в группу финансово развитых стран.

В то время как выявленная в работе привлекательность Китая вполне закономерна и ожидаема, отметим ряд других стран, развитие финансовых систем которых заслуживает внимания. В качестве таковых автором выделены ОАЭ и Индия, которые демонстрируют устойчивый финансовый рост, прежде всего, в отношении глубины, доступности и

эффективности финансовых рынков (а Индийский рынок – и стабильности). Положительная тенденция развития финансовых институтов данных стран менее характерна, но также прослеживается. Обе страны занимают ведущее местоположение по результатам общего индекса финансового развития.

Не менее интересные итоги исследования показывает Россия. В отличие от вышеупомянутых лидирующих стран, прогресс финансовых систем которых происходил в большей степени за счет развития их финансовых рынков, в российской финансовой системе на фоне в целом неблагоприятного развития данного сектора, демонстрируемого падением индекса финансового развития и снижением уровня развития финансового рынка по большинству направлений оценки (а именно, глубины, доступности и эффективности), положительный тренд, судя по значению обобщающего индекса, прослеживается в развитии финансовых институтов. Такое положение дел дает надежду на рост потенциала финансового сектора в обозримом будущем, при этом, исходя из таких результатов проведенного обзора для России, основные усилия необходимо направить на укрепление механизмов стимулирования работы финансовых рынков.

Переходя от результатов сравнительного анализа стран группы к результатам рассмотрения ее как единого целого, стоит отметить, что финансовые институты в контексте комплексной оценки проиллюстрировали более позитивную картину развития, чем финансовые рынки. В то время как такие результаты выглядят довольно парадоксально – два компонента, вместе образующих финансовую систему, демонстрируют кардинально разную динамику: по большинству направлений у финансовых рынков совокупности происходит спад, по финансовым институтам ситуация более благоприятная. Однако, возвращаясь к международным классификациям, которыми автор руководствовался при выборе группы стран для исследования их финансовых систем, вспомним, что главное внимание при отнесении стран к той или иной категории, уделяется финансовым рынкам. Поэтому, анализируемые нами страны закономерно признаются наименее развитыми.

Можно заключить, что на основе представленной в первой главе методики была проведена экспресс-оценка финансовых систем, которая позволяет выделить общий тренд и получить необходимое представление о финансовых системах на примере менее развитых стран в разрезе характеристик их финансовых рынков и финансовых институтов. Методика, построенная как комбинация аналитического подхода, за основу которого были показатели матрицы 4 x 2 Всемирного банка, и синтетического подхода, реализованного в индексах финансового развития МВФ, в рамках которой нами использовались такие статистические параметры оценки как медианные значения по рассматриваемым показателям и базисные

темпы роста за период, может, с нашей точки зрения, применяться в качестве (первичного) алгоритма для анализа финансовых систем стран с формирующимся рынком и полезна на разных уровнях: регулирующим органам самих анализируемых стран, зарубежным инвесторам, а также независимым научно-исследовательским институтам.

Прежде всего, формирующиеся рынки остаются популярной инвестиционной областью с момента их появления в начале 2000 г. В современных условиях неопределенности, когда большая часть предприятий малого и среднего бизнеса находятся под угрозой банкротства, а экономики всего мира терпят колоссальные убытки, для инвесторов становятся как никогда привлекательны формирующиеся рынки. Инвестирование на данных рынках открывает такие потенциальные преимущества для инвестиционных портфелей зарубежных инвесторов как рост доходности и диверсификация. Несмотря на их волатильность, наиболее быстрорастущие и доходные акции будут обнаружены в наиболее быстро растущих экономиках.

Однако необходимо учитывать значительные риски, связанные с такого рода инвестированием, поскольку высокие трансграничные финансовые риски повышают возможность усиления волатильности на внутреннем рынке. Вне всякого сомнения, иностранных инвесторов интересуют более емкие, ликвидные и наилучшим образом функционирующие рынки, а главная цель, преследуемая ими при инвестировании, состоит в выборе максимально оптимальной стратегии, при которой уровень доходности превалирует над уровнем риска. Соответственно, до осуществления инвестиций требуется тщательный анализ финансовых систем, включающий оценку их основных элементов – финансовых рынков и финансовых институтов. Так, за основу анализа может быть взята рассмотренная и апробированная в данной работе методика. Причем показано, что в отношении формирующихся рынков важно комбинировать разные подходы к оценке, не ограничиваясь общими индексами финансового развития.

Стоит отметить, что не менее важен процесс иностранного инвестирования для самих стран с формирующимся рынком. В своем стремлении привлечь зарубежные инвестиции, главы стран на макро-уровне и менеджеры предприятий на микро-уровне преследуют интерес создания «здоровой» институциональной и экономической среды. Что касается значимости мониторинга финансовых систем с формирующимся рынком со стороны их финансовых регуляторов, улучшение финансового контроля необходимо данным странам в целях выведения экономик на путь устойчивого развития и формирования сильного, эффективного финансового сектора с тем чтобы повысить производительность, обеспечить защиту отечественных экономик от внешних и

внутренних глобальных шоков. При этом, как отмечалось выше, именно для стран с формирующимся рынком финансовое развитие оказывать значимый эффект на экономический рост.

Анализ составляющих финансовой структуры экономики, ее влияние на дальнейшее экономическое развитие, а также сравнительные преимущества и недостатки по отношению к финансовым системам других стран позволяют наиболее оптимальным образом построить финансовую и денежно-кредитную политику, а в случае необходимости провести структурные реформы с целью повышения эффективности финансовой системы. Так, центральные банки стран с формирующимся рынком заинтересованы в исследовании финансовой структуры, поскольку она должна учитываться в формировании курса кредитно-денежной политики. Кроме того, немаловажное значение для центральных банков играет финансовая стабильность – как стабильность отдельных институтов, так и так называемая системная стабильность. Соответственно, центральным банкам стран необходимо оценивать стабильность финансовых систем, в том числе во взаимосвязи с другими их характеристиками.

Еще одной стороной, заинтересованной в исследовании финансовых систем стран с формирующимся рынком, являются научно-исследовательские институты и научно-технические центры. Научная литература стремится получить лучшее понимание основных движущих сил активного финансового роста многих развивающихся экономик или его отсутствия в развивающихся странах с незначительными или даже отрицательными темпами роста. Публикации ученых являются дополнительным источником профессиональной информации для различных заинтересованных сторон в этой области, играя немаловажную роль для регулирующего аппарата стран при принятии стратегических решений относительно дальнейших направлений развития их финансовых систем, а также являясь вспомогательным инструментом для инвесторов. Ввиду вышесказанного, представленная в работе методика, включая обоснование выбора анализируемых стран, может быть полезной для научно-исследовательских институтов, развивающих исследования в области финансового развития развивающихся экономик с акцентом на специфику формирующихся рынков. Обладая данными, наиболее приближенными к реальному финансовому положению экономик стран, научно-технические центры, в том числе, будут иметь возможность разработать и предложить необходимые инновации для модернизации экономики и оптимизации развития финансовой сферы стран с формирующимся рынком в долгосрочной перспективе.

Не меньший интерес представляет из себя данная категория «финансовых систем стран с формирующимся рынком» как группа. Финансовые системы этих стран играют важную роль в мировом масштабе. Финансовые рынки в них становятся все более взаимозависимыми, повышается интеграция стран, и сокращаются барьеры для международной торговли и инвестирования. На сегодняшний день, между двумя группами стран – развитыми и развивающимися – существует крепкая связь: колебания, затрагивающие финансовый сектор формирующихся рынков немедленно сказываются и на развитых, образуя так называемые «вторичные эффекты», что особенно явно отражается на странах с формирующимся рынком с относительно развитым финансовым сектором. Соответственно, необходимо отслеживать цикл развития данных экономик, с тем чтобы способствовать их устойчивому экономическому росту и укреплять международное сотрудничество.

Безусловно, путем исключительно статистической характеристики данных и относительных сравнений значений рассматриваемых показателей по странам невозможно судить о состоянии финансовых систем данных стран, поскольку необходимо принимать в рассмотрение множество факторов, напрямую и косвенно влияющих на экономическую конъюнктуру в каждой отдельной стране. К названным факторам относятся не только экономические, но и политические, и социальные. Для наиболее точной и емкой характеристики финансовых систем в странах с формирующимся рынком, требуется более глубокая аналитика, включающая в себя доскональное изучение истории развития каждой из стран с позиции ее финансового сектора и экономики в целом. Ярким примером в доказательство данного суждения здесь может служить Китай. В рамках данного исследования финансовая система Китая демонстрирует явно положительное развитие, и на первый взгляд кажется, что финансовый рынок страны по итогам рассмотренных лет имеет высокий потенциал. Между тем, как известно, в 2015 г. на фондовом рынке Китая происходит обвал: биржевой кризис приходит на смену пузырю на рынке недвижимости, подрывая устойчивость финансового рынка.

Тем не менее, алгоритм проведенного исследования может служить первичной статистической базой в рамках проводимого анализа финансовых систем стран с формирующимся рынком. При этом данная методика может использоваться и для оценки финансовых систем в странах с развитым рынком. Таким образом, для эмпирической характеристики финансовых систем, на наш взгляд, следует применять универсальный подход, что соответствует позиции ведущих международных финансовых институтов (Всемирного банка, МВФ). Специфика должна заключаться в выборе критериев для

сравнительного анализа. В частности, выбор группы менее развитых стран с формирующимся финансовым рынком обуславливался тем, что к данной категории, согласно классификатору FTSE Russel, относится Россия.

Таким образом, в рамках данной главы, по предложенной методике были последовательно проанализированы финансовые рынки, а затем финансовые институты группы стран, относящихся к категории менее развитых из формирующихся рынков. Так, по результатам комплексной сравнительной оценки, включающей рассмотрение медианных и динамических характеристик показателей по четырем основным направлениям – финансовая глубина, финансовая доступность, финансовая эффективность и финансовая стабильность для финансовых рынков и финансовых институтов были выявлены страны, финансовые системы которых наиболее конкурентоспособны. В качестве лидера был выявлен Китай. Также были отмечены такие страны, как ОАЭ и Индия. Оценка финансовой системы России неоднозначна. При этом, если первые три вышеназванные страны в основном выделяются за счет позитивной оценки финансовых рынков, российская финансовая система характеризуется потенциалом развития финансовых институтов, в то время как отечественный финансовый рынок уступает другим странам по разным позициям. Кроме того, в рамках исследования был проведен обзор финансовых рынков и финансовых институтов стран как единой группы, с помощью динамического анализа изменения медианных значений показателей. Тем самым, нами были подтверждены предпосылки отнесения данной группы стран к категории менее развитых, согласно международной классификации FTSE Russell.

Заключение

Подводя итог, целесообразно обобщить проделанную нами работу в ходе исследования, направленную на пошаговое решение поставленных задач, и сформулировать ключевые результаты и выводы.

Итак, на первоначальном этапе нами было раскрыто такое понятие, как финансовая система, учтены различные формулировки ее определения (подчеркнем, что понятию финансовая система невозможно дать единое определение – тот или иной ученый, определяя данное понятие, отталкивается от определенной финансовой теории и похода к определению). В данной работе главный акцент в определении *финансовой системы* ставится на финансовые рынки и финансовые институты (финансовых посредников), что коррелирует с подходами ведущих международных финансовых институтов и позволяет обосновать методику эмпирического исследования. Кроме того, классифицированы и охарактеризованы основные виды финансовых систем (*в зависимости от реализуемой государством экономической политики*: англо-саксонская и континентальная ФС; *по характеру взаимодействия с внешней средой* – открытые, частично открытые и закрытые ФС; *по характеру формирующихся в финансовых системах ресурсов* – чистые и реальные ФС; *по силе реакции на внешние воздействия* – мягкие, условно-жесткие и жесткие ФС; *по характеру функционирования* – устоявшиеся и переходные ФС), а также их функции (информационная, контроля и мониторинга, снижения издержек обращения, аккумуляции сбережений), приведена структура финансовых систем.

Помимо содержания, видов и структуры финансовых систем, в работе раскрыта категория «*финансовое развитие*», поскольку оценка финансовых систем осуществляется, прежде всего, по отношению к уровню финансового развития. Таким образом, автором были выявлены основные подходы к оценке финансовых систем с позиции их финансового развития: *аналитический* и *синтетический*, а также, в качестве принципиально альтернативного подхода, – *социокультурный*. В рамках характеристики данных подходов были выделены ключевые факторы, влияющие как на *количественную*, так и общую, *комплексную оценки* в отношении финансовых рынков и финансовых институтов стран.

Рассматривая классификацию стран по уровню финансового развития, следует учитывать классификаторы, которые применяются при формировании глобальных фондовых индексов: прежде всего, FTSE Russell, S&P Dow Jones и Morgan Stanley Capital International (MSCI). В отношении данных классификаторов была проведена сравнительная оценка с точки зрения выдвигаемых ими требований для отнесения стран в ту или иную группу и, собственно, распределения стран, в результате соответствия представленным

критериям. Анализ данных классификаторов, наряду с анализом литературы, позволил выявить основные особенности финансовых систем в странах с формирующимся рынком, с теоретической точки зрения, в том числе положительный эффект финансового развития на экономический рост, которой в настоящее время сочетается с характерно повышенной финансовой нестабильностью, сопровождаясь умеренным уровнем благосостояния и относительно высокой финансовой либерализацией. С учетом допущения о том, что финансовые системы стран с формирующимся рынком составляют особую группу, которая характеризуется выявленными особенностями, на основе классификации FTSE Russell, являющейся наиболее детальной в отношении формирующихся рынков, автором были определена выборка стран для эмпирического этапа исследования, а именно: с учетом располагаемых статистических данных были выбраны *страны с менее развитым формирующимся финансовым рынком*, в группу которых входит и Российская Федерация.

Сравнительный анализ структуры и динамики финансовых рынков и финансовых институтов указанных стран, а также обобщающая характеристика их финансовых систем осуществлялись по авторской методике. Для этого на первом этапе были выделены 4 главных направления оценки финансовых систем: глубина, доступность, эффективность и стабильность финансовых рынков и финансовых институтов, и в соответствии с ними выбраны следующие показатели: для финансовых рынков – относительный объем (капитализация) рынка акций по соотношению ВВП (показатель глубины рынка), относительная капитализация компаний, не входящих по размеру в топ-10 (показатель доступности рынка), коэффициент оборачиваемости рынка акций (показатель эффективности рынка) и волатильность рынка акций (показатель стабильности рынка); для финансовых институтов – объем банковских кредитов частному сектору по соотношению с ВВП (индикатор глубины институтов), количество банковских отделений на 100 000 лиц взрослого населения (индикатор доступности институтов), чистая процентная маржа (индикатор эффективности институтов) и банковский Z-счет (индикатор стабильности институтов). Следуя описанным характеристикам, оценивались рынки и институты как отдельно взятых стран, относительно друг друга в пределах группы, так и их совокупности.

На втором этапе сравнение финансовых систем стран производилось на основании индексов их финансового развития (с помощью рассмотрения таковых для финансовых рынков и институтов по отдельности, а также общего, совокупного индекса). Периодом для анализа с учетом наиболее актуальных сведений в базах данных Всемирного банка и МВФ были выбраны 7 лет после мирового экономического кризиса – с 2011-2017 г. Так, для каждой из 10 исследуемых стран (Египет, Индия, Индонезия, Китай, Колумбия, ОАЭ, Перу,

Россия, Филиппины, Чили) анализировались медианные значения по предусмотренным показателям, а также базисные темпы роста в 2017 г. по отношению к 2011 г.

Наиболее прогрессивное развитие было обнаружено у Китая. Далее в качестве потенциально привлекательных выделялись финансовые системы ОАЭ и Индии. Россию же можно охарактеризовать по результатам анализа как страну, обладающую низкими медианными и динамическими показателями финансового рынка, негативно сказывающимися на общей оценке их финансовых систем, но при этом демонстрирующую позитивную динамику индекса развития финансовых институтов.

В отношении авторской методики оценки финансовых систем в странах с формирующимся рынком были сформулированы рекомендации по использованию на практике в качестве статистического аппарата при проведении сравнительного анализа финансовых систем стран. По мнению автора, данная методика может представлять прикладную значимость для разных пользователей, в том числе служить вспомогательным инструментом, используемым финансовыми регуляторами с целью повышения эффективности проводимых мер по улучшению и оптимизации функционирования финансовых систем, инвесторами в рамках принятия инвестиционных решений для сравнительной оценки потенциальных уровней рисков и доходности, исследовательскими институтами в качестве информационной основы для научных работ, анализирующих возрастающую роль категории стран с формирующимся рынком на мировой арене и пр. Результаты проведенного исследования также позволяют получить представление об общих трендах развития группы анализируемых стран.

В заключение стоит упомянуть о некоторых ограничениях исследования. Так, в качестве основных препятствий необходимо отметить отставание статистических данных, публикуемых на сайтах Всемирного Банка и Международного Валютного Фонда, не позволяющее охватывать в рамках анализа актуальную ситуацию, «на сегодняшний день». Кроме того, нельзя не принять во внимание непредвиденные шоки для финансовых систем, которые мы наблюдаем в настоящее время. В связи с текущим кризисом, обусловленным пандемией covid-19, наименее развивающиеся страны, включая страны с формирующимся рынком, в первую очередь оказываются под угрозой, не располагая «подушкой безопасности» в виде достаточного количества финансовых ресурсов и доверия инвесторов. С учетом сложившихся условий, в перспективе данное исследование потребует внесения дополнительных корректировок, индивидуальных для каждой отдельной страны, с учетом масштабов понесенного ей ущерба и основных затронутых кризисом сфер.

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ

- 1) Боди, З. Финансы / З. Боди, Р. Мертон. - СПб.: Вильямс. - 2007. – 592 с.
- 2) Ван Хорн Дж. К. Основы управления финансами / Дж. К. Ван Хорн // Гл. ред. серии Я.В. Соколов. - М.: Финансы и статистика, 2005. – 800 с.
- 3) Горелик В. Н. Логика финансовой системы: закономерности устройства / В. Н. Горелик // Финансы и кредит. – 2011. – № 24(456). – с. 41-45.
- 4) Ермолаев Е. А. Теоретические аспекты определения понятия "финансовая система" / Е. А. Ермолаев, Ю. С. Завьялов // Деньги и кредит № 7. – 2014. – С. 63-72.
- 5) Иванов В. В. Современные финансовые рынки: монография / В. В. Иванов [и др.]. - М.: Проспект, 2014. - 576 с.
- 6) Карасова Е. В., Чэнь Я. Инновации как основа устойчивого развития национальных экономик развивающихся стран (на примере Китая) / Е. В. Карасова, Я. Чэнь // Тренды и управление №4. – 2017. – с. 23-34.
- 7) Квинт В. Глобальный формирующийся рынок - влияние на стратегию России и стратегическое развитие российских компаний / В. Квинт // Управление эффективностью и результативностью №3(72). – 2012. – с. 50-61.
- 8) Львова, Н. А., Дарушин И. А. Институты и инструменты формирующегося финансового рынка / Н. А. Львова, И. А. Дарушин // Финансы и кредит, 2019, Т. 25. № 2. – с. 253-255.
- 9) Львова Н. А. К вопросу о детерминантах финансового здоровья публичных компаний в странах с формирующимся рынком / Н. А. Львова // Проблемы современной экономики, 2019. № 4(72). – с. 98-105
- 10) Львова Н. А. Концепция сравнительной оценки финансовых систем / Н. А. Львова // Актуальные проблемы экономики. - 2016. № 6. – с. 308-316.
- 11) Марковская Е. И., Аношкина Е. С. Анализ влияния прямых иностранных инвестиций на экономический рост в развитых и развивающихся странах / Е. И. Марковская, Е. С. Аношкина // Научно-технические ведомости Санкт-Петербургского государственного политехнического университета. Экономические науки. – 2016. – с. 21-30.
- 12) Новые подходы к глобальному финансовому регулированию / ред. Л.С. Худякова. – М.: ИМЭМО РАН, 2015. – 163 с.
- 13) Петров М. В. Мировая финансовая система: долгий путь к многополярности / М. В. Петров // Финансовый журнал / Financial Journal №2. – 2018 – с. 47-57
- 14) Полякова, О. А. О финансовой системе и ее составе / О. А. Полякова // Финансы и кредит. - 2011. - № 3. - с. 35-42.
- 15) Рубцов, Б. Б. Эволюция институтов финансового рынка и развитие экономики / Б. Б. Рубцов // Финансовые институты и экономическое развитие. - М.: ИМЭМО РАН, 2006. – 64 с.
- 16) Финансовая система Китая: учебник / В. В. Иванов [и др.] ; под ред. : В. В. Иванов, Н. В. Покровская. – М.: Проспект, 2018. – 352 с.
- 17) Финансовое право: учебник / В. А. Лебедев // доклад Бумажные деньги. Сост.: Ялбулганов А.А.; Науч. ред.: Козырин А.Н. - М.: Статут, 2000. – 461 с.
- 18) Финансовые стратегии модернизации экономики: мировая практика / ред. Я. М. Миркин. – М.: Магистр. - 2014. - 496 с.
- 19) Финансы: учебник / Г. Б. Поляк [и др.]; под ред. Г. Б. Полякова. – 3-е изд., - М.: ЮНИТИ-ДАНА. - 2007. - 703 с.
- 20) Финансы: учебник / С. А. Белозеров, Г. М. Бродский, С. Г. Горбушина [и др.]; под ред. В. В. Ковалева. - 3-е изд., - М.: Проспект, 2010. - 928 с.
- 21) Шевченко Л. М. Классификация национальных финансовых систем / Л. М. Шевченко // Вестник Саратовского государственного социально-экономического университета. - 2013. - № 3. - с. 108-111.

- 22) Шевченко Л.М. Содержание и проблемы устойчивости национальной финансовой системы / Л. М. Шевченко // Финансы и кредит. - 2012. - № 24. – с. 29-34.
- 23) Шевченко, Л. М. Дискуссионные вопросы состава и структуры современной финансовой системы / Л. М. Шевченко // Вестник Саратовского государственного социально-экономического университета. - 2012. - № 1(40). - с. 150-153.
- 24) Шмиголь, Н. С. Современные представления о финансовой системе в экономической литературе / Н. С. Шмиголь // Финансы и кредит. - 2010. - № 43 (427). - с. 53-62.
- 25) Якунина А.В. Финансовая стабильность: теоретический анализ / А. В. Акунина // Вестник СГСЭУ. - 2012. - № 1. - с. 153-155
- 26) Aktan C., Sahin E., Kucukkaplan I. Testing the Information Efficiency in Emerging Markets / C. Aktan, E. Sahin, I. Kucukkaplan // Financial Management from an Emerging Market Perspective, 2017. – p. 49-67.
- 27) Benchmarking Financial Systems around the World / Martin Čihák [et al.] // Policy Research Working Paper 6175, 2012. – 58 p.
- 28) FTSE Country Classification Process, v1.4.- 2019 – 12 p. URL: https://research.ftserussell.com/products/downloads/FTSE_Equity_Country_Classification_Paper.pdf?_ga=2.229337625.466944251.1567590763-1322844717.1560784229 (дата обращения 23.03.2020)
- 29) International Monetary Fund Financial Development Index Database. URL: <http://data.imf.org/?sk=F8032E80-B36C-43B1-AC26-493C5B1CD33B> (дата обращения 12.03.2020)
- 30) Levine R. Financial Development and economic Growth: Views and Agenda. / R. Levine // Journal of Economic Literature, Vol. 35, № 2 (1997), p. 688-726.
- 31) MSCI Market Classification Framework, 2019. – 6 p. URL: https://www.msci.com/documents/1296102/1330218/MSCI_Global_Market_Framework_2019.pdf/57f021bc-a41b-f6a6-c482-8d4881b759bf (дата обращения 15.05.2020)
- 32) Rethinking financial deepening: stability and growth on emerging markets. IMF Staff Discussion Note / Sahay R. [et al.], 2015. – 41 p.
- 33) Svirydzenka K. Introducing a New Broad-based Index of Financial Development / K. Svirydzenka // IMF Working Paper № WP/16/5. - 2016. – 43 p.
- 34) Solans E. D. Why does the structure of the financial system matter? – 2012. – 53 p. URL: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2003/html/sp030613.en.html> (дата обращения: 12.04.2020)
- 35) Steinberg K., Bruno G. Stalled Recovery: In Search of Growth / Steinberg K., Bruno G. Stalled Recovery // The Financial Index Development Index 2012/ - p. 36-38. URL: http://www3.weforum.org/docs/WEF_FinancialDevelopmentReport_2012.pdf (дата обращения: 23.03.2020)
- 36) S&P Dow Jones Indices' Annual Country Classification Consultation, 2019. - 14 p. URL: <http://2019spdji-country-classifications-results> (дата обращения 12.05.2020)
- 37) The Financial Development Report, 2012. URL: http://www3.weforum.org/docs/WEF_FinancialDevelopmentReport_2012.pdf (дата обращения 12.04.2020)
- 38) The World Bank. DataBank / Global Financial Development, 2019. URL: <http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=global-financial-development> (дата обращения: 04.04.2020)
- 39) Worldatlas. Highest Stock Turnover ratios By Country, 2017 - URL: <https://www.worldatlas.com/articles/highest-stock-turnover-ratios-by-country.html> (дата обращения 06.03.2020)
- 40) World Bank glossary, 2016. URL: www.worldbank.org/en/publication/gfdr/gfdr-2016/background/financial-development (дата обращения 12.04.2020)

ПРИЛОЖЕНИЯ

Приложение 1

- 1.1. Динамика стран по относительному объему (капитализации) рынка акций в общем объеме ВВП (показатель глубины финансового рынка), %

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Египет	27,83	19,18	20,59	21,00	18,62	12,61	13,79
Индия	70,90	58,82	62,23	65,84	70,77	67,07	74,63
Индонезия	42,73	43,19	40,38	40,23	42,08	41,81	46,57
Китай	51,08	42,21	40,43	47,91	64,10	67,60	65,50
Колумбия	62,52	63,64	59,90	44,45	33,17	32,39	37,04
ОАЭ	31,99	26,00	37,82	50,76	58,78	59,38	60,16
Перу	55,07	48,93	45,27	39,01	33,61	34,96	43,70
Россия	43,87	35,63	34,39	25,14	23,63	38,17	42,61
Филиппины	74,03	79,92	81,85	82,90	84,36	76,59	82,14
Чили	125,56	109,03	102,70	89,43	81,09	79,60	93,11

- 1.2. Динамика стран по относительному объему банковских кредитов частному сектору в общем объеме ВВП (показатель глубины финансового института), %

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Египет	31,15	27,39	26,22	25,61	26,32	34,13	28,52
Индия	51,29	51,89	52,39	51,88	51,87	49,19	48,78
Индонезия	30,08	33,43	36,06	36,42	39,12	39,40	38,74
Китай	123,10	128,92	134,32	140,74	153,23	157,57	157,02
Колумбия	44,85	48,80	49,78	52,26	46,91	47,05	49,82
ОАЭ	63,61	60,52	60,03	64,78	79,08	87,60	82,40
Перу	27,14	34,04	37,72	40,86	43,88	42,81	42,47
Россия	41,58	43,88	47,93	56,03	57,33	52,86	77,90
Филиппины	31,87	33,41	35,86	39,18	41,77	44,72	47,77
Чили	101,29	104,29	105,71	108,58	109,25	110,64	112,35

Сост. по: The World Bank. DataBank / Global Financial Development. URL:
<http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=global-financial-development> (дата обращения
04.04.2020)

Приложение 2

2.1. Динамика стран по капитализации компаний, не входящих по размеру в топ-10
(показатель доступности финансового рынка), %

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Египет	53,76	51,97	49,92	53,63	54,91	48,96	53,53
Индия	68,90	72,08	69,03	72,32	73,58	74,54	76,00
Индонезия	55,71	56,27	56,63	54,76	51,30	52,49	52,00
Китай	74,69	75,55	78,57	79,76	84,89	80,74	91,03
Колумбия	20,90	18,18	22,20	26,08	29,03	28,46	25,00
ОАЭ	22,43	29,51	29,90	19,05	21,01	26,34	25,30
Перу	38,40	41,07	29,01	42,66	42,00	44,08	36,00
Россия	37,92	38,38	37,68	38,87	39,48	40,27	37,00
Филиппины	58,81	57,98	62,33	60,33	57,60	59,23	56,00
Чили	54,97	56,15	54,27	54,89	54,11	55,68	55,00

2.2. Динамика стран по количеству банковских отделений на 100 000 человек (старше 15 лет) (показатель доступности финансового института), %

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Египет	4,58	4,54	4,55	4,55	4,60	4,73	4,85
Индия	10,51	11,18	11,85	12,87	13,54	14,06	14,72
Индонезия	14,74	16,93	17,71	17,92	17,74	17,36	16,85
Китай	7,57	7,69	7,78	8,01	8,49	8,78	8,78
Колумбия	14,61	14,93	15,57	15,58	16,15	15,92	15,36
ОАЭ	12,06	12,29	12,64	12,91	12,89	12,42	11,29
Перу	7,12	7,75	7,92	8,24	8,37	8,18	7,72
Россия	36,71	38,22	38,50	37,02	32,91	30,13	29,22
Филиппины	7,67	7,95	8,26	8,64	8,79	8,87	9,05
Чили	17,35	17,27	17,10	16,87	16,14	15,77	14,85

Сост. по: The World Bank. DataBank / Global Financial Development. URL:
<http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=global-financial-development> (дата обращения
04.04.2020)

Приложение 3

3.1. Динамика стран по коэффициенту оборачиваемости рынка акций (показатель эффективности финансового рынка), %

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Египет	24,20	31,90	21,43	41,22	23,83	24,02	44,45
Индия	49,94	57,30	46,55	54,43	51,86	52,20	59,91
Индонезия	27,65	23,19	26,83	25,32	20,72	23,21	19,56
Китай	173,01	139,58	198,90	239,15	556,91	242,27	215,90
Колумбия	12,41	13,66	8,92	10,16	11,90	14,54	11,32
ОАЭ	13,37	18,43	45,12	69,96	26,90	22,90	18,70
Перу	5,47	5,60	3,48	4,12	2,27	4,02	6,15
Россия	61,58	43,22	29,81	30,88	36,40	28,51	21,64
Филиппины	16,49	17,85	20,04	17,89	15,55	15,35	13,12
Чили	16,19	15,96	14,42	11,64	9,95	12,03	14,73

1.2. Динамика стран по чистой процентной марже (показатель эффективности финансового института), %

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Египет	2,63	3,70	3,86	3,77	4,13	3,68	3,71
Индия	3,35	3,07	3,01	2,85	2,90	2,84	3,01
Индонезия	6,24	5,84	5,23	5,68	5,70	6,39	6,03
Китай	3,18	2,68	2,98	2,84	4,07	2,29	2,30
Колумбия	5,86	6,11	5,78	7,57	3,88	5,58	7,88
ОАЭ	3,25	3,24	3,35	3,33	3,38	2,87	2,51
Перу	5,93	6,80	5,89	5,76	5,34	8,27	7,29
Россия	4,18	4,02	4,10	4,25	1,45	4,11	6,15
Филиппины	3,72	3,50	3,24	3,44	3,31	3,31	4,06
Чили	3,88	4,01	3,68	3,94	3,51	3,62	3,59

Сост. по: The World Bank. DataBank / Global Financial Development. URL:
<http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=global-financial-development> (дата обращения
04.04.2020)

Приложение 4

4.1. Динамика стран по волатильности рынка акций (показатель стабильности
финансового рынка)³⁰

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Египет	27,06	28,50	27,10	22,08	21,79	25,86	23,45
Индия	17,94	19,54	15,81	16,23	14,72	16,23	12,76
Индонезия	20,74	21,24	17,18	19,62	14,63	16,52	13,08
Китай	22,10	18,88	18,25	17,31	26,53	36,39	17,79
Колумбия	16,54	18,41	15,10	12,92	16,67	18,26	12,79
ОАЭ	12,45	9,29	9,99	15,44	20,10	18,36	14,32
Перу	25,46	27,67	16,05	16,42	13,96	15,37	15,61
Россия	24,45	25,96	19,75	19,81	22,48	19,24	14,93
Филиппины	17,36	17,82	18,03	20,32	13,37	16,99	16,23
Чили	15,22	19,16	12,51	14,06	11,32	11,86	10,32

4.2. Динамика стран по банковским Z-счетам (показатель стабильности финансового
института), %

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Египет	16,89	19,20	20,01	20,67	20,57	19,08	20,84
Индия	16,98	17,12	17,26	16,54	16,46	17,56	15,96
Индонезия	5,16	5,27	5,33	5,44	5,73	6,18	6,23
Китай	18,58	19,44	19,84	20,51	23,00	21,19	22,93
Колумбия	5,65	5,70	5,79	6,23	7,40	7,82	6,06
ОАЭ	25,54	26,11	26,31	26,35	27,96	26,74	26,56
Перу	16,58	16,22	15,49	15,79	15,55	17,67	17,54
Россия	7,61	6,96	6,97	6,46	5,65	5,92	6,97
Филиппины	19,17	20,71	17,54	17,56	18,14	18,03	17,74
Чили	6,80	6,95	7,06	7,08	6,43	6,91	7,12

Сост. по: The World Bank. DataBank / Global Financial Development. URL:
<http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=global-financial-development> (дата обращения
04.04.2020)

³⁰ Величина, равная среднему стандартному отклонению национального фондового индекса (оценка проводится за «деловой» год, продолжительность которого принимается за 360 дней).

Приложение 5

5.1. Динамика стран по значениям индекса развития финансовых рынков

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Египет	0,27	0,26	0,24	0,29	0,24	0,29	0,27
Индия	0,45	0,42	0,41	0,43	0,44	0,43	0,45
Индонезия	0,28	0,27	0,28	0,28	0,28	0,29	0,29
Китай	0,58	0,60	0,60	0,65	0,65	0,67	0,64
Колумбия	0,31	0,32	0,30	0,30	0,29	0,31	0,30
ОАЭ	0,41	0,45	0,56	0,69	0,54	0,53	0,52
Перу	0,25	0,26	0,27	0,25	0,23	0,24	0,28
Россия	0,54	0,44	0,41	0,39	0,38	0,40	0,37
Филиппины	0,36	0,38	0,37	0,38	0,37	0,36	0,38
Чили	0,40	0,40	0,41	0,37	0,34	0,34	0,39

5.2. Динамика стран по значениям индекса развития финансовых институтов

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Египет	0,31	0,31	0,31	0,31	0,32	0,32	0,33
Индия	0,36	0,36	0,36	0,38	0,38	0,39	0,39
Индонезия	0,34	0,39	0,42	0,43	0,44	0,43	0,44
Китай	0,49	0,51	0,52	0,54	0,60	0,62	0,63
Колумбия	0,35	0,40	0,42	0,43	0,46	0,44	0,45
ОАЭ	0,43	0,44	0,44	0,45	0,46	0,45	0,45
Перу	0,33	0,35	0,37	0,41	0,52	0,51	0,51
Россия	0,53	0,54	0,54	0,54	0,52	0,62	0,58
Филиппины	0,34	0,35	0,37	0,37	0,38	0,39	0,40
Чили	0,64	0,58	0,59	0,62	0,59	0,60	0,60

5.3. Динамика стран по значениям общего индекса финансового развития

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Египет	0,29	0,29	0,27	0,30	0,28	0,31	0,30
Индия	0,41	0,39	0,39	0,41	0,41	0,41	0,42
Индонезия	0,32	0,33	0,35	0,36	0,36	0,37	0,37
Китай	0,54	0,56	0,57	0,60	0,63	0,65	0,64
Колумбия	0,33	0,36	0,36	0,37	0,38	0,38	0,38
ОАЭ	0,43	0,45	0,51	0,57	0,51	0,50	0,49
Перу	0,29	0,31	0,32	0,33	0,38	0,38	0,40
Россия	0,54	0,49	0,48	0,47	0,46	0,52	0,48
Филиппины	0,35	0,37	0,37	0,38	0,38	0,38	0,39
Чили	0,53	0,49	0,51	0,50	0,47	0,47	0,50

Сост. по: International Monetary Fund Financial Development Index Database URL:

<http://data.imf.org/?sk=F8032E80-B36C-43B1-AC26-493C5B1CD33B> (дата обращения 04.04.2020)