

**САНКТ-ПЕТЕРБУРГСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ УНИВЕРСИТЕТ**

*Исмоилов Гайратбек Нуридин угли*

**Выпускная квалификационная работа**

*Развитие финансовой системы в Российской Федерации*

Уровень образования: подготовка кадров высшей квалификации

Направление *38.06.01 Экономика*

Основная образовательная программа *МК.3026.\**

*«Экономика»*

Научный руководитель:

Львова Надежда Алексеевна,

д. э. н., профессор кафедры теории кредита

и финансового менеджмента

Рецензент:

Татаринцева Светлана Геннадьевна,

к.э.н., доцент кафедры бухгалтерского учета и

аудита, ФГБОУ ВО «Петербургский

государственный университет путей

сообщения Императора Александра I»

Санкт-Петербург

2023

## ОГЛАВЛЕНИЕ

<b>ВВЕДЕНИЕ.....</b>	<b>3</b>
<b>ГЛАВА 1. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ПРЕДСТАВЛЕНИЯ О СОДЕРЖАНИИ И ЗНАЧИМОСТИ ФИНАНСОВОЙ СИСТЕМЫ .....</b>	<b>9</b>
1.1 Сущность и значение финансовой системы в экономике.....	9
1.2 Функции финансовой системы в контексте экономического роста .....	18
1.3 Типы финансовых систем и индикаторы их развития .....	32
<b>ГЛАВА 2. ОСОБЕННОСТИ РОССИЙСКОЙ ФИНАНСОВОЙ СИСТЕМЫ И ПОДХОДЫ К ОЦЕНКЕ ЕЕ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ЗНАЧИМОСТИ.....</b>	<b>45</b>
2.1 Становление и развитие финансовой системы РФ .....	45
2.2 Методические альтернативы в оценке роли финансовой системы в обеспечении экономического роста Российской Федерации .....	56
<b>ГЛАВА 3. ТРАНСФОРМАЦИЯ ФИНАНСОВОЙ СИСТЕМЫ РОССИИ В УСЛОВИЯХ НОВЫХ ВЫЗОВОВ.....</b>	<b>68</b>
3.1 Переформатирование банковской системы РФ .....	69
3.2 Цифровизация и развитие платежной инфраструктуры .....	78
3.3 Финансовый рынок как драйвер структурной трансформации экономики .....	89
<b>ЗАКЛЮЧЕНИЕ .....</b>	<b>105</b>
<b>СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ .....</b>	<b>108</b>

## ВВЕДЕНИЕ

### *Актуальность темы исследования*

Финансы играют ключевую роль в развитии любой экономики. Состояние и рост различных секторов экономики сбалансированы через национальную финансовую систему, которая включает в себя финансы публичные, организаций, домохозяйств. Национальная финансовая система обеспечивает способы перемещения экономических ресурсов во времени и в пространстве. Для оптимизации этого перемещения финансовая система формирует соответствующие инструменты и способы. Зрелость финансовой системы влияет на эффективность экономики в целом. Национальные экономики со слабой финансовой системой, в том числе с неразвитым финансовым рынком, уступают в конкурентоспособности и потенциале роста странам с эффективным и сильным финансовым сектором.

Поэтому вопрос о взаимосвязи между финансовым сектором и ростом национальной экономики всегда занимал одно из центральных мест в экономических исследованиях. В последние десятилетия интерес к изучению этого вопроса существенно возрос, что обусловлено масштабными финансово-экономическими потрясениями, обострившими потребность в переосмыслении места и значения финансов в современном мире. В Российской Федерации актуальность данной проблемы связана, кроме того, со спецификой становления финансового сектора в условиях развития рыночных отношений, выражающейся в его относительном обособлении от реального сектора, а в новой ситуации еще и с учетом активизации таких факторов, как усиление геополитической напряженности и трансформация российской экономики в условиях внешних санкционных ограничений.

В XXI веке, несмотря на нестабильность мировой экономики, периодические финансово-экономические кризисы и негативное влияние пандемии коронавируса COVID-2019, Россия – страна, входящая в группе стран с развивающимися рынками, могла нарастить свой экономический потенциал, добилась значительных экономических успехов. В этом ключевую роль играла её финансовая система, которая воплощает в себе многие компоненты, присущие эффективным финансовым системам, в том числе:

- 1) «здоровое» состояние государственных финансов и разумная политика по управлению государственным долгом;
- 2) стабильность денежного обращения;
- 3) коммерческие банки, некоторые из которых обеспечивают сделки внутри страны, а другие имеют ориентацию на обслуживание внешнеторговых потоков;
- 4) центральный банк, эффективно управляющий внутренними финансами и защищающий интересы государства в международных экономических отношениях;

5) эффективно функционирующий рынок ценных бумаг.

Однако стоит отметить, что российская финансовая система все ещё находится в процессе реформирования и имеет составляющие, нуждающиеся в совершенствовании. Более того в последние годы финансовая система России оказалась в сложных и непредсказуемых обстоятельствах на фоне усиления военных-политических флуктуаций. Беспрецедентные односторонние антироссийские санкции, введенные «недружественными странами»<sup>1</sup> оказали прямое влияние на функционирование российской финансовой системы. Следовательно, предполагается необходимость пересмотра действующих ранее правил и норм работы отдельных элементов финансовой системы России, а также определения основных направлений дальнейшего формирования, трансформирующих российскую финансовую систему на новую траекторию развития, которая позволит ей эффективно функционировать при жёстких внешних ограничениях.

#### ***Степень изученности научной проблемы***

В экономической науке вопрос об эффективном функционировании национальной финансовой системы для роста экономики страны является одним из наиболее дискуссионных. Давно идут дебаты относительно того, рыночное или банковское посредничество более эффективно при обеспечении финансовых услуг, то есть об относительных преимуществах и недостатках банковских (как в Германии и Японии) и рыночных (как в Англии и США) финансовых систем.

Для экономической политики исследования, посвящённые анализу роли финансовой системы в экономике и механизмы её воздействия на экономический рост, имеют большое значение. Так как результаты подобных исследований могут помочь при определении возможных действий правительства для увеличения темпов экономического роста через развитие национальной финансовой системы.

Необходимо подчеркнуть, что эта тема характеризуется многоаспектностью. При оценке разработанности проблемы следует учитывать не только научные труды, прямо относящиеся к заявленной теме, но и исследования, связанные с разработкой методологических и теоретических аспектов смежных проблем. Предметом научного интереса в сфере экономики является категория «финансовая система». Теоретические взгляды на ее сущность отражены в трудах Л. Алена и Д. Гейла, З. Боди и Р. Мертона, Р. Голдсмита, Р. Левайна, П. Самуэльсона, Й.

---

<sup>1</sup> Недружественные страны – иностранные государства и территории, которые, по мнению российских властей, совершают в отношении РФ, российских юридических и физических лиц недружественные действия. 5 марта 2022 года Правительство РФ в своём распоряжении № 430-р утвердило список недружественных стран. В него вошли Украина, США, страны ЕС, Канада, Великобритания, Швейцария, Япония, Австралия, Южная Корея и другие, всего около 50 стран.

Шумпетера и др.; российских авторов А. З. Дадашева и Д. Г. Черника, В. В. Иванова, Г. В. Комаровой, К. В. Криничанского, Н. А. Львовой, Я. М. Миркина и др.

Существует значительное количество работ, в которых затрагивалась проблема взаимосвязи финансовой системы и экономического роста. В частности, этот вопрос обсуждается в работах таких авторов как Т. Бек, Р. Бенсивенга, Е. Берглоф, А. Демиргуч-Кунт, Р. Кинг, Р. Левайн, Х. Т. Патрик, А. Попов, Р. Сахай, Й. Шумпетер, О. Е. Эргунгор, а также К. Криничанский, Н. А. Львова, М. Мамонов, В. В. Метельская, Я. М. Миркин, А. В. Новиков, Я. В. Сергиенко, М. И. Столбов, Г. Трофимов и другие.

Вместе с тем следует отметить, что большинство исследований посвящено лишь отдельным аспектам темы: проблемам фондового рынка; общему теоретическому анализу влияния структуры финансовой системы на экономический рост. Все названные направления анализа полно раскрывают проблемы своего исследования, но не дают целостной картины влияния финансовой системы на экономический рост. Кроме того, важным моментом является применение теоретических и методологических подходов к конкретной экономике, например к экономике России.

В настоящее время особый интерес вызывают определения и условия достижения финансовой стабильности. Большой вклад в изучение проблемы финансовой стабильности с позиции макросистемного подхода внесли такие авторы, как В. Аллен, С. Борио, Г. Вуд, С. Гурусамми, Ф. Дэвис, О. Иссинг, А. Крокетт, Дж. Лагер, Ф. Мишкин, Э. Розенгрэн, М. Фут, Э. Холден, Г. Шинази. Дискуссионные вопросы оценки финансовой стабильности поднимаются в работах многих российских авторов – Л. Т. Гиляровой, С. М. Дробышевского, А. В. Ендовицкой, Е. А. Ермолаева, Ю. А. Завьялова, И. Г. Кормилицыной, Н. А. Львовой, М. В. Романовского, Н. А. Станик и других.

### ***Цель и задачи исследования***

Целью выпускной квалификационной работы является исследование особенностей и определение перспективных направлений дальнейшего развития финансовой системы Российской Федерации как драйвера экономического роста в условиях санкционных ограничений.

Для выполнения поставленной цели были сформулированы следующие основные задачи:

- систематизировать основные теоретико-методические подходы к исследованию сущности и структуры национальной финансовой системы;
- охарактеризовать функции, выполняемые финансовой системой в контексте проблемы обеспечения экономического роста;

- раскрыть специфику современной финансовой системы России;
- обобщить и классифицировать методические подходы, анализирующие влияние финансовой системы на экономический рост в аспекте рассматриваемой проблематики и методологии;
- выявить приоритеты дальнейшего развития финансовой системы России, стимулирующие новую модель экономического роста в условиях антироссийских санкций.

#### ***Объект и предмет исследования***

Объектом данного исследования является финансовая система Российской Федерации.

Предметом исследования – методические подходы к исследованию и оценке развития финансовой системы России.

#### ***Теоретическая и методологическая основа для исследования***

Теоретическую и методологическую базу исследования составили классические и современные работы российских и зарубежных авторов, публикации в периодических и специализированных изданиях, материалы научно-практических конференций и семинаров, посвященных теме влияния финансовой системы на экономический рост.

Методологической основой работы выступают общенаучные методы и приемы: научная абстракция, анализ и синтез, дедукция и индукция, сочетание исторического и логического, статистический, неоклассический и институциональный анализ. Также использованы специальные для предметной области методы исследования, в том числе системный анализ, качественный и количественный анализ, статистические методы обработки финансовой информации (сравнение, группировка, расчет относительных и средних величин, разработка таблиц, графический метод, расчет индексов).

#### ***Информационная база исследования***

Информационной базой исследования послужили статистические и аналитические сведения Федеральной службы государственной статистики Российской Федерации, Центрального банка РФ, Министерства финансов РФ, Московской биржи и др., а также информационно-аналитические материалы международных институтов, включая Всемирный банк, Всемирный экономический форум, Международный валютный фонд и др.

***Научная новизна исследования*** состоит в теоретическом и методическом обосновании перспективных направлений развития финансовой системы Российской Федерации в контексте проблемы обеспечения экономического роста в условиях санкционных ограничений.

Наиболее значимые результаты исследования, обладающие научной новизной, состоят в следующем:

1. Систематизированы теоретико-методические подходы к трактовке сущности и структуры национальной финансовой системы, доминирующие в современных представлениях о финансовом развитии, в том числе функциональный, материальный, институциональный, смешанный.

2. Выявлены и охарактеризованы функции, выполняемые финансовой системой в контексте проблемы обеспечения экономического роста, включая функции диверсификации риска, размещения ресурсов, усиления корпоративного контроля, мобилизации сбережений, обеспечения трансакций в экономике.

3. Раскрыта специфика, и обоснован потенциал элементов российской финансовой системы в обеспечении экономического роста.

4. Обобщены и классифицированы методические подходы к оценке влияния финансового развития на экономический рост в зависимости от качества функций, выполняемых финансовой системой.

5. Определены и предложены направления дальнейшего развития финансовой системы России, стимулирующие новую модель экономического роста в условиях антироссийских санкций.

***Теоретическая значимость исследования*** заключается в уточнении и дополнении научных представлений о сущности и функциях национальной финансовой системы в контексте проблемы обеспечения экономического роста; содержании и видах моделей оценки влияния финансовой системы на экономический рост; особенностях и перспективах развития финансовой системы Российской Федерации.

***Практическая значимость результатов и выводов*** исследования обусловлена возможностью использования предложенных рекомендаций в процессе разработки основных направлений развития элементов финансовой системы Российской Федерации в целях обеспечения экономической стабильности и стимулирования экономического роста, а также в прикладных и фундаментальных исследованиях, связанных с развитием национальной экономики, обеспечением экономической безопасности и регулированием финансов.

#### ***Апробация результатов исследования***

Основные положения исследования на различных этапах работы представлялись, обсуждались и получали положительную оценку на международных и всероссийских научно-практических конференциях. В их числе: 44-е заседание Международной научной школы-семинара имени академика С. С. Шаталина «Системное моделирование социально-экономических систем» (г. Воронеж, Воронежский государственный университет, 2021 г.); Всероссийская научная конференция молодых учёных «Наука. Технологии. Инновации» (г. Новосибирск, Новосибирский государственный технический университет, 2021 г.); VI

Международный экономический симпозиум, Международная конференция молодых учёных-экономистов «Развитие современной экономики России» (г. Санкт-Петербург, Санкт-Петербургский государственный университет, 2022 г.); 45-е заседание Международной научной школы-семинара имени академика С. С. Шаталина «Системное моделирование социально-экономических систем» (д. Красновидово, Можайский район Московской области, 2022 г.); VII Международный экономический симпозиум, Международная конференция молодых учёных-экономистов «Развитие современной экономики России» (г. Санкт-Петербург, Санкт-Петербургский государственный университет, 2023 г.).

### ***Публикации результатов исследования***

По основным положениям и значимым результатам исследования соискателем опубликовано 6 научных работ в рецензируемых научных журналах и изданиях общим объемом 2,3 печатных листов. Из них 1 научная статья – в издании, входящем в перечень ВАК, ядро РИНЦ, Scopus, 5 научных статей – в изданиях, индексируемых в РИНЦ.

### ***Структура работы***

Общий объем работы составляет страниц компьютерного текста. Структура работы обусловлено целью и задачами исследования и включает титульный лист, оглавление, введение, три главы, заключение, список литературы, состоящий из источников.

Во введении обоснована актуальность выбранной темы, определена степень разработанности проблемы, сформулированы цель и основные задачи, объект и предмет исследования, раскрыты научная новизна, теоретическая и практическая значимость полученных результатов.

Первая глава работы посвящена теоретико-методическому представлению содержания и значимости национальной финансовой системы в экономике. В ней определяются сущность и значение финансовой системы, функции, выполняемые ей в контексте обеспечения экономического роста, а также характеризуются типы финансовых систем, их преимущества и недостатки.

Во второй главе раскрыта специфика финансовой системы современной экономики России. Кроме этого, систематизированы модели, анализирующие влияние финансовой системы на экономический рост в аспекте рассматриваемой проблематики и методологии.

В третьей главе изучаются влияния антироссийских санкций на финансовую систему России. Формулируются основные направления предстоящих совершенствований, трансформирующих российскую финансовую систему на новую траекторию развития, которая позволит ей эффективно выполнять свои функции в условиях жёстких внешних ограничений.

В заключении отражены основные положения и выводы работы.



## ГЛАВА 1. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ПРЕДСТАВЛЕНИЯ О СОДЕРЖАНИИ И ЗНАЧИМОСТИ ФИНАНСОВОЙ СИСТЕМЫ

### 1.1 Сущность и значение финансовой системы в экономике

Сегодня российская экономика находится перед целым рядом непростых внешних и внутренних вызовов: сильнейшее внешнее давление, нарастающая геополитическая напряжённость и геэкономическая нестабильность, антироссийская истерия в целом ряде стран мира, тяжёлое наследие развития прошлых лет. Вопрос обеспечения устойчивого социально-экономического развития и экономического роста в Российской Федерации (далее – РФ) приобрёл особую остроту.

Официальные статистические показатели за последние 8 лет, не включая 2022 г. (2014–2021 гг.), свидетельствуют о том, что российская экономика за этот период выросла на 3,3%, а мировая на более 20%<sup>2</sup> – значительное отставание в экономическом росте от мирового уровня. Только для того, чтобы экономика России преодолела это отставание, потребуется обеспечить за ближайшие 10 лет дополнительный среднегодовой прирост валового внутреннего продукта (далее – ВВП) более, чем на 2 процентных пункта, а для того, чтобы вернуть докризисную (2014 г.) долю России в мировой экономике, за этот период нужно расти экономике РФ средним темпом не менее 5%.

Какие пути достижения этого – восстановления экономики и всеобъемлющего экономического роста? Следует отметить, что экономический рост представляет собой достаточно сложное явление и на него влияет огромное количество факторов, одним из которых является национальная финансовая система, призванная выполнять свою основную функцию по распределению финансовых ресурсов между всеми агентами экономики. Функциональное наполнение финансов реализуется именно через национальную финансовую систему. Соответственно эффективность выполнения своих функций национальной финансовой системой напрямую влияет на темпы экономического роста и на его стабильности.

Неслучайно характерной чертой последних десятилетий стало возрастание финансоемкого характера экономического роста. Для обозначения этого процесса используются разные термины – «финансономика», «финансизм», «финансизация» мировой экономики. Он проявляется как в увеличении сложности и общих масштабов современных финансовых систем, дифференциации финансовых услуг, так и в усилении зависимости реального сектора экономики от состояния финансовой системы. Это предполагает четкое

---

<sup>2</sup> Международный валютный фонд. Режим доступа: <https://www.imf.org/>

понимание того, какие факторы определяют развитие финансовой системы, какие ее характеристики отвечают потребностям экономического роста.

Однако методологические принципы исследования финансовой системы остаются недостаточно сформированными. Логичным результатом этого является противоречивость теоретических обобщений развития финансовой системы, фрагментированность и непоследовательность в трактовке процессов и механизмов ее развития и, как следствие, несоответствие существующих теоретических моделей реалиям развития национальных финансовых систем. Это указывает на необходимость расширения рамок традиционного анализа финансовых систем за счет новых концептуальных подходов.

Необходимо определиться с категорией «финансовая система». Она является довольно распространенной и упоминается в нормативных правовых актах, научных и научно-прикладных исследованиях, судебных решениях, средствах массовой информации РФ. При этом в различных источниках она употребляется по-разному, понимается в разных значениях, в ряде случаев разноплановых, противоречащих друг другу.

На нормативном уровне понимание финансовой системы РФ является неоднозначным. В положениях нормативных правовых актов России содержание и структура финансовой системы трактуются по-разному. При этом содержание соответствующей категории на дефинитивном уровне вообще не закреплено, в том числе непосредственно специализирующихся на вопросах регулирования финансовой системы, средств и способов ее стабилизации размыто между различными блоками существующих в обществе денежных отношений и отношений, связанными с ними. Нормативные правовые акты различного по юридической силе уровня в содержание финансовой системы государства закладывают и бюджеты, и внебюджетные фонды, и основы денежной эмиссии, и частных<sup>3</sup>.

В экономической литературе тоже сложились различные точки зрения по определению понятийного аппарата и состава национальной финансовой системы. На базе определенной формализации позиций ведущих научных школ и отдельных исследователей можно выделить четыре основных подхода:

- функциональный;
- материальный;
- институциональный;
- смешанный подходы.

*Функциональный* (или *экономический*) подход характеризует финансовую систему как совокупность сфер (или звеньев) в форме финансовых (денежных и иных) отношений,

---

<sup>3</sup> Комарова, Г. В. Финансовая система Российской Федерации как объект судебной защиты : монография / Г. В. Комарова. – М. : Проспект, 2015. – 168 с.

возникающих и развивающихся в связи с функционированием элементов финансовой системы. Таким подходом, в частности, руководствуется Международный Валютный Фонд, определяя финансовую систему как совокупность «институциональных единиц и рынков, которые взаимодействуют между собой, обычно сложным образом, в целях привлечения средств для инвестиций и обеспечения работы механизмов финансирования коммерческой деятельности, в том числе платежных систем»<sup>4</sup>.

Стоит отметить, что в российской научной литературе превалирует именно функциональное (экономическое) понимание сущностного содержания и построения финансовой системы. Так, К. В. Криничанский понятие национальной финансовой системы определяет как касающееся способов (путей, технологий), с помощью которых денежные ресурсы в стране переходят от одних владельцев к другим<sup>5</sup>. В. В. Иванов рассматривает финансовую систему как «форму организации распределения и перераспределения совокупного общественного продукта между всеми субъектами финансовых отношений»<sup>6</sup>. При этом всю совокупность отношений данный автор разделяет на две сферы централизованные и децентрализованные финансов, связанных между собой. Г. Б. Поляк констатирует, что «финансовая система представляет собой совокупность финансовых отношений, выступающих в виде взаимосвязанных и взаимодействующих категорий, звеньев, сфер, которые распределяют и используют фонды денежных средств хозяйствующих субъектов, домохозяйств, государства, а также специальных финансовых институтов»<sup>7</sup>.

Я. М. Миркин финансовую систему описывает как система финансовых посредников, обеспечивающих перераспределение и эффективное использование свободных финансовых ресурсов в хозяйстве на основе обращения к широкому спектру финансовых инструментов и различных рынков. Кроме того, данный автор отмечает, что финансовая система охватывает также регулятивную, информационно-техническую, кадровую и другую инфраструктуру, обеспечивающую ее стабильную жизнедеятельность<sup>8</sup>. Н. А. Львова и О. Е. Гордеева подтверждая использование понятия «финансовая система» в разных смыслах, констатируют, что в отечественной научной литературе она, как правило, определяется как форма организации

---

<sup>4</sup> IMF Financial statements 2017 [Электронный ресурс]. – International Monetary Fund. – 2017. – Режим доступа: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/quart/2017fy/043017.pdf> (дата обращения: 15.05.2023).

<sup>5</sup> Криничанский, К. В. Финансовые рынки и институты : монография / К. В. Криничанский. – Миасс : Издательство Геотур, 2014. – 183 с.

<sup>6</sup> Иванов, В. В. Реформирование институтов финансово-кредитных систем стран с формирующимися рынками: монография / В. В. Иванов, О. А. Золотарева [и др.]. – Пинск : ПолесГУ, 2017. – 140 с.

<sup>7</sup> Финансы: учебник для студентов вузов, обучающихся по экономическим специальностям, специальности «Финансы и кредит» / под ред. Г. Б. Поляка. 4-е изд., перераб. и доп. – М. : Юнити-Дана, 2015. – 27 с.

<sup>8</sup> Миркин, Я. М. Стратегия развития финансовой системы России: аналитический доклад / Я. М. Миркин [и др.]. – М. : Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, 2011. – 410 с.

денежных отношений между всеми субъектами воспроизводственного процесса по распределению и перераспределению совокупного общественного продукта<sup>9</sup>.

Функциональный подход к определению финансовой системы прослеживается в работах и других представителей финансовой науки РФ.

*Материальный подход* к определению финансовой системы, основан на вещественном понимании сущности финансов. Ещё в конце XIX века русские учёные писали о сущности финансов. Например, Ф. В. Мильгаузен определял финансы как вещественные ценности, выделяемые из общего (народного) имущества и передаваемые в руки правительства для достижения общих целей<sup>10</sup>. В. А. Лебедев также относил к финансам натуральные государственные доходы: «Все средства, которые государство может иметь для выполнения своих целей, – будут ли эти средства заключаться в личных услугах граждан, или в разных вещественных материалах, капиталах, денежных сборах и пр., – все они могут быть названы финансами»<sup>11</sup>. И. И. Янжул отмечал, что под финансами следует понимать совокупность материальных средств, необходимых для удовлетворения потребностей государства<sup>12</sup>.

Материальное значение сущности «финансов» подчеркивают также ряд другие российские учёные. Я. М. Миркин определяет, что материальными носителями финансовых отношений выступают финансовые ресурсы, использование которых осуществляется через специальные фонды<sup>8</sup>. А. З. Дадашев и Д. Г. Черник считают, что финансовую систему можно определить как совокупность финансовых ресурсов всех участников воспроизводства общественного продукта<sup>13</sup>. М. Ф. Ивлиева отмечает, что на современном этапе финансовая система государства представляет собой в материальном смысле совокупность фондов государственных денежных средств и денежных средств муниципальных образований. При этом она разграничивает понятия «финансовая система государства» и «финансовая система России», относя к последней наряду с государственными и муниципальными фондами денежные фонды иных форм собственности<sup>14</sup>. Таким образом, с учетом вышеприведенного материального понимания финансов, финансовую систему рассматривают также как совокупность фондов денежных средств.

---

<sup>9</sup> Гордеева, О. Е. Исламская финансовая система / О. Е. Гордеева, Н. А. Львова // Вестник Санкт-Петербургского университета. Серия 5: Экономика. – 2009. – № 3. – С. 124–133.

<sup>10</sup> Мильгаузен, Ф. В. Финансовое право: конспект лекций / Ф. В. Мильгаузен. – М. : Лит. Волкова, 1868. – 112 с.

<sup>11</sup> Лебедев, В. А. Финансовое право: учебник / В. А. Лебедев. – М. : Статут, 2000. – 461 с.

<sup>12</sup> Янжул, И. И. Основные начала финансовой науки. Учение о государственных доходах / И. И. Янжул. – 4-е изд. изм. и доп. – СПб. : Тип. Стасюлевича М. М., 1904. – 500 с.

<sup>13</sup> Дадашев, А. З. Финансовая система России: учеб. пособие / А. З. Дадашев, Д. Г. Черник. – М. : Инфра-М., 1997. – 248 с.

<sup>14</sup> Ивлиева, М. Ф. Значение категории «финансовая деятельность государства» в науке финансового права / М. Ф. Ивлиева // Федеральные и региональные аспекты финансового права: «Круглый стол», посвящ. 75-летию акад. Н. И. Химичевой: тезисы выступлений (2–3 окт. 2003 г.) / под ред. Е. В. Покачаловой. – Саратов : Изд-во ГОУ ВПО «Сарат. гос. акад. права». – 2004. – С. 14–16.

Итак, материальный подход предполагает структурирование финансовой системы с учетом фондового критерия. Поскольку финансы материализуются в виде фондов денежных средств, соответственно финансовая система может быть представлена как совокупность централизованных и децентрализованных денежных фондов, которые могут находиться в государственной, муниципальной или частной собственности. Наряду с этим можно выделить и иные классификационные критерии структурирования финансовой системы как совокупности денежных фондов. Так, с учетом интереса, который преследуется при образовании, распределении и использовании фонда, финансовая система может быть представлена как совокупность публичных и частных фондов.

*Институциональный подход* к структурированию финансовой системы основывается на включении в её состав институтов, осуществляющих финансовые операции и управление в данной сфере. Этот подход предполагает, что содержание финансовой системы сводится к финансовым механизмам и поддерживающей инфраструктуре. Например, в отчетах Всемирного банка финансовая система рассматривается как «система, включающая а) финансовые институты (банки, страховые компании и другие небанковские финансовые институты); б) финансовые рынки (рынки акций, облигаций и производных финансовых инструментов); в) финансовую инфраструктуру (в том числе, например, систему обмена кредитной информацией, платежно-расчетную систему)»<sup>15</sup>.

Хотелось бы отметить, что данный подход определения финансовой системы преобладает в зарубежной экономической литературе. К примеру, исследователь-экономист Р. Голдсмит определяет финансовую систему (используя термин *financial structure*) как совокупность финансовых инструментов, рынков и институтов<sup>16</sup>. А по утверждению З. Боди и Р. Мертона, финансовая система включает в себя рынки, посредников, фирмы, предоставляющие финансовые услуги, и другие институты, с помощью которых домохозяйства, частные компании и правительственные организации реализуют принимаемые ими финансовые решения<sup>17</sup>. По мнению Г. В. Крафт и И. П. Скобелковой, финансовая система представляет собой совокупность финансовых организаций (учреждений) и финансовых рынков, обеспечивающих с помощью различных финансовых инструментов формирование и использование денежных средств государства, организаций и населения<sup>18</sup>. В финансовой литературе встречается ещё толкование финансовой системы как совокупности хозяйствующих

---

<sup>15</sup> Global Financial Development Report 2019/2020: Bank Regulation and Supervision a Decade after the Global Financial Crisis [Электронный ресурс]. – The World Bank. – 2020. – Режим доступа: <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/32595> (дата обращения: 15.05.2023).

<sup>16</sup> Goldsmith, R. Financial structure and development / R. Goldsmith. – Yale University Press, New Haven, 1969. – 561 p.

<sup>17</sup> Боди, З. Финансы : учеб. пособие : пер. с англ. / З. Боди, Р. Мертон. – М. : Вильямс, 2000. – 592 с.

<sup>18</sup> Романовский, М. В. Финансы : учебник / под ред. М. В. Романовский, О. В. Врублевская, Б. М. Сабанти. – 2-е изд. перераб. и доп. – М. : Юрайт-Издат, 2006. – 462 с.

субъектов (финансовых учреждений), осуществляющих финансовое посредничество и вспомогательные виды деятельности<sup>19</sup>.

Таким образом, экономисты, придерживающиеся институционального подхода, к элементам финансовой системы прежде всего относят различные фирмы, функционирующие на финансовых рынках и оказывающие финансовые услуги.

В экономической литературе также часто встречаются определения финансовой системы, представляющие собой некий синтез приведенных ранее критериев к структурированию финансовой системы, то есть так называемый *смешанный подход*. Так, А. С. Нешиной относит к звеньям финансовой системы государственные и местные финансы, финансы хозяйствующих субъектов, страхование, кредитно-банковскую систему (которую определяет как совокупность банков и иных кредитных учреждений страны), а также систему государственных финансовых органов<sup>20</sup>. Т. Г. Ржевская в элементы финансовой системы включает государственные финансы, финансы хозяйствующих субъектов, государственные кредитные учреждения (в том числе Банк России), систему коммерческих банков, денежный рынок, фондовый рынок, внешний долг, государственные финансовые резервы, бюджетную политику<sup>21</sup>. Г. В. Комарова определяет финансовую систему государства как единый, целостный состав его элементов, взаимозависимый и взаимообусловленный комплекс финансовых институтов и соответствующих им правоотношений<sup>22</sup>.

М. В. Романовский, О. В. Врублевская и Б. М. Сабанти в своем определении считают, что финансовая система представляет собой совокупность финансовых организаций (учреждений) и финансовых рынков, обеспечивающих с помощью различных финансовых инструментов формирование и использование денежных средств государства, организаций, населения. По мнению этих авторов, финансовая система включает в себя три составляющие (см. рисунок 1.1).

---

<sup>19</sup> Сергиенко, Я. В. Финансы и реальный сектор / Я. В. Сергиенко. – М. : Финансы и статистика, 2004. – 384 с.

<sup>20</sup> Нешиной, А. С. Финансы : учебник / А. С. Нешиной. – 7-е изд., перераб. и доп. – М. : Дашков и К, 2007. – 512 с.

<sup>21</sup> Ржевская, Т. Г. Финансовая система и пропорциональность российского бюджета (теория и практика формирования бюджетных пропорций) : монография / Т. Г. Ржевская. – М. : Юнити-Дана : Закон и право, 2008. – 159 с.

<sup>22</sup> Комарова, Г. В. Финансовая система Российской Федерации как объект судебной защиты : монография / Г. В. Комарова. – М. : Проспект, 2015. – 168 с.



Рисунок 1.1 – Составляющие национальной финансовой системы<sup>23</sup>

Как известно, в общем виде под термином «система» понимается множество элементов, находящихся в отношениях и связях друг с другом и образующих конкретную целостность, единство<sup>24</sup>. При разнообразии взглядов различных исследователей на трактовку финансовой системы, на наш взгляд, следует исходить из того, что финансовая система представляет собой встроенный элемент экономической системы, обслуживающий субъекты экономики, обладающие избытком или недостатком денежных средств.

Таким образом, в целях исследования национальная финансовая система будет пониматься как состоящая из образующих ее структурных элементов – финансовых организаций, которые взаимосвязаны друг с другом, генерируя в процессе своей деятельности системообразующие отношения и различные формы взаимодействия по распределению и перераспределению финансовых ресурсов. К этим взаимодействиям относятся финансовые

<sup>23</sup> Составлено по: Романовский, М. В. Финансы : учебник / под ред. М. В. Романовский, О. В. Врублевская, Б. М. Сабанти. – 2-е изд. перераб. и доп. – М. : Юрайт-Издат, 2006. – 462 с.

<sup>24</sup> Словарь русского языка: В 4-х т. / РАН, Ин-т лингвистич. исследований; Под ред. А. П. Евгеньевой. – 4-е изд., стер. – М. : Рус. яз.; Полиграфресурсы, 1999. – 800 с.

потоки, информационные и другие виды многосторонних связей. Данная система имеет ядро, которым являются органы управления.

Исходя из нашего понимания сущности финансовой системы, одной из главных проблем совершенствования финансовой политики является проблема ее дальнейшего рационального развития. Причем именно в России, так как использовать имеющийся зарубежный опыт, весьма сложно из-за особенностей развития финансовой системы в каждой стране.

Нужно обратить внимание на то, что в финансовой системе основную роль играют депозитные учреждения. Они, часто представляя собой удобное место для размещения и заимствования средств и, как таковые, являются источником ликвидных активов и средств для остальной экономики. Они также предоставляют платежные услуги, которые используют все остальные экономические субъекты в процессе осуществления своей коммерческой деятельности. Поэтому банкротства депозитных учреждений могут существенным образом сказываться на деятельности всех остальных финансовых и нефинансовых структур, а также на доверии к финансовой системе в целом и ее функционированию. По этой причине анализ общего состояния и устойчивости депозитных учреждений имеет принципиальное значение для любой оценки финансовой системы.

Центральным элементом финансовой системы является финансовый рынок. Подчеркнем, что понятия «финансовая система» и «финансовый рынок» не являются тождественными. Финансовый рынок призван отразить уникальную по предмету сферу отношений обмена. Его можно считать совокупностью взаимодействующих покупателей и продавцов денежных ресурсов, сферой обмена данными ресурсами. Ключевыми драйверами такого обмена, от которых зависит относительные цены денежных ресурсов, являются спрос и предложение на данные ресурсы. Денежные ресурсы могут быть дифференцированы по критериям валюты номинала и срочности. Финансовые рынки посредством функционирования финансовых систем выполняют обеспечение *циркуляции денежных ресурсов* в экономике, это является их основной функцией.

Другие важнейшие функции финансовых рынков и систем в экономике – это *аллокативная* функция и функция *распределения и перераспределения рисков*. По *аллокативной* функции, уместно использовать следующее утверждение Р. Мертон: «хорошо развитая, стабильно функционирующая финансовая система способствует *эффективной (межвременной) аллокации* в рамках жизненного цикла потребления домашних хозяйств и эффективному распределению физического капитала для его наиболее продуктивного использования в бизнес



секторе»<sup>25</sup>. Основываясь на определении Р. Мертона, на сущность и значение финансовой системы в экономике необходимо смотреть применяя *эффективный подход*. Этому могут предшествовать два принципиальных тезиса:

1. Финансовая система является механизмом, призванным повысить эффективность экономики (это возможно, так как финансовая система определяет инвестиционные возможности фирм, влияет тем самым на структуру экономики; также она может воздействовать на экономическое поведение домохозяйств).

2. Не всякая финансовая система имеет должную архитектуру и условия, которые позволили бы ей успешно выполнять свою *«эффективную миссию»*.

Национальные финансовые системы, создавая возможности для движения капитала и оказывая влияние на распределение потоков капитала между компаниями, секторами, странами и регионами, повышают эффективность работы всей экономической системы. На сегодняшний момент можно говорить и о более сложных связях, обуславливающих влияние функционирования финансовых систем на экономику. Как можно заметить, развитые финансовые системы могут не только эффективно снабжать ресурсами бизнес, но и делать доступными получение хорошего образования, приобретение в ипотеку жилья и т. д. Это, в свою очередь, приводит к росту производительности, повышению мобильности рабочей силы, оптимизирует распределение трудовых ресурсов и опять же обуславливает более быстрый экономический рост.

Кроме того, в финансовой системе финансовые учреждения, прежде всего, посредничают между теми, кто предоставляет средства, и теми, кто нуждается в средствах, и, как правило, это связано с преобразованием риска и управлением им. В частности, для депозитного учреждения этот риск возникает вследствие его роли в преобразовании сроков погашения, когда его обязательства обычно носят краткосрочный характер (например, депозиты до востребования), а его активы имеют более длительный срок погашения и часто являются неликвидными (например, кредиты и займы). Финансовые рынки служат механизмом взаимодействия различных субъектов, в рамках которого в соответствии с установленными правилами ведения деятельности может осуществляться купля-продажа финансовых требований, и который может облегчить управление риском и его преобразование. Финансовые учреждения также играют важную роль в определении рыночных цен («выявление цен»)<sup>26</sup>. Таким образом, финансовые рынки и финансовые системы обеспечивают распределение рисков

---

<sup>25</sup> Merton, R. C. Operation and regulation in financial intermediation. A functional perspective / R. C. Merton // In Operation and Regulation of Financial Markets, edited by P. Englund. Stockholm : Economic Council. – 1993.

<sup>26</sup> Показатели финансовой устойчивости. Руководство по составлению [Электронный ресурс] / Международный Валютный Фонд. – 2007. – 312 с. – Режим доступа: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fsi/guide/2006/pdf/rus/guide.pdf> (дата обращения: 15.05.2023).

в экономической системе, способствуют смягчению рисков, в том числе посредством хеджирования или объединения сделок или участников в пулы.

## 1.2 Функции финансовой системы в контексте экономического роста

В этом параграфе работы определяются функции, выполняемые финансовой системой, и рассматривается, как они влияют на экономический рост. Для этого будет использован функциональный подход к пониманию роли финансовых систем в экономическом развитии. Этот подход заключается в анализе связей между экономическим ростом и качеством функций, предоставляемых финансовой системой.

Расходы на приобретение информации и осуществление транзакций создают стимулы для появления финансовых рынков и институтов. Финансовые системы, вначале для уменьшения информационных и транзакционных издержек, обслуживают одну изначальную функцию: они содействуют размещению ресурсов в пространстве и времени в неопределенной среде. Эта функция может быть разбита на пять базисных направлений (функций). Так, финансовая система:

- 1) диверсифицирует риск;
- 2) способствует размещению ресурсов;
- 3) усиливает корпоративный контроль;
- 4) мобилизует сбережения;
- 5) обеспечивает транзакции в экономике.

Хотя все финансовые системы выполняют эти функции, существуют большие различия того, насколько эффективно они это делают.

Финансовый сектор имеет каналы, через которые может влиять на экономический рост. Существуют два ключевых канала: накопление капитала и технологические инновации.

Модели, рассматривающие первый канал роста, касаются вопросов накопления капитала и используют либо экзогенный капитал, либо линейную производственную функцию (Ак-модели), чтобы выявить подушевой рост в устойчивом состоянии (Romer, 1986<sup>27</sup>; Lucas, 1988<sup>28</sup>; Rebelo, 1991<sup>29</sup>). В этих моделях функции, осуществляемые финансовой системой, влияют на рост в устойчивом состоянии через изменения в интенсивности накопления основного капитала. Финансовая система в этом классе моделей влияет на накопление капитала либо

---

<sup>27</sup> Romer, P. M. Increasing returns and long-run growth / P. M. Romer // Journal of Political Economics. – 1986. – Vol. 94, № 5. – P. 1002–1037.

<sup>28</sup> Lucas, R. E. On the mechanics of economic development / R. E. Lucas // Journal of Monetary Economics. – 1988. – Vol. 22, № 1. – P. 3–42.

<sup>29</sup> Rebelo, S. T. Long-run policy analysis and long-run growth / S. T. Rebelo // Journal of Political Economics. – 1991. – Vol. 99, № 3. – P. 500–521.

изменяя норму сбережений, либо изменяя размещение сбережений среди различных способов формирования капитала.

В исследовании С. Т. Ребело рассматривается простая неоклассическая модель роста. В этой модели описывается экономика, состоящая из двух видов производственных факторов: воспроизводимых (капитал физический и человеческий, и т. д.) и невозпроизводимых, которые в каждом периоде времени доступны в одном и том же количестве (земля и т. д.). Количество всех воспроизводимых факторов составляет  $K_t$ , невозпроизводимых –  $T$ . В данной экономике два сектора производства: капитальный и потребительский. Капитальный сектор использует  $(1 - \varphi_t)$  доступный капитал для производства инвестиционного товара ( $I_t$ ) по линейной технологии:  $I_t = AK_t * (1 - \varphi_t)$ . Потребительский сектор использует оставшуюся долю  $\varphi_t$  капитала для производства потребительских товаров по технологии Кобба-Дугласа:  $C_t = B * (\varphi_t * K_t)^\alpha T^{1-\alpha}$ . Численность населения постоянна и состоит из большого количества идентичных агентов. Их функция полезности задается следующим уравнением:  $U = \int_0^\infty e^{-\rho t} \frac{C_t^{1-\sigma}}{1-\sigma}$ , где  $C_t$  – функция потребления,  $\sigma$  – эластичность замены,  $\rho$  – дисконтирующая норма межвременных предпочтений. Сформулированная таким образом модель подразумевает, что оптимальный темп роста потребления ( $g_{ct}$ ) является функцией только реальной ставки процента:  $g_{ct} = (r_t - \rho)/\sigma$ . В данной модели норма сбережений ( $s$ ) определяется как доля чистых инвестиций в выпуске. Если предположить, что норма сбережений экзогенно фиксирована на уровне  $s > 0$ , а не задана, чтобы максимизировать функцию полезности, выписанную выше, то темп роста капитала во времени составит:  $\frac{dK}{dt} = \frac{sY_t}{p_t}$ , где  $p_t$  – относительная цена капитала в терминах потребления,  $Y_t$  – выпуск в момент времени  $t$ . Тогда темп роста в модели будет:  $g_y = \alpha \frac{(A - \delta_t)s}{\alpha + (1 - \alpha)s}$ , где  $\alpha$  – предельная производительность воспроизводимого фактора,  $\delta_t$  – темп выбытия капитала. Это выражение означает, что более высокие нормы сбережений ведут к более высоким темпам экономического роста. Таким образом данная модель показывает, что повышение нормы сбережений ведет к увеличению темпа накопления капитала и, как следствие, к более высоким темпам экономического роста.

Модели, рассматривающие второй канал экономического роста, концентрируют внимание на технологических инновациях, а точнее на открытии новых производственных процессов и товаров. В таких моделях выполняемые финансовой системой функции, влияют на экономический рост в устойчивом состоянии путем изменения интенсивности технологических инноваций, и как правило, в производственную функцию добавляется еще одна переменная,

характеризующая технологические изменения. Например, в работе П. М. Ромера<sup>30</sup> производственная функция задана следующим образом:  $Y(H, L, x) = H^\alpha L^\beta \sum_{i=1}^{\infty} x_i^{1-\alpha-\beta}$ , где  $x_i$  –  $i$ -ый фактор технологических изменений, а  $H$  – физический и человеческий капитал,  $L$  – труд. В этом случае темп роста экономики задается не только темпом роста численности населения, но и технологическими изменениями.

В статье Г. Трофимова «Факторы и темпы экономического роста в России»<sup>31</sup> рассматривается модифицированная модель акселератора Р. Харрода<sup>32</sup>. С одной стороны, технологический темп роста ВВП на одного занятого ( $y_t$ ) является суммой темпов роста совокупной производительности факторов ( $x_t$ ) и физического капитала ( $k_t$ ), с учетом его факторной доли в ВВП ( $a$ ). С другой стороны, предполагается, что темп валового накопления капитала пропорционален темпу роста ВВП с коэффициентом, равным произведению акселератора инвестиций ( $A$ ) и средней фондоотдачи ( $s$ ). Поскольку темп чистого накопления капитала есть разность темпов его валового накопления и выбытия, то после алгебраических вычислений получается результирующее выражение для темпов роста ВВП:

- 1) технологический темп роста ВВП:  $y_t = x_t + ak_t$ ,
- 2) соотношение акселератора:  $k_t = \frac{I_t}{K_t - d_t} = sAy_t - d_t$ ,
- 3) результирующий темп роста ВВП:  $y_t = (x_t - ad_t)/(1 - aAs)$ .

Где:  $d_t$  – темп выбытия капитала,  $I_t$  – валовые инвестиции,  $K_t$  – физический объем капитала. Знаменатель в уравнении результирующего темпа роста ВВП отражает действие механизма акселератора: чем меньше его значение, тем сильнее выражен данный эффект. На примере этой модели можно видеть, что существует прямая зависимость между изменениями в совокупной производительности факторов (СПФ) и темпами роста ВВП. Данные изменения в СПФ отражают темпы технического прогресса и структурных сдвигов в экономике.

<sup>30</sup> Romer, P. M. Endogenous technological change / P. M. Romer // Journal of Political Economics. – 1990. – Vol. 98, № 5. – P. 71–102.

<sup>31</sup> Трофимов, Г. Факторы и темпы экономического роста в России [Электронный ресурс] / Г. Трофимов. – Институт финансовых исследований. – 2002. – Режим доступа: <http://www.finansy.ru/publ/rus/005.htm> (дата обращения: 15.05.2023).

<sup>32</sup> Harrod, R. Economic Dynamics / R. Harrod. – New York : St. Martin's Press, 1973. – 195 p.



Рисунок 1.2 – Каналы и функции влияния финансовой системы на экономический рост<sup>33</sup>

Таким образом с помощью рассмотренных двух каналов (накопление капитала и технологические инновации) финансовая система оказывает влияние на экономический рост. На рисунке 1.2 схематично показано, как определенное несовершенство рынка капитала обуславливает появление финансовых контрактов, рынков и посредников. А также, как эти финансовые меры обеспечивают пять финансовых функций, влияющих на решения по сбережениям и их размещению, чтобы воздействовать на экономический рост.

### *Диверсификация риска*

<sup>33</sup> Источник: составлено автором.

Большинство моделей, исследующих эту функцию финансовой системы, рассматривают проблему ликвидности. Ликвидный риск возникает из-за неопределенностей, связанных с конвертируемостью активов в средства обмена. Информационная асимметрия и трансакционные издержки могут мешать ликвидности и увеличивать ликвидный риск. Такие трудности создают стимулы для появления финансовых рынков и институтов, которые повышают ликвидность. Следовательно, рынки ликвидного капитала – это рынки, где относительно недорого можно торговать финансовыми инструментами и где мало неопределенности относительно времени и правил таких торгов.

Работы по моделированию влияния ликвидных рисков на экономический рост, появились ещё 80-е годы XX века. В работе Д. Даймонда и Ф. Дибвига<sup>34</sup> рассматривается ситуация, когда часть инвесторов столкнулась с невозможностью получить доступ к инвестированным ими средствам после выбора между двумя инвестиционными проектами. Первый, в неликвидный высокодоходный проект, а второй в ликвидный проект с низкой доходностью. Часть акционеров хочет иметь доступ к своим сбережениям до того, как заработает неликвидный проект. Этот риск формирует стимулы для инвестирования в ликвидные, но с низкой доходностью, проекты. В модели допускается, что очень дорого проверить, сталкивается ли с подобной ситуацией другая часть владельцев сбережений. Это допущение о высокой стоимости информации означает, что в подобной экономике невозможно использовать условные страховые контракты<sup>35</sup>. Поэтому появляется стимул для возникновения финансовых рынков – рынков, где посредники торгуют акциями. В работе Р. Левайна<sup>36</sup> владельцы сбережений, столкнувшиеся с подобной ситуацией, могут продать свои акции другим с выгодой, предоставляемой технологией неликвидного производства. Участники рынка не проверяют, сталкивались ли другие агенты с подобной ситуацией или нет. Они просто торгуют на фондовых биржах.

Таким образом, с ликвидной фондовой биржей акционеры могут без труда продать свои акции, а фирмы имеют постоянный доступ к капиталу, инвестированному первоначальными владельцами акций. Содействуя торговле, фондовые биржи уменьшают ликвидный риск<sup>37</sup>. Как только трансакционные издержки биржи сокращаются, возрастают инвестиции в неликвидные, но высокодоходные проекты. Если неликвидные проекты удовлетворяют предъявляемым

---

<sup>34</sup> Diamond, D. W. Bank runs, deposit insurance, and liquidity / D. W. Diamond, P. H. Dybvig // Journal of Political Economy. – 1983. – Vol. 91, №. 3. – P. 401–419.

<sup>35</sup> Условный страховой контракт (state-contingent insurance contract) – это разновидность страхового контракта, предусматривающего определенные гарантии в зависимости от конкретных условий.

<sup>36</sup> Levine, R. Stock markets, growth, and tax policy / R. Levine // Journal of Finance. – 1991. – Vol. 46, №. 4. – P. 1445–1465.

<sup>37</sup> Развитые фондовые биржи, тем не менее, не устраняют ликвидный риск. То есть, они не воспроизводят равновесия, существовавшего, когда страховые контракты могли быть составлены на основе наблюдения, сталкивался ли агент с описанной выше ситуацией или нет.

внешним требованиям, то возросшая ликвидность фондовой биржи порождает более быстрый устойчивый рост.

Стоит отметить, что до сих пор информационные издержки были стимулом для существования фондовой биржи. Издержки на осуществление торгов также могут подчеркнуть роль ликвидности. Например, различные производственные технологии требуют различного времени на преобразование текущего выпуска в будущий капитал, когда долгосрочные технологии принесут большие доходы. Инвесторы, однако, не хотят отказываться от права контролировать свои сбережения на столь длительные периоды времени. Таким образом, большой промежуток времени, необходимый для «созревания» производственных технологий, требует, чтобы права собственности на всем периоде жизни производственного процесса передавались на вторичные рынки ценных бумаг<sup>38, 39</sup>. Если обмен правами собственности слишком дорог, тогда долгосрочные производственные технологии будут мало привлекательны. Следовательно, ликвидность – как она измеряется рыночными издержками на повторный оборот – оказывает влияние на принятие производственных решений. Более высокая ликвидность будет генерировать сдвиг в сторону технологий, требующих большего времени для появления, но приносящих более высокий доход.

Кроме фондовых бирж улучшать и уменьшать ликвидные риски могут финансовые посредники, т. е. группы агентов, которые объединяются, чтобы предоставлять финансовые услуги. Как было сказано выше, модель Д. Даймонда и Ф. Дибвига предполагает, что слишком дорого собирать и анализировать информацию обо всех возможных ситуациях, с которыми сталкиваются владельцы сбережений, поэтому невозможно подписывать условные страховые контракты. В этих условиях банки могут предложить собственникам сбережений ликвидные депозиты и использовать смешанный портфель ликвидных с низкой доходностью инвестиций, чтобы удовлетворить спрос по депозитам, и неликвидных инвестиций с высокой доходностью. При обеспечении депозитного спроса и выборе соответствующего портфеля ликвидных и неликвидных инвестиций банки дают полную гарантию собственникам сбережений относительно ликвидного риска и одновременно содействуют долгосрочным инвестициям в проекты с высокой доходностью. Нивелируя ликвидный риск, банки могут увеличить инвестиции в высокодоходный неликвидный капитал и ускорить экономический рост. Однако при этом описании роли банков в уменьшении ликвидного риска существует проблема. Банковское равновесие не будет стимулирующим, если агенты могут торговать на ликвидном

---

<sup>38</sup> Bencivenga, V. R. Transactions costs, technological choice, and endogenous growth / V. R. Bencivenga, B. D. Smith, R. M. Starr // *Journal of Economic Theory*. – 1995. – Vol. 67, № 1. – P. 53–177.

<sup>39</sup> Abramova, M. Transmission channels between financial deepening and economic growth: econometric analysis comprising monetary factors / M. Abramova, D. Artemenko, K. Krinichansky // *Mathematics*. – 2022. – Vol. 10, № 2. – P. 1–30.

рынке ценных бумаг. Все агенты будут использовать ценные бумаги, и никто не будет пользоваться услугами банков<sup>40; 41; 42; 43</sup>. Таким образом, в этом контексте банки могут играть роль, только чтобы обеспечивать ликвидность, когда возникают большие помехи в торговле на рынках ценных бумаг.

Тем не менее, теория говорит о том, что расширенная ликвидность оказывает неопределенное влияние на норму сбережения и экономический рост. В большинстве моделей более высокая ликвидность:

- увеличивает доходность инвестиций;
- снижает неопределенность.

Более высокая доходность неоднозначно влияет на норму сбережений из-за хорошо известных эффектов дохода и замещения. Более того, низкая неопределенность также неоднозначно влияет на норму сбережений. Таким образом, норма сбережений может падать или повышаться, когда увеличивается ликвидность. Действительно, в модели с физическим капиталом при увеличении ликвидности норма сбережений может упасть достаточно, чтобы экономический рост замедлился. Поскольку большая ликвидность повышает реальный доход по сбережениям, то большая ликвидность может стимулировать перераспределение инвестиций из новых начальных капитальных инвестиций в средства обеспечения по текущим проектам. Это может снизить долю реальных инвестиций достаточно, чтобы замедлить экономический рост.

Кроме того, уменьшая ликвидный риск, финансовые системы могут смягчить риски, связанные с отдельными проектами, фирмами, отраслями, регионами, странами и т. д. Банки, совместные фонды и рынки ценных бумаг – все это обеспечивает движущую силу для торговли рисками, объединением их в пулы и их последующей диверсификации<sup>44</sup>. Способность финансовой системы предоставлять услуги по диверсификации рисков может влиять на экономический рост в долгосрочной перспективе через изменение размещения капитала и через нормы сбережений. Хотя держателям сбережений не нравится и риск, но высокодоходные проекты имеют тенденцию быть более рискованными, чем проекты с низкой нормой доходности. Таким образом, финансовые рынки, которые способствуют диверсификации

<sup>40</sup> Jacklin, Ch. Demand deposit, trading restrictions, and risk sharing, in contractual arrangements for intertemporal trade. / eds. E. D. Prescott. and N. Wallace. – Minneapolis : University of Minnesota Press, 1987. – pp. 26–47.

<sup>41</sup> Geanakoplos, J. Inefficient liquidity provision / J. Geanakoplos, K. J. Walsh // Cowles foundation discussion paper № 2077. – Yale University, 2017. – 27 p.

<sup>42</sup> Farhi, E. A theory of liquidity and regulation of financial intermediation / E. Farhi, M. Golosov, A. Tsyvinski // The Review of Economic Studies. – 2009. – Vol. 76, №.3. – P. 973–992.

<sup>43</sup> Teichert, M. The interest rate risk of banks. Current topics / M. Teichert. – Wurzburg : Wurzburg University Press, 2017. – 252 p.

<sup>44</sup> Опционные и фьючерсные контракты используются для того, чтобы хеджировать риски. Джозеф де ла Вега опубликовал первый трактат по опционным и фьючерсным контрактам и сделкам с ценными бумагами еще в 1688 году.



рисков, стремятся сдвигать портфель проектов в сторону проектов с ожидаемыми высокими прибылями. Совместное использование больших рисков и более эффективное размещение ресурсов, однако, теоретически будут неоднозначно влиять на норму сбережений, как это было замечено выше. Норма сбережений может упасть достаточно низко, чтобы общий экономический рост замедлился, как, например, в модели линейного роста или роста, основанного на внешних эффектах.

Диверсификация риска может влиять также на технологические изменения. Агенты непрерывно пытаются совершать технологические прорывы, чтобы захватить нишу доходного рынка. Кроме отчислений части прибыли владельцам авторских прав, успешное внедрение инноваций ускоряет технологические изменения. Возможность держать диверсифицируемый портфель инновационных проектов уменьшает риск и способствует инвестициям в инновационные проекты, ускоряющие экономический рост (при существовании агентов, негативно относящихся к рискам). Следовательно, финансовые системы, которые облетают рисковую диверсификацию, могут ускорить технологические изменения и увеличить экономический рост.

#### *Предоставление информации о возможных инвестициях и размещении капитала*

Самому оценивать фирмы, менеджеров и рыночные условия может быть очень трудно и дорого. Владельцы сбережений могут не иметь времени, возможностей или средств для сбора информации и ее обработки при широком наборе предприятий, менеджеров и экономических условий. Держатели сбережений могут избегать инвестиций в проекты, о которых у них мало надежной информации. Соответственно, высокие информационные издержки могут препятствовать использованию сбережений с наивысшей эффективностью<sup>45</sup>.

Как уже выше упоминалось, расходы на приобретение информации создают стимулы для появления финансовых посредников. Предположим, что существует некая фиксированная цена единицы информации о производственных технологиях. Без посредников каждый инвестор должен будет заплатить эту сумму денег сам. В этом случае, скорее всего, агенты воспользуются услугами финансовых посредников (или создадут таковых сами), чтобы сэкономить на расходах на приобретение и обработку информации об инвестициях. Вместо того чтобы каждый агент приобретал знания по профессиональным оценкам, а затем проводил такие оценки, посредник может это сделать для всех своих клиентов. Экономия на расходах по

---

<sup>45</sup> Carosso, V. Investment Banking in America / V. Carosso. – Cambridge : Harvard University Press, 1970. – 567 p.

приобретению информации облегчит сбор информации об инвестициях и тем самым улучшит процесс размещения ресурсов.

Возможность получать и обрабатывать информацию может иметь отношение к экономическому росту. Так как многим фирмам и предпринимателям будет необходим дополнительный капитал, то финансовые посредники и финансовые рынки (так как являются наилучшими в выборе перспективных направлений инвестирования) будут стимулировать более эффективное размещение ресурсов и более высокий темп экономического роста.

Кроме идентификации наиболее производительных технологий финансовые посредники могут также увеличить темп технологических инноваций, выявляя тех предпринимателей, у которых наилучшие шансы успешно инициировать новые товары и новые производственные процессы<sup>46</sup>. Как красноречиво утверждает Дж. Шумпетер: «следовательно, банкир не только основной посредник, но он также объясняет людям по имени общество, что такое инновация»<sup>47</sup>.

Фондовые рынки могут также влиять на сбор и распространение информации о фирмах. Когда фондовые биржи становятся больше участники рынка могут получить больше стимулов приобретать информацию о фирмах. С теоретической точки зрения, чем более ликвиден рынок, тем проще для агента, который приобретает информацию, скрывать частного вида информацию и делать на этом деньги. Таким образом, ликвидные фондовые биржи стимулируют сбор информации. Более того, такая улучшенная информация о фирмах должна существенно повысить эффективность распределения ресурсов и, соответственно, воздействовать на экономический рост. Однако существующие теории еще не охватили все звенья цепочки от функционирования фондовых рынков к сбору информации и, наконец, в совокупности к долгосрочному экономическому росту.

На сегодняшний день продолжают споры о важности больших ликвидных фондовых бирж в улучшении формирования и распределения информации о фирмах. Фондовый рынок суммирует и распространяет информацию через цены на акции, облигации и прочие финансовые инструменты, устанавливаемые самим рынком. Даже агенты, которые не занимаются дорогими процессами оценок фирм, менеджеров и рыночных условий, обычно анализируют цены фондового рынка, чтобы сопоставить с информацией, получаемой другими агентами. Подобная товарная характеристика информации может привести к тому, что общество будет использовать слишком мало источников для сбора информации. По этой причине раскрываемая через фондовые биржи информация может быть достаточно объемной,

---

<sup>46</sup> King, R. G. Finance, entrepreneurship, and growth / R. G. King, R. Levine // Journal of Monetary Economics. – 1993. – Vol. 32. – P. 513–542.

<sup>47</sup> Schumpeter, J. A. Theorie der Wirtschaftlichen Entwicklung. Leipzig: Dunker & Humblot, 1912 [The Theory of Economic Development, 1912, translated by Redvers Opie. Cambridge : Harvard University Press, 1934. – 234 p.].

так что информационная выгода от больших ликвидных фондовых бирж будет небольшой. Дж. Стиглиц<sup>48</sup> доказывает, что поскольку фондовые биржи быстро находят информацию через публикуемые цены, то существует очень мало стимулов тратить личные ресурсы для приобретения информации, которая практически немедленно доступна общественности.

#### *Мониторинг менеджеров и осуществление корпоративного контроля*

Кроме уменьшения ожидаемых расходов на приобретение информации, финансовые контракты, рынки и посредники могут появляться для того, чтобы уменьшить расходы на осуществление мониторинга за фирмами и менеджерами и на осуществление корпоративного контроля результата. Например, владельцы фирмы заключают финансовые контракты, чтобы заставить менеджеров компании управлять ею в интересах владельцев. Кроме того, внешние кредиторы (банки, владельцы акций и облигаций), которые не управляют фирмой, будут стремиться заключить контракты (или финансовые соглашения), чтобы заставить внутренних владельцев и менеджеров управлять фирмой в интересах внешних кредиторов. Отсутствие финансового контракта (соглашения), который может усилить корпоративный контроль, скорее всего, будет мешать мобилизации сбережений от разных агентов (менеджеры, кредиторы, владельцы и т. д.), и тем самым удерживать капитал от перевода в прибыльные инвестиции.

Предположим, что для внешних инвесторов получить информацию о прибыльности того или иного проекта слишком дорого. Внутренние инвесторы имеют достаточно оснований для искажения проектной прибыльности для внешних инвесторов. При заданных расходах на верификацию для внешних инвесторов будет неэффективно проводить мониторинг прибыльности. При «дорогой государственной верификации» (и других предположениях, включая заемщиков с нулевым риском и расходах на верификацию, независящих от качества проекта) оптимальным контрактом между внешними и внутренними инвесторами является долговой контракт. В частности, существует равновесная такая процентная ставка " $r$ ", что, когда проектная прибыль достаточно высокая, внутренние инвесторы платят " $r$ " внешним инвесторам, но внешние инвесторы не осуществляют за это мониторинг. Когда проектная прибыль недостаточная, заемщики отказываются выплачивать долги, и кредиторы оплачивают мониторинговые расходы, чтобы удостовериться в величине проектной прибыли. Мониторинговые затраты подразумевают, что внешние инвесторы удерживают фирмы от займов с целью расширения инвестиций, так как более высокие объемы заимствований для достижения цели подразумевают и больший риск дефолта, и более высокие затраты кредиторов

---

<sup>48</sup> Stiglitz, J. E. Credit markets and the control of capital / J. E. Stiglitz // Journal of Money, Credit and Banking. – 1985. – Vol. 17, № 2. – P. 133–152.

на верификацию такого расширения инвестиций. Таким образом, финансовые и сопутствующие им контракты, имеющие целью снизить расходы на мониторинг и сопровождение проекта, будут уменьшать преграды для эффективных инвестиций. Кроме того, дорогая государственная верификация может создать кредитное нормирование. Так как более высокие процентные ставки связаны с большей вероятностью дефолта и с более высокими мониторинговыми затратами, то посредники могут поддерживать низкие нормы и ограниченный кредит, используя бесценовой механизм.

Кроме финансовых контрактов посредники могут сократить информационные затраты еще больше. Если заемщик должен получить средства от большого количества внешних инвесторов, то финансовые посредники могут сэкономить на мониторинговых расходах. Финансовый посредник концентрирует сбережения от многих агентов и отдает внаем эти ресурсы владельцам проекта. Такое соглашение о делегированном контроле экономит на расходах на совокупный мониторинг, поскольку заемщик имеет отношения только с посредником, а не со всеми индивидуальными держателями сбережений. Кроме того, уменьшается дублирующий мониторинг, а финансовая система, которая способствует корпоративному контролю, «...также делает возможным эффективно отделить собственность от менеджмента фирмы. Это в свою очередь создает гибкую и эффективную специализацию в производстве в соответствии с принципом сравнительного преимущества». Соглашение о делегированном контроле создает потенциальную проблему: кто будет следить за контролем? Владельцы сбережений не должны следить за посредниками, если посредники владеют диверсифицированным портфелем (и агенты могут легко удостовериться, что портфель посредника хорошо диверсифицирован). При хорошо диверсифицированном портфеле посредник всегда может выполнить свое обещание выплатить депозитную процентную ставку депозиторам, так что депозиторам нет необходимости следить за банком. Таким образом, хорошо диверсифицированные посредники могут стимулировать эффективные инвестиции, снижая мониторинговые расходы. Более того, когда финансовые посредники и фирмы развивают долгосрочные взаимосвязи, то это может еще больше снизить затраты на приобретение информации. Сокращение информационной асимметрии помогает смягчить ограничения на внешнее финансирование и способствовать более эффективному распределению ресурсов. Например, когда банк хорошо информирован о фирме, то он может иметь рыночную власть над прибылью фирмы. Если банк разорвет отношения с фирмой, то другие инвесторы могут быть вынуждены прекратить инвестировать в эту фирму. Поэтому фирмы могут диверсифицировать банковское финансирование, чтобы уменьшить свою уязвимость. В терминах долгосрочного экономического роста финансовые соглашения,

которые улучшают корпоративный контроль, стремятся содействовать накоплению капитала и экономическому росту за счет улучшения распределения ресурсов.

Помимо долговых контрактов и банков корпоративному контролю могут также содействовать фондовые биржи. Например, публичная торговля акциями на фондовых биржах, которая эффективно отображает информацию о фирмах, позволяет владельцам привязать вознаграждение менеджеров к фондовым ценам. Связь фондовой эффективности с доходами менеджеров помогает уравнивать интересы менеджеров с интересами владельцев. Аналогично, если передачу прав собственности проще организовать на высокоразвитом фондовом рынке и если менеджеры, плохо управляющих компаниями, увольняют вслед за сменой владельца, тогда более совершенные фондовые биржи могут содействовать лучшему корпоративному контролю, облегчая процедуру смены прав собственности на плохо управляемые фирмы. Угроза перекупки компании может уравнивать стимулы менеджеров со стимулами владельцев.

В настоящий момент существуют разногласия относительно важности фондовых рынков в корпоративном управлении. Внутренние инвесторы, вероятно, обладают лучшей информацией относительно корпорации, чем внешние. Таким образом, если хорошо информированные владельцы желают продать свои компании, то менее информированные внешние инвесторы могут предлагать более высокую цену за покупаемую фирму из-за информационной асимметрии. В этом случае механизм корпоративного контроля не может снизить асимметрию информации и, следовательно, никак не влияет на транзакционные и информационные издержки. Дж. Стиглиц<sup>49</sup> формулирует три дополнительных аргумента о передаче прав собственности. Во-первых, если покупающая фирма тратит много резервов, чтобы получить информацию, то результаты такого анализа могут наблюдаться другими участниками рынка, когда покупающая фирма будет предлагать цену за акции. Другие фирмы, узнав предлагаемую цену, могут предложить более высокую цену. В результате фирма, которая затратила ресурсы, чтобы получить информацию, должна будет заплатить более высокую цену, чем она бы заплатила, если бы другие фирмы не знали предлагаемой ею цены. Следовательно, быстрое публичное распространение дорогой информации может снизить стимулы для получения этой информации и сделать более эффективным процесс формирования цен при продаже компании. Во-вторых, существует общественная выгода для владельцев, которая может уменьшить стимулы к продаже корпорации. Если продажа успешно осуществилась, и цены на акции поднялись, то первоначальные акционеры, которые не продавали свою долю, получают большую прибыль без затрат своих ресурсов. Это создает стимул для текущих держателей акций не продавать их, если они считают, что стоимость фирмы может подняться

---

<sup>49</sup> Stiglitz, J. E. Credit markets and the control of capital / J. E. Stiglitz // Journal of Money, Credit and Banking. – 1985. – Vol. 17, № 2. – P. 133–152.

после продажи. Следовательно, цена-увеличивающая передача прав собственности может не состояться, поскольку покупающая фирма вынуждена будет заплатить более высокую цену, что уменьшает вероятность найти покупателя и, следовательно, снижает стимулы у посреднических фирм. В-третьих, современные менеджеры часто предпринимают определенные действия и отпугивают потенциальных покупателей от покупки и поддерживают их в этом решении. Подобная возможность является сильным аргументом против важной роли ликвидных фондовых рынков в содействии корпоративному управлению.

Более того, ликвидные фондовые рынки, содействующие процессу передачи прав собственности, могут нанести вред распределению ресурсов. Как правило, продажа компании влечет изменение в менеджменте. Существующие неявные соглашения между основными менеджерами и рабочими, поставщиками и другими служащими на фирмах не касаются новых владельцев и новых менеджеров в той же самой степени, в какой они касались прежних менеджеров. Таким образом, после покупки, новые владельцы и менеджеры могут разорвать неявные соглашения и передать некие материальные ценности от служащих самим себе. Хотя новые владельцы могут принести пользу, здесь возможно ухудшение в эффективности распределения ресурсов. Общее благосостояние может понизиться. В той степени, в какой хорошо функционирующие рынки ценных бумаг помогают владельцам, в такой степени они могут допустить и враждебно настроенных новых владельцев, что понизит эффективность размещения ресурсов. Более того, ликвидные фондовые рынки могут уменьшить стимулы владельцев контролировать менеджеров. Уменьшая расходы, ликвидность фондовых бирж будет поощрять более неорганизованное владение с невысокими стимулами и с большими помехами для активно надзирающих менеджеров. Таким образом, с теоретической точки зрения, вопрос о том с каким знаком (плюс или минус) развитие фондовой биржи оказывает влияние на совершенствование корпоративного контроля, остается открытым.

#### *Мобилизация сбережений экономических субъектов*

Мобилизация сбережений включает накопление капитала от различных владельцев сбережений для последующего инвестирования. Без доступа к ресурсам большого количества инвесторов многие производственные процессы ограничивались бы экономически неэффективными масштабами производства. Более того, мобилизация включает создание небольшого размера инструментов. Эти инструменты обеспечивают возможность для агентов держать диверсифицированные портфели, инвестировать в фирмы с эффективным размером и увеличивать ликвидность активов. Без создания пулов агенты должны будут продавать и

покупать целые фирмы. Следовательно, усиливая рисковую диверсификацию, ликвидность и реальный размер фирм, мобилизация будет улучшать размещение ресурсов.

Из-за транзакционных и информационных издержек, связанных с мобилизацией сбережений от многих агентов, могут возникнуть многочисленные финансовые соглашения, чтобы сократить эти трудности. В частности, мобилизация может включать многочисленные двусторонние контракты между производителями, увеличивающими капитал, и агентами с избыточными ресурсами. Первым примером двусторонней мобилизации является совместное предприятие, в котором несколько участников инвестировали в некую новую юридическую единицу (фирму). Чтобы сэкономить на транзакционных и информационных издержках, связанных с двусторонними контрактами, может быть организован пул через посредников, как было обсуждено выше, в котором тысячи инвесторов доверяют свои состояния посредникам, чтобы инвестировать в сотни фирм.

Финансовые системы, которые оказываются более эффективными в создании пулов сбережений, могут сильнее влиять на экономическое развитие. Помимо того, что лучшая мобилизация сбережений прямо влияет на накопление капитала, она может повысить эффективность распределения ресурсов и вызвать бурное развитие технологических инноваций. Таким образом, эффективно мобилизуя ресурсы для проектов, финансовая система может играть ключевую роль, способствуя применению лучших технологий и, тем самым, поощряя экономический рост.

#### *Содействие обмену товарами и услугами*

Финансовые соглашения, снижающие транзакционные издержки, могут способствовать специализации труда, технологическим инновациям и экономическому росту. Связи между специализацией (разделением труда), инновацией и экономическим ростом были фундаментальным элементом работы Адама Смита «Богатство наций»<sup>50</sup>. В этой работе А. Смит утверждает, что «разделение труда – специализация – это основной фактор, лежащий в основе улучшения производства» [Smith, 1776, p. 7]. При увеличенной специализации более вероятно, что рабочие изобретут лучшие машины или производственные процессы. «Я только говорю, что изобретение всех этих машин, с помощью которых труд намного облегчился и сократился, кажется, первоначально произошел из-за разделения труда. Люди все с большей вероятностью обнаруживали более простые методы достижения цели, если всё внимание своих умов концентрировать на одной цели, а не расплываться на многообразии вещей» [Smith, 1776, p. 3].

---

<sup>50</sup> Smith, A. An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations / A. Smith. – London : W. Stahan & T. Cadell, 1776. – 692 p.

Один из полученных из этой работы выводов, состоит в том, что финансовая система может способствовать специализации труда. А. Смит утверждает, что более низкие транзакционные издержки будут позволять большую специализацию, так как специализация требует больше транзакций, чем автаркическая среда. А. Смит приводит свое рассуждение о транзакционных издержках и технологических инновациях на основе преимущества денег над бартером [Smith, 1776, p. 27]. Информационные издержки также могут мотивировать появление денег. Так как оценить характеристики товара дорого, то бартерный обмен является очень дорогим. Поэтому может возникнуть легко распознаваемая среда обмена, чтобы облегчить этот процесс. Однако, снижение информационных и транзакционных издержек не обязательно совпадает с моментом времени, когда экономика движется к деньгам. Например, 1880-е годы «было время главным образом развития институтов, которые облегчали обмен технологиями на рынке, чтобы дать возможность творческим людям специализироваться на изобретениях и стать более продуктивными» [Naomi et al., 1996, p. 17]<sup>51</sup>.

Таким образом, информационные и транзакционные издержки могут продолжать снижаться с помощью всех перечисленных механизмов, так что финансовое и институциональное развития непрерывно поддерживают специализацию и инновацию через те же самые каналы, которые были описаны еще почти 250 лет назад А. Смитом. Финансовые системы могут также способствовать накоплению человеческого капитала за счет снижения расходов на займы для накопления профессионализма.

Отметим, что большая специализация требует и больше транзакций. Так как каждая операция дорогая, то финансовое соглашение, которое понижает транзакционные издержки, будет способствовать и большей специализации. Таким образом, рынки, которые содействуют обмену, будут поощрять прирост производительности. Существует и обратная связь от прироста производительности к развитию финансового рынка. Если фиксированные расходы связаны с установившимися рынками, тогда из более высокого подушевого дохода, следует, что фиксированные расходы менее обременительны, если рассматривать их как долю подушевого дохода. Следовательно, экономическое развитие способствует развитию финансовых рынков.

### **1.3 Типы финансовых систем и индикаторы их развития**

#### *Типы финансовых систем*

---

<sup>51</sup> Naomi, L. Long-term change in the organization of inventive activity / L. Naomi, S. L. Kenneth // PNAS. – 1996. – Vol. 93, № 23. – P. 12686–12692.



Специализация национальной финансовой системы находит своё отражение в том, какая модель перераспределения национального дохода функционирует в той или иной стране. Общеизвестным является выделение двух основных типов национальной финансовой системы:

- банковский;
- рыночный<sup>52</sup>.

При банковской финансовой системе основная часть национального дохода страны перераспределяется через рынок ссудных капиталов. Данный тип финансовой системы представлен в большинстве стран Европы и характерен тем, что кредитно-банковские структуры, сосредотачивая у себя значительную часть свободных финансовых ресурсов, от своего имени распределяют эти средства путем механизма кредитования или прямого инвестирования. А при рыночной финансовой системе основную роль в перераспределении национального дохода выполняет фондовый рынок. Данный тип финансовой системы наиболее ярко представлен в США, Великобритании, Канаде.

Определяющим в отнесении к тому или иному типу финансовой системы являются финансовые инструменты и финансовые институты в стране, при помощи которых денежные ресурсы привлекаются хозяйствующими субъектами. В то время как это является следствием исторического хода развития страны, сложившейся структуры собственности, степени открытости экономики.

Считается, что при аутсайдерской структуре собственности, многообразии финансовых инструментов и институтов, а также при отделении коммерческих банков от рынка корпоративных ценных бумаг, большой роли акционерного финансирования экономического роста можно говорить о сложившемся рыночного типа финансовой системы. И, наоборот, при ограниченном количестве держателей крупных пакетов акций, преобладании банков универсального типа, «долговом» типе финансирования экономического роста, финансовую систему можно характеризовать как банковскую финансовую систему.

Характеризуя важнейшие факторы, которые определяют модель фондового рынка, Я. М. Миркин выделяет внешние факторы, воздействующие на фондовый рынок и внутренние факторы, формирующие рынок ценных бумаг<sup>53</sup>.

К внешним факторам относятся:

---

<sup>52</sup> В зарубежной и отечественной литературе встречаются различные варианты названий: первый тип называют также «германским», «европейским», «континентальным»; второй – «англо-американским», «биржевым».

<sup>53</sup> Миркин, Я. М. Российский рынок ценных бумаг: влияние фундаментальных факторов, приоритеты и механизм развития : диссертация на соискание учёной степени доктора экономических наук: 08.00.10 / Миркин Яков Моисеевич. – М., 2003. – 575 с.

- сравнительная конкурентоспособность страны и фондового рынка, степень близости к индустриальным странам;
- взаимосвязь с другими рынками;
- региональная принадлежность рынка;
- мировые цены на нефть и сырье;
- долгосрочные циклы мировой экономики.

К внутренним факторам:

- открытость экономики;
- структура собственности;
- принадлежность к развитым или формирующимся рынкам;
- экономическая и финансовая политика государства;
- финансовая структура макроэкономики;
- модель экономического поведения населения, религиозный фактор.

Какие преимущества и недостатки различных типов финансовых систем? Этот вопрос давно обсуждается разными учёными экономической науки. Ими построены ряд моделей, сравнивающих преимущества и недостатки типов финансовых систем. Например, Р. Левайн в своих фундаментальных работах по исследованию экономического роста, подтверждает жесткую увязку финансового развития с экономическим ростом, однако он не отдает предпочтения ни одной из типов финансовой системы (ориентированной на банки, или ориентированной на биржевые рынки). Учёный отмечает, что сделать чёткое заключение о влиянии того или иного типа финансовой системы на долгосрочный экономический рост, достаточно сложно. Ведь представители и той, и другой финансовой модели экономики (США, Великобритания, с одной стороны; Япония и Германия – с другой) имеют очень похожие показатели долгосрочного экономического роста. Хотя эти страны вместе производят более 50% валового мирового продукта и, хотя были десятилетия, в течение которых у них показатели долгосрочного экономического роста расходились значительно. В то же время проведение анализа на основании данных о развитии более широкого круга государств позволило получить более полную картину развития экономик с разными типами финансовых систем.

С XIX века многие экономисты доказывали, что ориентированная на банки финансовая система имеет преимущества в аккумулировании сбережений, отборе эффективных и жизнеспособных инвестиционных проектов, осуществлении финансового надзора и мониторинга предприятий. Это особенно на ранних стадиях экономического развития при слабых инфраструктурах, ориентированных на биржевой рынок систем, которые обладают

преимуществами в размещении капитала, обеспеченном инструментами риск-менеджмента, и смягчении возможных проблем, связанных с чрезмерно влиятельными банками.

Точка зрения на преимущественность финансовой системы, ориентированной на банки, акцентирует внимание на позитивной роли банков в:

- получении информации о предприятиях и менеджерах и тем самым совершенствовании размещения ресурсов и корпоративного управления;
- управлении межотраслевыми рисками, рисками по срокам размещения ресурсов, рисками ликвидности и, тем самым, в увеличении эффективности инвестирования и стимулировании экономического роста;
- мобилизации капитала для получения эффекта масштаба.

Ориентированный на банки взгляд также обращает внимание на недостатки ориентированного на биржевые рынки подхода. Дж. Стиглиц, к примеру, доказывает, что хорошо развитые рынки быстро и открыто обнародуют информацию, что уменьшает стимулы к получению информации у индивидуальных инвесторов<sup>54</sup>. Таким образом, по утверждению Дж. Стиглица, развитые рынки акций обуславливают так называемую проблему «безбилетника» (в оригинале – «free rider»): ситуацию, при которой информация на рынках более доступна инвесторам не повышает стремления осуществлять поиск ими наиболее точек инвестирования (роста). Тем самым снижается вероятность того, что именно наиболее эффективные проекты будут профинансированы, что, в свою очередь, отражается на темпах развития экономики. Банки, в противоположность этому, смягчают эту проблему, так как формируют долгосрочные отношения с фирмами и не обнародуют информацию на открытых рынках незамедлительно.

В случае слияний и поглощений асимметричность затрат на получение информации также негативно влияет на инвестиционный механизм в экономике. К примеру, затративший на получение информации о субъекте хозяйствования – цели поглощения, вынужден будет приобретать предприятие по более высокой цене из-за роста цен на акции в связи с выставленными заявками «безбилетников» (которые получили информацию бесплатно). Таким образом, видно, что такой инструмент корпоративного контроля, как поглощение, работает менее эффективно – стимулы поиска информации снижаются.

Кроме того, наемные менеджеры при ориентированной на рынки финансовой системе могут включать механизмы противодействия возможному поглощению, так называемые «отравленные пилюли», которые на деле затрудняют поглощения, что ослабляет действие рынка как эффективного дисциплинирующего механизма. Под «отравленными пилюлями» в этом случае понимаются положения в Уставах, которые в условиях угрозы поглощения

---

<sup>54</sup> Stiglitz, J. E. Credit markets and the control of capital / J. E. Stiglitz // Journal of Money, Credit and Banking. – 1985. – Vol. 17, № 2. – P. 133–152.

разрешают производить действия, затрудняющие этот процесс, к примеру, эмиссию дополнительного объёма акций.

При кажущемся установленном со стороны акционеров контроле за управляющими (через Советы директоров), между коллегиальными органами и менеджментом могут складываться «сговоры», что существенно снижает уровень контроля со стороны акционеров. Механизм работает через установление высоких размеров вознаграждения членам Совета директоров по предложению управляющих с одной стороны и через принятие правил о «золотых парашютах» (сверхвысокое выходное пособие при увольнении) и «отравленных пилюлях» для менеджмента с другой стороны, что снижает привлекательность поглощения. Эти «сговоры» негативно влияют на эффективность корпоративного контроля при помощи рынка ценных бумаг.

Высокая ликвидность рынков акций также может негативно отражаться на распределении ресурсов в масштабах общества. Ликвидные рынки акций облегчают слияния и поглощения, однако приводят к появлению корпоративных «пиратов» (рейдеров), они могут обуславливать конфликты в экономической и социальной сферах.

В итоге, с точки зрения «банковского» подхода, высокий уровень развития рынков обуславливает слабые моменты в корпоративном управлении и снижает эффективность распределения ресурсов. Концентрированная структура собственности в странах с банковской моделью ставит ограничения для действий менеджеров против интересов акционеров.

Сторонники «банковской» точки зрения приводят ещё доводы о том, что банки – как хорошо скоординированные сообщества инвесторов – лучше разрозненных игроков рынка в мониторинге предприятий и уменьшении возможного риска неплатежа заемщиком. Подвижные рынки создают «близорукий» инвестиционный климат. На подобных рынках инвестор имеет возможность без лишних затрат продать свои акции, тем самым они имеют меньше оснований прилагать усилия для строгого корпоративного контроля. Тем самым, с точки зрения ориентированного на банки подхода преобладающее рыночное развитие может ослабить корпоративное управление и экономический рост.

Более того, мощные банки могут более эффективно воздействовать на предприятие-неплательщика с целью возврата долга по сравнению с раздробленным рынком, особенно в странах со слабым контролем за соблюдением договорной дисциплины. Следовательно, без мощных банков, влияющих на возврат долга, внешние инвесторы могут с неохотой финансировать индустриальный рост в странах с неразвитыми институтами. Таким образом, ориентированный на банки подход отстаивает точку зрения, согласно которой банки (при отсутствии регулятивного сдерживания их деятельности) могут использовать эффект масштаба при работе с информацией, уменьшать ущерб посредством эффективного мониторинга,

формировать долгосрочные отношения с предприятиями, смягчая искажения асимметричной информации, и, тем самым, стимулировать экономический рост.

В противоположность банковского типа точки зрения ориентированный на биржевые рынки подход освещает усиливающуюся роль успешно функционирующих рынков в:

- поддержке больших стремлений изучения фирм по причине того, что гораздо проще получить прибыль имея подобную информацию путем торговли на больших, ликвидных рынках;
- усилении корпоративного управления с упрощением процедур контроля и установления связи вознаграждения, выплачиваемого управленцам фирмы с финансовым состоянием предприятия;
- наличии прогрессивного риск-менеджмента.

Подход, ориентированный на биржевые рынки, также указывает на недостатки конкурирующей точки зрения (ориентированного на банки подхода). Особенно подчёркивается то обстоятельство, что крупные банковские структуры могут препятствовать инновациям посредством извлечения дополнительных доходов из новаторских проектов и защиты структур, близких к банковскому окружению. Более того, мощные банки, регулирующиеся не столь жестко, могут вступать в сговор с управляющими предприятий и, тем самым, препятствовать эффективному корпоративному управлению. В противоположность этому, конкурентные рынки капитала играют позитивную роль в сборе разрозненной информации и эффективно передают эти информационные сигналы инвесторам с выгодным сплетением финансирования предприятий и экономических результатов. Таким образом, сторонники ориентированного на рынок подхода подчёркивают, что биржевые рынки уменьшают механизмы снижения эффективности, присущие ориентированной на банки системе финансирования производства, и, тем самым, способствуют экономическому росту.

Аргументация сторонников «рыночного подхода» диаметрально противоположна «банковской», хотя основывается она на тех же категориях (стимулирование поиска информации, влияние на эффективность корпоративного контроля и другие).

К примеру, утверждается, что рынки позволяют собрать весь объем информации о новых технологиях и посредством рыночных цен отразить эти данные. Кроме этого, на ликвидных рынках игроки, получающие ценную информацию о компаниях, могут быстро получить прибыль путем спекуляции на их ценных бумагах, что свидетельствует о наличии стимулов к поиску новой информации.

Рынок акций, утверждают сторонники рыночного подхода, укрепляет корпоративный контроль за счет наличия механизма поглощений и наличия связи между доходами менеджеров и финансовым результатом деятельности компании.

Одним из основных преимуществ сторонники «рыночного» подхода считают преимущество эмиссионного финансирования по сравнению с долговым. Во-первых, за счет механизмов конкуренции, рынки стимулируют развитие предпринимательства в большей степени по сравнению с банками. Во-вторых, в случае «банковского» развития финансовой системы корпоративный контроль ослабевает в силу связанности юридических лиц: в «банковских» системах банки часто имеют крупные пакеты акций. Соответственно, имеется возможность сговора в ущерб интересам сторонних инвесторов что, негативно влияет на конкурентные механизмы и снижает эффективность корпоративного контроля.

Более того, рынок имеет мощный информационный инструмент – цены. Банки зачастую не имеют информации о текущих ценах на их бумаги и продолжают финансировать компании с недостаточными для отрасли показателями рентабельности. Исходя из этого делается вывод о том, что по сравнению с ориентированными на рынки, «банковские» системы имеют пробелы в механизмах определения оптимальности размещения средств. Предоставление ресурсов новейшим и наиболее прибыльным компаниям и проектам лучше обеспечивается в рамках рыночной модели.

Сторонники ориентированной на рынки точки зрения также акцентируют внимание на проблемах, которые порождают мощные и влиятельные банки.

Банки, как субъекты хозяйствования, привлекающие ресурсы за счёт использования по большей части долговых инструментов, обязаны проводить осторожную политику по размещению аккумулированных таким образом средств. Это может явиться сдерживающим фактором при кредитовании инновационных, рискованных (но доходных) проектов и, тем самым, сдерживать рост.

Ф. Аллеи и Д. Гейл утверждают, что банки, в целом успешно работают с информацией (осуществляют сбор и обработку). Однако, при рассмотрении нестандартных проектов – проектов с новыми продуктами и технологиями – они оказываются менее эффективными<sup>55</sup>.

Таким образом, ориентированные на открытые рынки финансовые системы более уместны в экономиках, основанных на знаниях, экономиках с высокой культурой принятия финансовых решений, чем «банковские».

Особенно много недостатков у банковской системы обнаруживается в случае финансирования молодых компаний. По мнению Р. Раджана и Л. Зингэйлза, банковская

---

<sup>55</sup> Allen, F. Comparing financial systems / F. Allen, D. Gale. – Cambridge : MIT Press, 2000. – 520 p.

система практически не дает шанса получить финансирования вновь организованным компаниям<sup>56</sup>. Типичный пример, приводимый авторами, – это средний возраст публичных размещений (Initial Public Offering – IPO) на Франкфуртской фондовой бирже за 1960–1990 гг. – 57 лет. Для США такой срок только существования корпорации уже позволяет отнести компанию к старым. В период революционных изменений в производственных отношениях, технологиях количество новых фирм растёт в геометрической прогрессии. В подобных ситуациях банковская система оказывается неспособной поддержать финансами необходимые изменения.

Ещё один недостаток банковского типа финансовой системы Р. Раджан и Л. Зингэйлз видят в том, что банки как правило, оказывают чрезмерную поддержку испытывающим финансовые затруднения фирмам (реструктуризация ссуд с целью недопущения просроченной задолженности). В стандартной ситуации это поддерживает устойчивость системы. Однако в периоды радикальных преобразований и технологических революций такой подход замораживает ресурсы в неэффективных проектах. Срок при этом удлиняется (из-за пролонгации ссуд).

Непрозрачность банковской системы также предоставляет большие возможности для манипуляций со стороны правительственных органов. В 1930-х гг. японское правительство использовало банковскую систему, ранее с его же помощью консолидированную, для перераспределения ресурсов в пользу Военно-промышленного комплекса (ВПК) – сектора с невысокими рыночными характеристиками.

Ещё одно направление полемики касается корпоративного управления в странах «банковской» модели. Сторонники «ориентированной на рынки» модели акцентируют внимание на рисках концентрации собственности у банков. Например, в Германии в начале 1990-х гг. банковские управленцы владели в среднем более 60% голосов (как реальные владельцы и как номинальные держатели) в 24 крупнейших компаниях страны, а в 11 предприятиях эта доля превышала 75%. Сходная ситуация отмечалась и в самих банках. На общих собраниях акционеров трех крупнейших германских банков доля голосов, переданных по номинальным держателям – управленцам банков, превышала 80%. Картина такова, что банковский менеджмент Германии реально получал от реальных акционеров контроль не только над финансово-кредитными учреждениями, но и над промышленностью страны. Такая концентрация, с точки зрения сторонников «рыночной» модели, нарушает действие рыночных механизмов и обуславливает снижение эффективности корпоративного управления.

---

<sup>56</sup> Rajan, R. Banks and markets: the changing character of European finance / R. Rajan, L. Zingales // National Bureau of economic research (USA). Working Paper 9595. – 2003. – 23 p.

На наш взгляд, «банковские» модели приемлемы на определенных этапах экономического развития и неадекватны с точки зрения эффективности на других. До 1970-х гг. развитие «банковских» экономик Германии, Японии и Франции проходило заметно более быстрыми темпами по сравнению с «рыночными» экономиками Великобритании и США. А в 1990-е гг. произошёл разворот в динамике показателей роста. Среднегодовые темпы роста ВВП в США составили 3,1%, Великобритании 2,6%, по сравнению с Францией - 2,1%, Германией - 1,7%, Японией -1,1%<sup>57</sup>.

Также делается вывод о полной применимости «банковской» модели финансовой структуры тогда, когда требуется финансирование проектов в значительных объемах, преимущественно на ранних стадиях промышленного развития с незначительной долей наукоемких отраслей. При этом сглаживается неэффективность законодательства (нормотворчества и контроля за исполнением актов). Хорошо применимы «банковские» модели в небольших по размерам, закрытых, однородных по составу экономиках.

По мнению Р. Раджана и Л. Зингэйлза, успешное функционирование «рыночных» финансовых систем возможно исключительно в экономиках с высоким уровнем раскрытия информации и защиты прав инвесторов. Банки в силу жесткого контроля над заёмщиком могут быть эффективными и при недостаточном развитии указанных принципиальных условий.

Из сказанного следует, что в государствах со слабой судебной-процессуальной системой, стандартами раскрытия информации мощные банковские структуры способны получить достоверную информацию от заёмщиков и обязать обслуживать свои обязательства, тем самым, способствуя развитию экономики, стимулируя экономический рост. Поэтому в странах со слабой правовой системой альтернативы банковскому финансированию просто нет.

Ещё одна группа экономистов представляют отход от ставших традиционными взглядов. Отвергая спор об определяющей роли модели финансовой системы, экономисты этой группы ставят во главу угла общий уровень её развития и законодательство. Банки и рынки бумаг решают аналогичные задачи. При анализе их влияния на экономический рост внимание должно акцентироваться на качестве и доступности финансовых услуг, а не субъекте, их предоставляющем. Более того, банки и рынки ценных бумаг взаимно дополняют друг друга, предоставляя финансовые услуги и способствуя экономическому росту.

Авторы этого направления замечают, что банки и рынки могут играть взаимодополняющую роль в обеспечении экономического роста. Например, через механизмы конкуренции, в том числе в области корпоративного контроля. Эти механизмы предоставляют

---

<sup>57</sup> Всемирный банк [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://data.worldbank.org/> (дата обращения: 15.05.2023).



альтернативные способы привлечения ресурсов, при этом снижаются возможные риски негативного влияния на экономику гиперконцентрации власти банков.

Взгляд угла законодательства обращает внимание на то, что финансовая жизнь общества определяется набором договоров. Эти договоры определяются и, в той или иной степени исполняются, юридическими нормами и механизмами принуждения. С этой точки зрения, должным образом функционирующая законодательная система способствует развитию как биржевых рынков, так и финансовых посредников (банков). А общий уровень развития финансовой системы, определяемый степенью развития законодательства, влияет на эффективность размещения ресурсов и экономический рост. Эта концепция особо выделяет тот факт, что в различных правовых системах по-разному решаются вопросы защиты прав собственников (включая акционеров) и кредиторов, в том числе при их взаимоотношениях с государством, что самым тесным образом связано с развитием финансовой системы.

Подводя итог рассмотрению влияния различных типов финансовых систем на экономический рост, отметим, что банковская модель (с крупными пакетами акций корпоративных инвесторов и государства, относительно небольшим количеством держателей акций, более значительной ролью рынка долговых ценных бумаг по сравнению с долевыми) во многом противопоставляется с рыночной модели финансирования экономики (с раздробленным акционерным капиталом, большим количеством миноритарных инвесторов, преобладающей ролью рынка акций по сравнению с рынком облигаций). Зачастую учёные пытаются найти взаимосвязь между структурой финансовой системы и уровнем экономического роста. Между тем, обе описанные структуры имеют преимущества и недостатки, и в настоящее время той или иной модели в «чистом виде» нет. Страны с разными каналами перераспределения ресурсов могут иметь схожие показатели экономического роста. Появляются отличные от традиционных взглядов точки зрения, акцентирующие внимание на правовой или политической системах.

### *Индикаторы развития финансовой системы*

Как может быть оценен уровень развития национальной финансовой системы? Необходимое условие оценивания развития финансовой системы – это наличие системы показателей, с помощью которой можно было бы как задать целевые ориентиры, так и отслеживать эффективность функционирования финансового сектора. Этот вопрос связан с анализом как качественных, так и количественных характеристик развития финансовой системы. Анализ качественных характеристик предполагает прежде всего обращение к функциям, выполняемым финансовой системой, а также способности финансовой системы к реализации этих функций. Развитие финансовой системы имеет место, когда финансовые

инструменты, рынки и посредники уменьшают – хотя и не обязательно устраняют – асимметрию информации, операционные и транзакционные издержки и, соответственно, обеспечивают улучшение реализации ключевых функций финансовой системы в должном качестве и нужном объеме<sup>58</sup>.

В количественном аспекте уровень развития финансовой системы характеризуется различными показателями, являющимися иллюстративными, основной смысл которых – оценить масштабы финансового сектора относительно размеров национальной экономики, оценить активность финансового сектора и эффективность деятельности финансовых институтов и т. д. При разработке системы показателей функционирования и развития финансовой системы можно использовать индикаторы, предложенные в исследованиях Мирового Банка, также, в частности, в работе [Beck, et al., 1999]<sup>59</sup>.

Один из первых индикаторов развития финансовой системы является финансовая глубина (*financial depth*). Этот индикатор был введен в 1980-е гг. экспертами Мирового банка при исследовании уровня обеспеченности финансовыми ресурсами страны (группы стран) для обеспечения потребностей экономического развития. Позднее он стал более комплексным и начал использоваться для оценки уровня финансового посредничества и его сегментов<sup>60</sup>. Для его расчета привлекались индикаторы денежной массы и ликвидных обязательств коммерческих банков и нефинансовых институтов. Под финансовой глубиной экономики стала пониматься ее пронизанность финансовыми отношениями, насыщенность деньгами, финансовыми инструментами и институтами<sup>61</sup>.

Согласно предложенной методологии, индикатор финансовой глубины – это показатель, который демонстрирует удельный вес сегмента или института финансового рынка относительно ВВП или другого финансового индикатора и характеризует степень финансирования деятельности экономических субъектов за счет финансовых рынков и институтов. Например, финансовая глубина определяется как сумма внутреннего кредита и капитализации рынка ценных бумаг в процентном отношении к ВВП. Этот индикатор, таким образом, объединяет параметры банковской системы и развития фондового рынка. Он также связан с параметрами насыщенности хозяйственного оборота страны денежными и финансовыми инструментами и предполагает развитость финансовой архитектуры. База данных

---

<sup>58</sup> Levine, R. Finance and growth: theory and evidence, in Handbook of Economic growth, eds: Ph. Aghion, S. Durlauf / R. Levine // Elsevier science. – 2005. – Vol. 1. – P. 865–934.

<sup>59</sup> Beck, T. A new database on financial development and structure / T. Beck, A. Demirgüç-Kunt, R. Levine // The World Bank. Policy Research Working Paper Series 2146. – 1999. – 31 p.

<sup>60</sup> Christopoulos, D. Financial development and economic growth: evidence from panel unitroot and cointegration tests / D. Christopoulos, E. Tsionas // Journal of Development Economics. – 2004. – Vol. 73. – P. 55–74.

<sup>61</sup> Миркин, Я. М. Посткризисная стратегия развития финансового сектора России / Я. М. Миркин // Финансы: теория и практика. – 2009. – № 2. – С. 12–17.

Всемирного банка по финансовой структуре Financial Structure Database (FSD) включает в себя 31 индикатор финансовой глубины<sup>62</sup>. При этом, на основе представленных в этих базах индикаторов, можно конструировать дополнительные аналитические показатели, отвечающие задачам исследования.

Более того, с развитием системы транснациональных связей, ростом масштабов международных операций на рынке капиталов, внешних активов и обязательств страны стал использоваться глобальный индекс финансовой глубины экономики. Он рассчитывается не только на основе показателей национальной финансовой системы, но и учитывает позицию той или иной страны в мировых финансах, тем самым позволяя дать более полное представление о степени ее интегрированности в международную финансовую систему.

Таким образом, показатели финансовой глубины позволяют дать оценку возможностей финансовой системы аккумулировать и распределять финансовые ресурсы для обеспечения потребностей динамики национальной экономики. Кроме того, финансовая глубина обеспечивает корректность насыщенности финансовой системы деньгами, финансовыми инструментами и институтами.

Наряду с этим индикатором, есть ряд важных других индикаторов, характеризующих уровень развития национальной финансовой системы. В их числе индикаторы финансовой доступности и эффективности, отражающие степень доступности экономических субъектов к финансовым услугам, и эффективность управления потоками капитала и их структурой.

Индекс финансового развития (Financial Development Index), разработанный Международным Валютным Фондом для оценки финансового сектора и ежегодно рассчитываемый его экспертами, строится также именно на основе этих трех параметров: глубины (FD), доступности (FA) и эффективности (FE), рассчитываемых для финансовых рынков и финансовых институтов в стране<sup>63</sup> (см. рисунок 1.3).

---

<sup>62</sup> Всемирный банк [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://www.worldbank.org/en/publication/gfdr/data/financial-structure-database> (дата обращения: 15.05.2023).

<sup>63</sup> IMF Rethinking financial deepening: stability and growth in emerging markets [Электронный ресурс] / International Monetary Fund. – 2015. – Режим доступа: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2015/sdn1508.pdf> (дата обращения: 15.05.2023).



Рисунок 1.3 – Индекс финансового развития, разработанный МВФ<sup>64</sup>

Значение каждого показателя, характеризующего глубину, доступность и эффективность национальной финансовой системы, располагается в диапазоне между 0 и 1, при этом более высокие значения свидетельствуют о более высоком уровне финансового развития. Затем рассчитанные показатели агрегируются в шесть субиндексов, которые представляют собой средневзвешенную величину входящих в их расчет показателей. И, наконец, полученные субиндексы по такой же методике формируют итоговый индекс.

<sup>64</sup> Составлено по: Financial Development (FD) [Электронный ресурс] / International Monetary Fund. – Режим доступа: <https://data.world/imf/financial-development-fd> (дата обращения: 15.05.2023).

## ГЛАВА 2. ОСОБЕННОСТИ РОССИЙСКОЙ ФИНАНСОВОЙ СИСТЕМЫ И ПОДХОДЫ К ОЦЕНКЕ ЕЕ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ЗНАЧИМОСТИ

### 2.1 Становление и развитие финансовой системы РФ

На сегодняшний день финансовая система выступает одним из ключевых составляющих социально-экономического развития российского государства. В России преобразование национальной финансовой системы началось раньше всех экономических структур, так как финансовая система плановой экономики не позволяла даже приступить к решению задач перехода к рынку. Эти реформирования коснулись всех звеньев финансовой системы.

Рассматривая становление и развитие финансовой системы России, можно выделить 7 основных этапов.

Первый этап – это период с IX по XV век. В это время активно развиваются торгово-денежные отношения, появляется денежная единица, возникает понятие внутреннего рынка.

Второй этап – это период с XV по XVII век – формируется бюджет, появляется налогообложение. В это время также начинает работу первый официальный орган, который осуществляет контроль за налогообложением – Сенат.

Третий этап – это период с XVII по XIX век – в это время отмечается уже становление финансовой системы. Проводятся денежные реформы, появляется банк, утверждается официальная денежная единица. Также этот период ознаменован появлением рынка ценных бумаг.

Четвертый этап – это период с 1917 по 1925 гг. Разваливается установленная финансовая система, а также налоговая система. Формируется система денежного коммунизма. В эти годы наблюдается децентрализация эмиссии денег.

Пятый этап – это период с 1925 по 1992 гг. – формируется командно-административная система. Она направлена на стабилизацию экономической ситуации в стране путем искоренения неравенства. Руководство при этом должно было вестись из единого центра. Важная роль отводилась огосударствлению народного хозяйства. При этом государство устанавливало планы для предприятий, которые должны были выполняться.

Шестой этап – это период с 1992 г. – переходная модель финансовой системы страны. Она принесла свободы предприятиям. В этот период заметно возросло количество небанковских посредников, формировался рынок ценных бумаг и возрождались негосударственные страховые фонды.

Седьмой этап – это период с 2015 г. – первые ощущения действий экономических санкций против России, начинаются процессы трансформации национальной финансовой

системы в сторону обеспечения самостоятельности, независимости. Формируется цифровая трансформация финансовой системы, появляются первые законопроекты о регулировании цифровых отношений.

В условиях антироссийских санкций, которые начались вводиться с 2014 г., и значительного понижения цен на нефть и газ на мировом рынке, финансовая система России могла выстоять, она даже укрепилась. К этим факторам с весны 2020 г. добавился еще один – пандемия коронавирусной инфекции COVID-19. А с февраля 2022 г. введены полномасштабные санкции с явной целью попытаться обрушить экономику России, которые привели к кардинальному изменению условий для российской финансовой системы и экономики.

Проанализируем информацию, раскрывающую состояние бюджетной и банковской систем, рынков ценных бумаг и страхования, а также валютной политики государства. Именно эти элементы формируют общую структуру национальной финансовой системы современной экономики России.

#### *Бюджетная система*

В современных условиях социально-экономической нестабильности важным элементом экономической политики и стратегии развития финансовой системы России является формирование эффективной бюджетной системы. В РФ существует три уровня бюджетов: федеральный, бюджеты субъектов и муниципальные бюджеты.

Главными особенностями формирования доходов и расходов государственного бюджета России являются влияние нефтегазового сектора, воздействие политики социально-экономического выравнивания регионов и влияние общего вектора развития государства. Устойчивость бюджетной системы – основа социально-экономического развития РФ. В связи с негативным влиянием внешних и внутренних экономических факторов государственные органы власти сталкиваются с необходимостью принятия быстрых решений для достижения устойчивости бюджетов.

Нестабильная ситуация в экономической и финансовой деятельности государства отражается на дефиците бюджета. Предпосылки бюджетного дефицита могут быть всяческими. Доходы постоянно являются по сути отображением состояния экономики государства, следовательно, малоэффективная экономика непременно порождает трудности в балансировании бюджета. К причинам бюджетного дефицита также относятся<sup>65</sup>:

- экономический кризис;

---

<sup>65</sup> Гварлиани, Т. Е. Проблемы формирования бюджетных расходов в условиях дефицита бюджетов // Сервис plus. – 2017. – № 4. – С. 65–77.

- неспособность государства управлять финансовой ситуацией;
- высокий уровень проявления коррупционных схем и преступлений в государственном управлении;
- рост социальных программ, не обеспеченных доходами государства;
- неэффективная налоговая политика, приводящая к высокой доле теневой экономики;
- бюджетный федерализм.

Как один из негативных факторов бюджетного дефицита в России можно обозначить также нецелевое расходование бюджета. Важно отметить и то, что современный этап развития бюджетной системы РФ связан с негативными влияниями распространения пандемии коронавируса COVID-19 и антироссийских экономических санкций. На рисунке 2.1 продемонстрированы изменения профицита/дефицита федерального бюджета РФ.

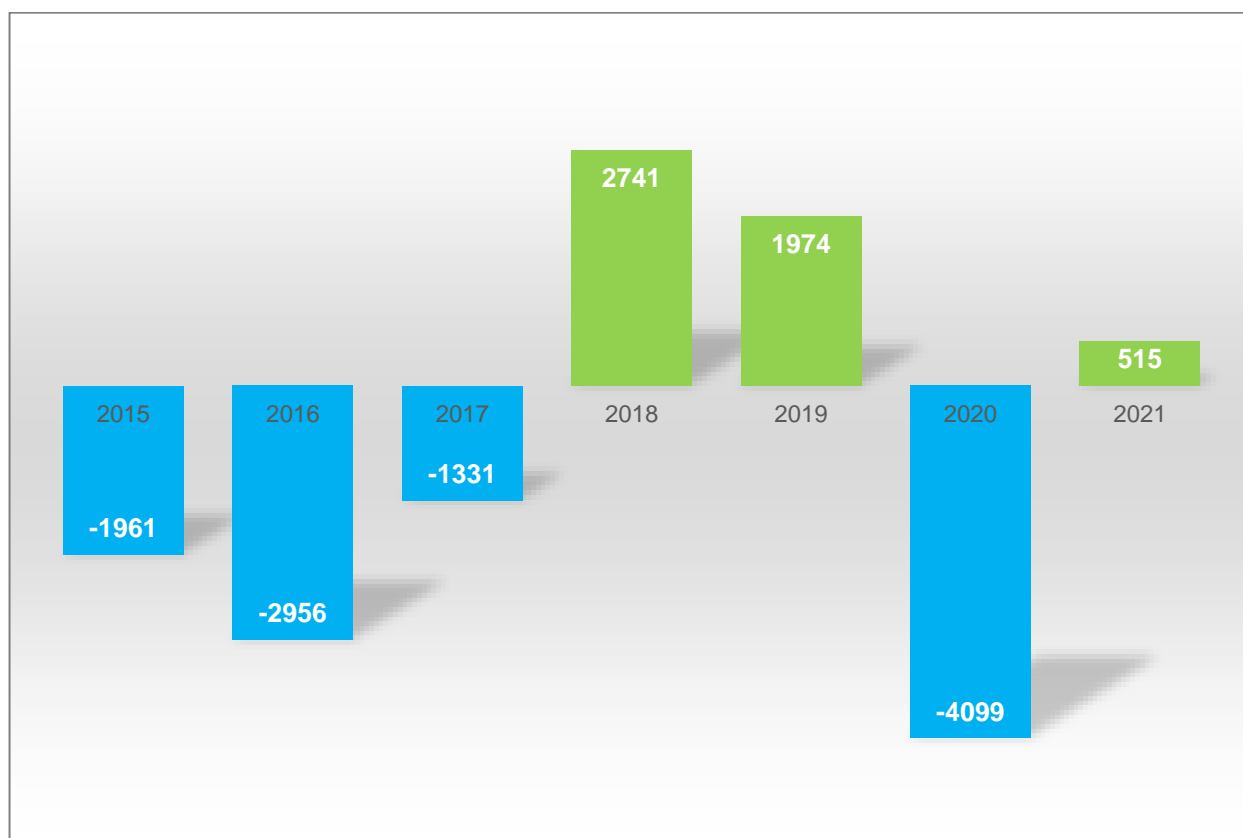


Рисунок 2.1 – Динамика профицита/дефицита государственного бюджета РФ в период 2015–2021 гг., в млрд рублей<sup>66</sup>

В период с 2015 по 2017 г. наблюдался дефицит бюджетных средств от 1331 млрд рублей до 2956 млрд рублей. В 2018 и 2019 гг. ситуация улучшилась. Применение механизмов

<sup>66</sup> Построено по данным Росстата.

оптимизации структуры доходов и расходов, включая увеличение налоговых поступлений от нефтегазового сектора экономики позволили выйти в зону профицита. Так в 2018 г. размер превышения объема бюджетных доходов над расходами составлял 2741 млрд рублей. Но по итогам 2020 г. наблюдался дефицит бюджетных средств государства, составляющий рекордные за 10 лет -4099 млрд рублей. А по итогам 2021 г. зафиксирован профицит в 514,76 млрд рублей благодаря увеличению цен на нефть и быстрому восстановлению российской экономики. Но есть вероятность того, что полномасштабные антироссийские санкции, которые начали вводить с конца февраля 2022 г., нанесут большой ущерб экономике России, что проблема бюджетного кризиса для России вновь станет актуальной.

Анализируя же особенности распределения государственных финансов в России, стоит отметить, что в основном, бюджетные средства идут на обеспечение социально-экономической политики страны. Также, есть статьи бюджетных расходов, относящихся к системе национальной безопасности, которая может резко увеличиться в связи с проведением Россией специальной военной операции на Украине (см. рисунок 2.2).





Рисунок 2.2 – Структура расходов федерального бюджета РФ на оказание государственных услуг в период 2014–2021 гг., в трлн рублей<sup>67</sup>

### *Банковская система*

На сегодняшний день банковская система – системообразующий элемент развития рыночной экономики РФ. Ключевой задачей кредитных организаций является аккумуляция и распределение денежных средств между различными формами субъектов хозяйствующей деятельности, каждый из которых потребляет или производит.

Анализируя текущее состояние банковской системы России, обратим внимание на изменения в размере активов российских банков. На рисунке 2.3 изображена динамика совокупных активов<sup>68</sup> банковской системы России в период 2014–2022 гг.

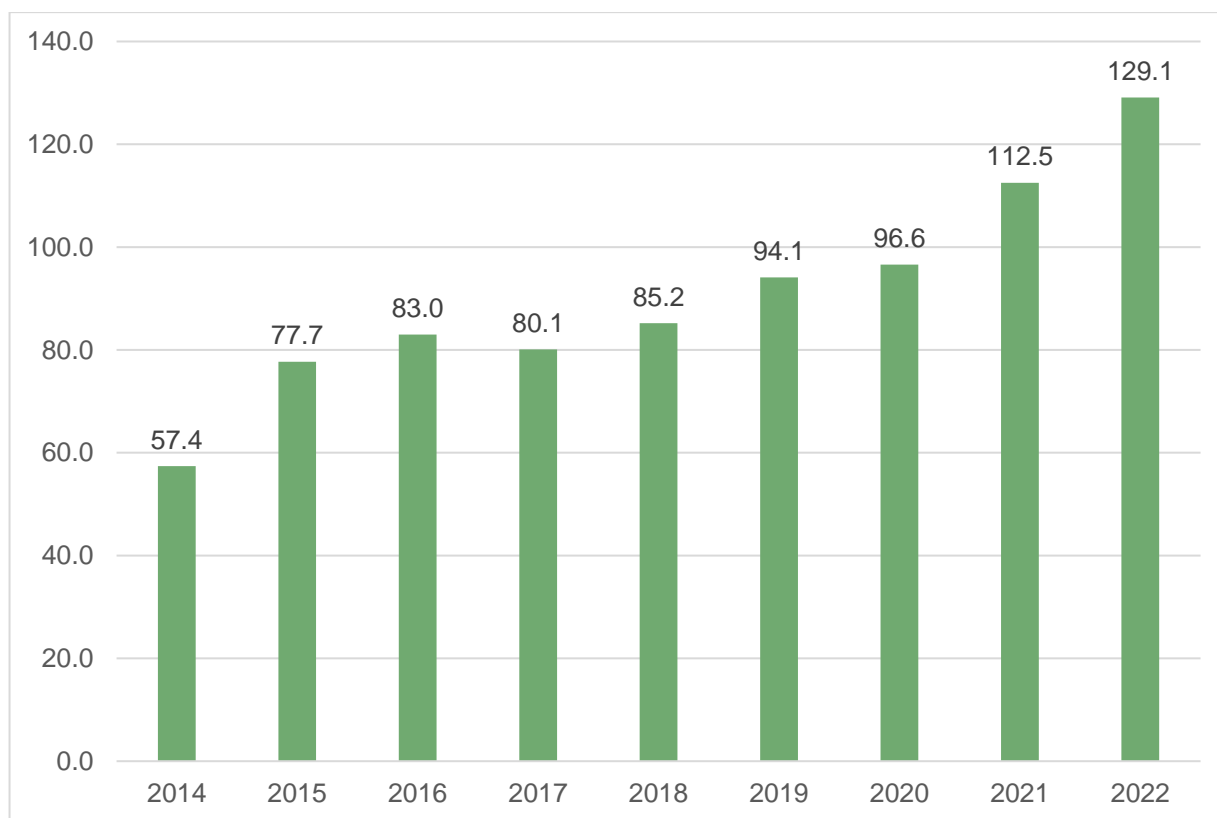


Рисунок 2.3 – Динамика совокупных активов банковской системы России в период 2014–2022 гг., в трлн рублей<sup>69</sup>

<sup>67</sup> Построено по данным Росстата.

<sup>68</sup> Справочно: совокупные активы банковского сектора без вычета сформированных резервов и налога на прибыль.

<sup>69</sup> Составлено по: Обзор банковского сектора Российской Федерации [Электронный ресурс] / Банк России. – Режим доступа: [https://www.cbr.ru/statistics/bank\\_sector/review/](https://www.cbr.ru/statistics/bank_sector/review/) (дата обращения: 15.05.2023).

В период с 2014 по 2022 г. размер совокупных активов банковской системы России вырос с 57,4 трлн рублей до 129,1 трлн рублей – больше чем в два раза, несмотря на отрицательные влияния условий враждебных антироссийских санкций и пандемии коронавируса COVID-19. Таким образом, развитие банковской системы России характеризуется положительными результатами своей деятельности. Кредитные организации имеют достаточный уровень финансовой устойчивости.

Благодаря коммерческим банкам, в стране создается финансовая инфраструктура, которая обеспечивает население потребительскими кредитами на поддержание размера совокупного спроса, а предпринимательские структуры коммерческими кредитами, которые позволяют финансировать производственную деятельность организаций и увеличивать их объем производства.

Тем не менее, следует ожидать, что ввиду современных условий ограничительных мер для российских банков, могут быть формированы различные угрозы и риски, которые могут отрицательно повлиять на устойчивость банковской системы России и привести к негативным последствиям, как:

- снижение объема розничных продаж банковских продуктов, включая снижение объема потребительского кредитования;
- увеличение рисков кредитного портфеля банков, включая рост просроченной потребительской задолженности и проблемного кредитного портфеля.

### *Рынок ценных бумаг*

Для того, чтобы проанализировать тенденции развития рынка ценных бумаг РФ, стоит сперва обратиться к динамике биржевого индекса российского фондового рынка – ММВБ<sup>70</sup> (см. рисунок 2.4). По нашему мнению, данный финансовый актив выступает ключевым индикатором развития отечественной финансовой системы, включая рынка ценных бумаг и паевых инвестиционных фондов (далее – ПИФ). Его изменения котировок демонстрирует увеличение/уменьшение рыночной капитализации фондового рынка России. Чем выше значения, то тем вероятнее доходнее становятся инвестиции инвестиционных фондов.

---

<sup>70</sup> ММВБ – сокращение от «Московская межбанковская валютная биржа».



Рисунок 2.4 – Динамика биржевого индекса ММВБ<sup>71</sup>

За стартом специальной военной операции на Украине индекс ММВБ в моменте обрушился на 45,3% (до 1685 пунктов), а индекс РТС<sup>72</sup> – почти на 50% (до 611 пунктов). Это падение стало новым рекордом в истории фондовой биржи РФ. По итогам торгов бумаги частично отыграли падение, но оно всё-таки составило 33,3% по ММВБ и 39,4% по РТС. После введения дискретных аукционов по ценным бумагам и отмены утренних сессий, с 28 февраля торги на российском рынке акций были приостановлены до последующего открытия в конце марта 2022 г.

До этого падения рыночная капитализация фондового рынка России демонстрировала восходящую тенденцию и к началу 2021 г. достигла уровня своего исторического максимума – 3525 пунктов.

<sup>71</sup> Интерактивный график финансового инструмента МОЕХ / TradingView. – Режим доступа: <https://ru.tradingview.com/symbols/МОЕХ-МОЕХ/> (дата обращения: 15.05.2023).

<sup>72</sup> РТС – сокращение от «Российская торговая система». По сути, индекс РТС – это долларový аналог индекса ММВБ.

С учетом текущей ситуации, по нашему мнению, на восстановление показателей уровня 2021-го может уйти около двух-трех лет. Негативное влияние на фондовый рынок оказывает не только геополитическая напряженность, но и нестабильность мировой экономики и высокий уровень инфляции.

Также, необходимо выделить список наиболее главных проблем, которые препятствуют развитию инвестиционных фондов в РФ, из-за чего рынок ценных бумаг сталкивается с весомым барьером своего становления.

1. Низкий уровень информационной прозрачности ПИФов об их доходности и рисках при основной коммерческой деятельности. Сущность данной проблемы заключается в том, что на официальных сайтах ПИФов отсутствует иногда информация о таких показателях, как:

- доходность ПИФа за определенный период времени;
- индикаторы риска инвестиционного портфеля ПИФа;
- коэффициент соотношения доходности и риска инвестиционного портфеля.

2. Отсутствие механизма, гарантирующего защиту финансового капитала инвесторов и вкладчиков ПИФов. Сущность данной проблемы заключается в том, что инвесторы, которые приобретают ПИФы рискуют своим собственным капиталом и имуществом. Однако, нет механизмов, которые гарантируют защиту финансового капитала инвесторов от таких случаев, как:

- непрофессиональной компетентности управляющих инвестиционного портфеля;
- недобросовестной деятельности управляющей компании;
- банкротства управляющей компании, которая управляла данным ПИФом.

3. Низкий уровень развитости биржевых инвестиционных фондов, которые могут стать альтернативой открытым инвестиционным фондам и, как минимум, занять второе место по размеру СЧА<sup>73</sup> после открытых инвестиционных фондов, превысив показатели закрытых и интервальных инвестиционных фондов.

Сущность данной проблемы заключается в том, что на сегодняшний день в отечественной практике России существуют определенные законодательные ограничения, не позволяющие функционировать ETFам<sup>74</sup>, главным преимуществом которых выступает то, что их цена определяется по итогам торгов на бирже в режиме реального времени, при непосредственной зависимости цены пая от динамики того индекса, который он воспроизводит.

---

<sup>73</sup> СЧА – сокращение от «Стоимость чистых активов фонда». СЧА – это стоимость имущества фонда, находящегося в управлении.

<sup>74</sup> ETF – сокращение от «Exchange Traded Fund». ETF – это биржевой инвестиционный фонд, зарегистрированный вне пределов России, но акции которого можно приобрести на российском фондовом рынке.

Для того, чтобы решить данные проблемы, что позволит простимулировать перспективы дальнейшего развития рынка ценных бумаг через механизм развития ПИФов в РФ, можно предложить следующие пути решения.

Для решения первой проблемы необходимо принятие законодательного решения, которое будет обязывать управляющих ПИФов публиковать определенную информацию в средствах массовой информации, свободно и публично доступной для всех читателей, пользователей и инвесторов.

Для решения второй проблемы необходимо создание специального фонда гарантирования инвестиционного капитала, который граждане России вкладывают в ПИФы. Механизм создания фонда гарантирования может быть похожим с тем фондом, который используется в банковском секторе России. Так, управляющие компании, создающие ПИФы, обязаны будут ежеквартально откладывать определенную долю активов под резервное страхование, средства которого будут использовать для обеспечения механизма гарантий.

Для решения третьей проблемы необходимо внесение существенных поправок в законодательную базу России. Например, можно принять закон, который позволит сделать биржевые инвестиционные фонды отдельным инвестиционным инструментом, наподобие АИФов<sup>75</sup>.

### *Рынок страхования*

Рынок страховых услуг является важным структурным элементом национальной финансовой системы РФ. Рыночная капитализация этой отрасли в России с каждым годом растёт. В последние годы несмотря на условия антироссийских санкций и пандемии коронавирусной инфекции COVID-19, этот рост составил 4,1% в 2020 году, 17% в 2021 году (см. рисунок 2.5)<sup>76</sup>.

---

<sup>75</sup> АИФ – сокращение от «Акционерные инвестиционные фонды».

<sup>76</sup> Обзор ключевых показателей деятельности страховщиков [Электронный ресурс] / Банк России. – 2021. – № 4. – Режим доступа: [https://www.cbr.ru/analytics/insurance/overview\\_insurers/](https://www.cbr.ru/analytics/insurance/overview_insurers/) (дата обращения: 15.05.2023).

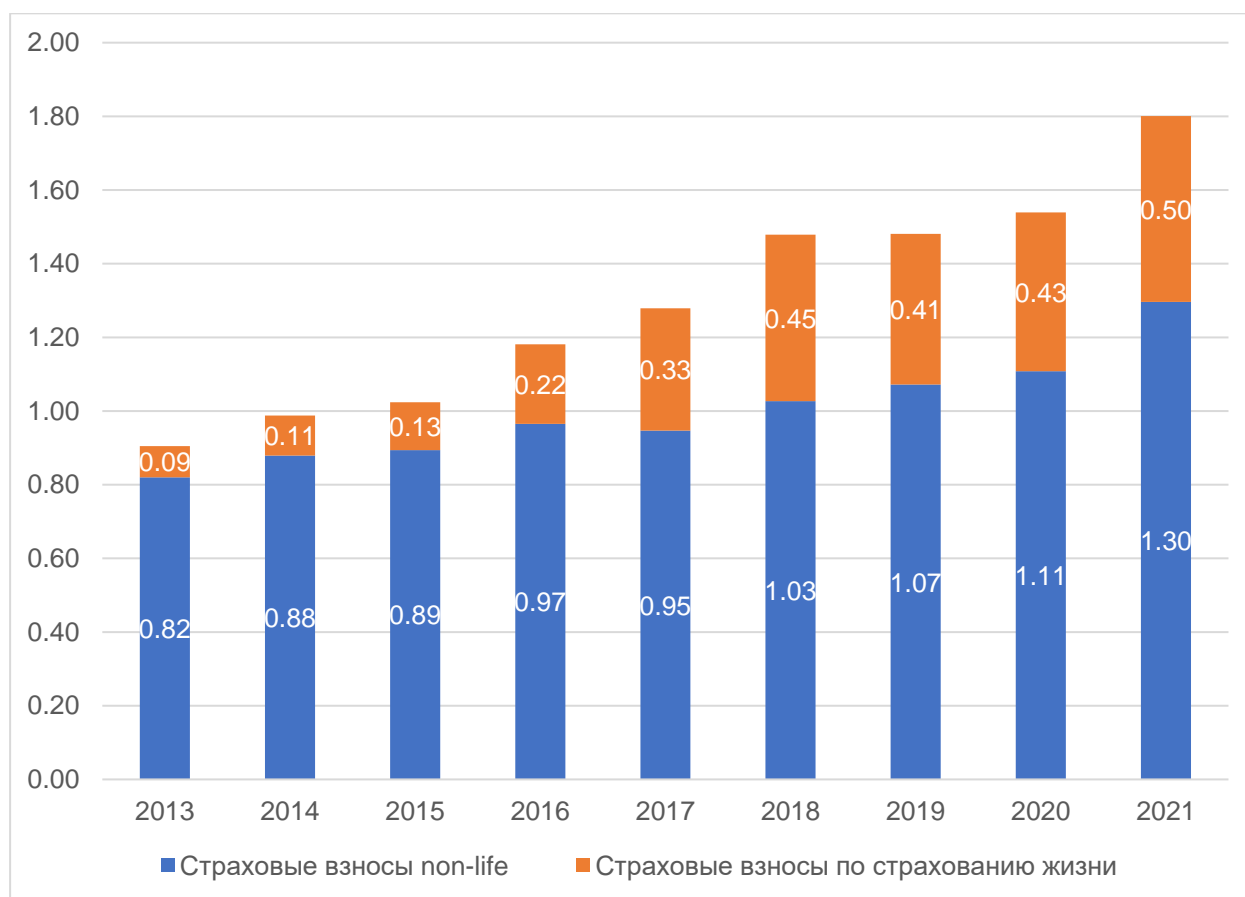


Рисунок 2.5 – Динамика рыночной капитализации страховой отрасли РФ в период 2013–2021 годы, в трлн рублей<sup>77</sup>

Анализируя внутренние факторы развития страховой отрасли России, важно отметить, что одним из направлений/продуктов страховых компаний выступает обязательное страхование ОСАГО<sup>78</sup>, где присутствует следующий ряд актуальных проблем, к которым относятся:

1. Снижение объема компенсационного фонда, что клиентами страховая ответственность расценивается, как негативный сигнал, означающий возможное отсутствие материальной и финансовой компенсации в случае наступления страхового случая.

2. Усиление фактора судебной практики при расследовании страховых случаев в ОСАГО, что, во-первых, увеличивает сроки осуществления страховой выплаты в случае наступления страхового случая; во-вторых, делает трудным механизм материальной и финансовой компенсации в случае наступления страхового случая.

3. Увеличение количества случаев мошенничества и экономических преступлений в направлении страхования ответственности ОСАГО. Последствиями мошеннических действий выступает, как увеличение объема страховых выплат по сфабрикованным страховым случаям,

<sup>77</sup> Составлено по: Динамические ряды основных показателей деятельности страховщиков [Электронный ресурс] / Банк России. – Режим доступа: [https://www.cbr.ru/statistics/insurance/ssd\\_stat/](https://www.cbr.ru/statistics/insurance/ssd_stat/) (дата обращения: 15.05.2023).

<sup>78</sup> ОСАГО – сокращение от «Обязательное страхование гражданской ответственности автомобилиста».

так и увеличение числа отказов со стороны страховых компаний проводить выплаты по доказанным страховым случаям. Такая проблема, в свою очередь, выступает дополнительным триггером при усилении фактора судебной практики в рамках расследования страховых случаев ОСАГО.

Вместе с тем, на наш взгляд, при анализе развития страхового рынка РФ необходимо выделить следующий ряд факторов, которые могут стать драйверами дальнейшего роста капитализации этой отрасли, что увеличит его вклад в развитии финансовой системы России:

- оптимизация ценовой политики на страховые продукты и все частое включение программы потребительской лояльности;
- оптимизация перекрестных продаж;
- повышение уровня проникновения продуктов на одного клиента;
- автоматизация бизнес-процессов внутри страховых компаний, что позволит им снизить издержки на рабочий персонал, аренду офисов и так далее.

#### *Валютная политика*

Современный этап развития финансовой системы России характеризуется также цифровой трансформацией экономики РФ, что приводит к внедрению новых инструментов и продуктов финансовой системы, среди которых криптовалюта, электронные валюты и цифровые валюты.

Главным этапом дальнейшего развития рынка криптовалют и цифровых валют можно считать создание национальных криптовалют, к которым относится и цифровой рубль. Преимущества национальных криптовалют прежде всего, это признание со стороны государства. Это означает, что национальная криптовалюта будет абсолютно законным платежным средством и компенсирует традиционную бумажную валюту.

Цифровой рубль – это деньги, которую Банк России планирует выпускать в цифровой форме в дополнение к существующим формам денег. Экономически ключевая инновация в выпуске цифрового рубля заключается не в новой форме денег, а в расширении прямого доступа экономических агентов к обязательствам ЦБ РФ. Следует брать в расчет, что цифровой рубль может иметь и положительное, и негативное влияние на тенденции и перспективы развития национальной финансовой системы РФ. По нашему мнению, создание цифрового рубля будет нести в себе следующие риски, как:

1. Повышение уровня недоверия участников денежно-кредитного рынка к центральному банковскому регулятору, функций регулирования у которого станет теперь ещё больше.

2. Создание цифрового рубля, его эмиссия и финансовый контроль требуют увеличения бюджетных расходов государства через поддержание регуляторных функций ЦБ РФ.

3. Создание цифрового рубля приведет к конкурентному давлению на инновационные финансовые продукты, включая банковские инновации.

4. После внедрения цифрового рубля денежная масса в экономике страны, скорее всего, увеличится, что позволит заемщикам уйти из рынка банковского кредитования.

Также считаем, что введение цифрового рубля может повлиять на условия финансовой политики государства. В частности, это обусловлено тем, что после введения цифрового рубля произойдут кардинальные изменения при расчете объема денежной массы в экономике страны.

Анализируя же зарубежный опыт, стоит отметить, что наиболее успешным в выпуске цифровой национальной валюты оказался Китай. Первоначально создание цифровой валюты в этой стране было связано с необходимостью уйти от расчетов в долларах США. Для Народного банка Китая цифровой юань является инструментом для борьбы за лидерство в финансовой сфере<sup>79</sup>.

С нашей точки зрения, цифровой рубль может иметь те же цели в этот трудный период международных отношений с некоторыми другими странами мира. Поскольку отключение российских банков от международной платежной системы SWIFT<sup>80</sup>, включение их в список SDN<sup>81</sup> США и другие санкции негативно влияют на функционирование национальной финансовой системы России. Для страховки от таких действий возможным выглядит создание и свободный оборот цифрового рубля.

## **2.2 Методические альтернативы в оценке роли финансовой системы в обеспечении экономического роста Российской Федерации**

По мнению некоторых исследователей, одним из первых учёных, акцентировавших внимание научной общественности на связи финансовой системы и экономического роста страны, является У. Бэджгот, который в 1873 г. в работе «Ломбард-стрит: описание денежного рынка»<sup>82</sup> рассмотрел на конкретных практических ситуациях направления данного влияния.

---

<sup>79</sup> Вершинина, О. В. Анализ возможностей и рисков введения в обращение цифровых валют центральных банков на примере «цифрового рубля» / О. В. Вершинина, Я. Г. Лабушева, И. С. Султаниев // Вестник Российского нового университета. – 2021. – № 1. – С. 51–60.

<sup>80</sup> SWIFT – сокращение от «Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication».

<sup>81</sup> SDN (Specially Designated Nationals) – блокирующие санкции США. Для банка это означает запрет работать с американской финансовой системой и влечёт: - заморозку всех активов в США. Банки не могут пользоваться и распоряжаться счетами и имуществом, которое находится на территории страны; - запрет вести дела со всеми американскими лицами – и гражданами, и компаниями; - запрет на работу с долларами.

<sup>82</sup> Bagehot, W. Lombard Street: A Description of the Money Market / W. Bagehot. – London : Henry S. King & Co, 1873. – 359 p.



Все ситуации, рассмотренные в работе У. Бэджгота, происходили на денежном рынке Англии, что позволило сделать вывод автору о расширяющем воспроизводстве в результате оборота ссудного капитала в экономике, которое реализуется следующим образом: капитал хранится в банке → какая-нибудь отрасль в экономике становится прибыльной и привлекает в себя ссудный капитал → активнее развиваться начинают связанные с данной отраслью сферы → приток ссудного капитала происходит и в данных отраслях и т. д. Сделанный У. Бэджготом вывод схож с описанием мультипликативных процессов в экономике, при этом отмечается связь между финансами и экономическим развитием английской экономики<sup>83</sup>.

Следующей вехой в данном направлении можно назвать работу Й. Шумпетера «Теория экономического развития»<sup>84</sup>, подчеркивавшего позитивную роль банковских институтов в перераспределении ресурсов как один из факторов экономического роста. Й. Шумпетер сделал первое четко сформулированное заявление о том, что финансовые операции занимают центральное место в экономическом росте. Он не использовал современный язык финансовых операций, но привел в качестве примера банкира. Вместо термина «экономический рост» он использовал термин «развитие». Й. Шумпетер писал следующее: «Банкир стоит между теми, кто хочет образовать новые объединения, и владельцами производственных средств. Он по существу является феноменом развития, хотя только тогда, когда никакая центральная власть не руководит общественным процессом. Он делает возможным осуществление новых комбинаций, уполномочивает людей, так сказать, от имени общества создавать их. Он – эфор<sup>85</sup> рыночного хозяйства» [Шумпетер, 1982, с. 46]. По мнению данного ученого, движущие силы экономического развития могут быть активизированы двумя способами: через авторитарную власть или посредством распространения банковских кредитов в экономике (последний способ реализуем только в условиях рыночной экономики или без вмешательства государства). Углубление данного подхода учёным было произведено в его следующей работе «Деловые циклы: теоретический, исторический и статистический анализ капитализма»<sup>86</sup>, в которой в качестве основного двигателя экономического развития рассматривается комбинация «предложение банковских кредитов – инновации в экономике».

Позднее начали возникать противоположные точки зрения. Так, Дж. Робинсон в своей работе, посвященной процентным ставкам, указывал на обратную связь: следование

<sup>83</sup> Столбов, М. И. Финансовый рынок и экономический рост: контуры проблемы / М. И. Столбов. – М. : Научная книга, 2008. – 208 с.

<sup>84</sup> Шумпетер, Й. А. Теория экономического развития / Й. А. Шумпетер. – М. : Прогресс, 1982. – 138 с.

<sup>85</sup> Эфоры – от греч. ἐφοροί, «надзирающий». В Древней Спарте коллегия высших должностных лиц, обязанностью которой было руководство всей политической жизнью страны.

<sup>86</sup> Schumpeter, J. A. Business cycles. A theoretical, historical, and statistical analysis of capitalist process / J. A. Schumpeter. – New York, Toronto, London : McGraw-Hill Book Company, 1939. – 461 p.

финансовой системы за экономическим развитием, называя ее достаточно пассивной. Данный автор в целом подвергал сомнению существование процентной ставки как результата взаимодействия спроса и предложения (называя это полезным упрощением в дни зарождения теории Кейнса), отмечая, что спрос и предложение любого типа активов имеют такое же право рассматриваться, как и спрос и предложение денег [Robinson, 1952, p. 5]<sup>87</sup>.

Очередной всплеск интереса к изучению влияния финансовых аспектов на экономический рост произошел в 1955 г. после публикации в *American Economic Review* статьи Дж. Гёрли и Э. Шоу «Финансовые аспекты экономического развития»<sup>88</sup>. Данные учёные подчеркнули необходимость проведения исследований в данных направлениях в связи с тем, что экономическое развитие обычно обсуждается с точки зрения реальных или «товарных» аспектов развития, тогда как финансовым аспектам уделялось сравнительно мало внимания. Тем не менее, развитие связано с выпуском долговых обязательств в некоторых точках экономической системы и соответствующим накоплением финансовых активов в других местах. Это также сопровождается «институционализацией сбережений и инвестиций», которая диверсифицирует каналы движения заемных средств и умножает разнообразие финансовых требований. Развитие также подразумевает, в качестве причины или следствия, изменения рыночных цен финансовых требований и других условий торговли заемными средствами. Исходя из этого учёные делают вывод, что экономический рост предполагает изучение влияния не только товарных аспектов, но и финансовых [Gurley et al., 1995, p. 515]. Д. Гёрли и Э. Шоу для начала разделили экономику на расходующие единицы и финансовых посредников. Расходующие единицы затем классифицировали как сбалансированные, профицитные и дефицитные бюджетные единицы, обосновывая их разделение в зависимости от соотношения доходов и расходов.

Затем Д. Гёрли и Э. Шоу делят финансовую деятельность на следующие её разновидности:

- внутренне сбалансированные хозяйствующие единицы, функционирующие путем самофинансирования;
- внешние, когда хозяйствующие единицы не способны к самофинансированию.

Последняя классификация, внешнее финансирование, включает как прямое внешнее финансирование, так и косвенное внешнее финансирование. Прямое внешнее финансирование имеет место, когда дефицитные хозяйствующие единицы имеют дело непосредственно с

---

<sup>87</sup> Robinson, J. *The rate of interest, and other essays* / J. Robinson. – London : MacMillan, 1952. – 170 p.

<sup>88</sup> Gurley, J. G. *Financial Aspects of Economic Development* / J. G. Gurley, E. S. Shaw // *The American Economic Review*. – 1995. – Vol. 45, № 4. – P. 515–538.

профицитными хозяйствующими единицами, выпускающими прямые долговые обязательства (облигации), которые приобретаются последними.

Косвенное внешнее финансирование имеет место, когда финансовые посредники вступают в процесс кредитования. В этом случае финансовые посредники собирают заемные средства от хозяйствующих единиц, обладающих избытком средств, в обмен на их собственный косвенный долг. Получив заемные средства, финансовые посредники затем ссужают дефицитные единицы в обмен на прямой долг, ранее приобретенный избыточными единицами.

Таким образом, важность работы Д. Гёрли и Э. Шоу заключается в актуализировании роли финансового посредничества для погашения дефицита средств в процессе хозяйственной деятельности предприятий разных сфер.

Данная работа стала толчком для появления исследований, как поддерживающих точку зрения Д. Гёрли и Э. Шоу, так и опровергающих её. Было введено понятие «тезисы Гёрли-Шоу», как отсылка к их исследованию. Среди таких работ можно отметить следующие:

1. Дж. Калбертсон в 1958 г. публикует работу «Посредники и денежная теория: критика теории Гёрли-Шоу»<sup>89</sup>, в которой опровергаются следующие аспекты теории Гёрли-Шоу:

- коммерческие банки не отличаются от финансовых посредников в их способности создавать кредит в любом смысле, важном с точки зрения финансового контроля над экономикой;
- концепции «прямого долга» и «косвенного долга» не являются полезными инструментами для анализа финансовых изменений, соответственно не являются подходящей основой для формулирования государственной финансовой политики по борьбе с нестабильностью.

Оспаривая два указанных момента, Дж. Калбертсон приходит к выводу, что вся теория Гёрли-Шоу является ошибочной, то есть финансовая система не оказывает существенного влияния на экономическое развитие.

2. Р. Моррисон в 1967 г. опубликовал работу «Финансовые посредники и экономическое развитие: бельгийский опыт»<sup>90</sup>, в которой модель Гёрли-Шоу была применена к экономике Бельгии 1830-х гг. При этом автор делает вывод, что, смягчив условие совершенного рынка капитала, опыт Бельгии указанного периода полностью соответствует спецификациям предложенной модели, чему дополнительно поспособствовала готовность бельгийских промышленников принять корпоративную форму коммерческого предприятия. Это объединение позволило им получать финансовые ресурсы гораздо легче, чем если бы они

<sup>89</sup> Culbertson, J. M. Intermediaries and Monetary theory: A criticism of the Gurley-Shaw theory / J. M. Culbertson // *The American Economic Review*. – 1958. – Vol. 48, № 1. – P. 119–131.

<sup>90</sup> Morrison, R. J. Financial intermediaries and economic development: The Belgian case / R. J. Morrison // *Scandinavian Economic History Review*. – 1967. – № 15: 1-2. – P. 56–70.

продолжали действовать как частные единицы со сбалансированным или дефицитным бюджетом, зависящие исключительно от внутреннего или прямого финансирования. Но вдобавок к этим факторам бельгийский опыт 1830-х гг. имел ещё одну переменную, которой не было ни в одном более раннем периоде роста и которой сразу после этого обладали немногие: финансовые посредники, активно занимавшиеся финансированием инновационных фирм и предпринимателей.

Среди дальнейших исследователей интерес представляет работа А. Гершенкрона, который опубликовал в 1962 г. свой многолетний труд «Экономическая отсталость в исторической перспективе»<sup>91</sup>, где учёный на примере нескольких стран (Англия, Германия и Россия) определяет роль банковской системы в экономическом развитии. Автор подчеркивает, что экономический рост не является линейным процессом, то есть страна, которая позже приступила к индустриализации, может продемонстрировать более активное экономическое развитие, если ею будут приобретены уже разработанные в других странах технологии извне. И именно на данном этапе велика роль банковской системы, которая может поспособствовать привлечению ресурсов для приобретения иностранных технологий, которые активизируют развитие в конкретной экономике. Таким образом, уровень экономического развития перед началом ускоренного промышленного развития (индустриализации) определяет, насколько будет значима роль банковского сектора в этом процессе. В качестве противоположных примеров А. Гершенкрон приводит Англию, как наиболее развитое государство, привлекавшее ресурсы банковской системы в небольших объемах, с одной стороны, и Германию с Россией во второй половине XIX века, с другой стороны. Германия, умеренно отсталая страна, вступила в индустриализацию, когда технология была более продвинутой, а инвестиции имели большие масштабы по сравнению с Англией. Банковский сектор предоставил как капитал, так и предпринимательство для запуска процесса индустриализации. Россия, еще более отсталая страна в рассматриваемый период, нуждалась в сильном финансовом секторе и ведущей силе правительства, чтобы направить значительные банковские капиталы в крупные капиталоемкие отрасли.

Х. Патрик в своей работе «Финансовое развитие и экономический рост в слаборазвитых странах»<sup>92</sup>, опубликованной в 1966 г., еще более конкретно, чем А. Гершенкрон, сосредоточился на вопросе о причинно-следственных связях между финансами и ростом. Он выделил два паттерна, которые назвал «следование спросу» и «лидерство предложения», и приписал их конкретным этапам процесса разработки. В первой из двух моделей

<sup>91</sup> Gerschenkron, A. Economic backwardness in historical perspective: a book of essays / A. Gerschenkron. – Cambridge : Harvard University Press, 1962. – 47 p.

<sup>92</sup> Patrick, H. T. Financial development and economic growth in underdeveloped countries / H. T. Patrick // Economic Development and Cultural Change. – 1966. – Vol. 14, № 2. – P. 174–189.

экономическое развитие создает спрос на финансовые услуги, который пассивно удовлетворяется растущим финансовым сектором. Быстрый совокупный рост увеличивает спрос на внешние фонды. Если разница в темпах роста между секторами или отраслями велика, будет больше спроса на финансовые услуги для перевода сбережений в ведущие сектора. Однако во втором варианте финансовое посредничество стимулирует экономический рост, направляя сбережения в основном мелких вкладчиков крупным инвесторам. Финансовый сектор направляет ресурсы из традиционных секторов в современные и способствует развитию предпринимательства в последних. По мнению Х. Патрика, вторая модель, определяющая предложение, доминирует на ранних стадиях экономического развития, а в дальнейшем постепенно смещает свою ведущую роль на спрос, следующий за первой. Таким образом, первоначально причинно-следственная связь идет от финансов к росту, сценарий, который следует ожидать в развивающихся странах. Затем следует ожидать, что модель следования за спросом установит причинно-следственную связь, протянувшуюся от роста к финансам. Соответственно, можно ожидать, что более развитые страны будут демонстрировать это направление причинно-следственной связи.

Схожего подхода придерживался и Р. Кэмерон в своей работе «Банковское дело на ранних стадиях индустриализации»<sup>93</sup>, которая была опубликована в 1967 г. Данный учёный утверждал, что финансовые системы могут быть как стимулирующими, так и стимулируемыми экономическим ростом. При этом Р. Кэмерон подчеркивал решающую роль качества услуг финансовой системы и эффективности, с которой они предоставляются. Затем он резюмирует важные особенности финансовой системы, в частности банков:

1. Финансовое посредничество служит средством направления небольших средств от не склонных к риску вкладчиков менее склонным к риску людям с предпринимательскими навыками, что приводит к увеличению доступности средств для последних.

2. Финансовое посредничество обеспечивает стимулы для инвесторов. Снижение стоимости заимствований побуждает предпринимателей делать более крупные инвестиции. Расширение финансового сектора должно уменьшить разброс процентных ставок между пользователями, регионами и в периоды сезонных колебаний.

3. Финансовые институты создают возможности для более эффективного распределения часто непроизводительного запаса первоначального богатства на ранних стадиях индустриализации.

Далее Р. Кэмерон делает вывод о содействии банков техническому прогрессу. Он утверждает, что большинство технических новшеств внедряются авторитетными фирмами,

---

<sup>93</sup> Cameron, R. Banking in the early stages of industrialization: a study in comparative economic history / R. Cameron, O. Crisp, H. T. Patrick, R. Tilly. – New York : Oxford University Press, 1967. – 349 p.

имеющими доступ к банковскому финансированию. Однако основная заслуга Кэмерона заключается не в его теоретических рассуждениях. Он предоставляет подробные тематические исследования взаимодействия финансов и роста в успешных процессах индустриализации в Англии, Шотландии, Франции, Бельгии, Германии, России и Японии в XIX веке.

После рассмотренных работ 1960-х гг., которые носили преимущественно описательный, историко-экономический характер, последовали фундаментальные теоретические работы Р. Мак-Кинона и Э. Шоу. В центре внимания этих авторов была критика кейнсианской политики финансовой репрессии. По их мнению, эта разновидность экономической политики в долгосрочном плане оказывается несостоятельной, так как влечёт за собой сокращение объёма инвестиций в национальной экономике.

В 1973 г. Р. Мак-Кинон и Э. Шоу выступили за отказ от такой политики в пользу финансовой либерализации<sup>94, 95</sup>. В их модели сбережения находятся в прямой зависимости от реальной процентной ставки, а инвестиции – в обратной. Экономика характеризуется растущими темпами инфляции и наличием «потолка» номинальных процентных ставок, который зафиксирован ниже равновесного уровня. Согласно эффекту Фишера, номинальную процентную ставку можно представить в виде суммы реальной ставки процента и ожидаемых темпов инфляции  $i = r + \pi^e$ . Очевидно, что, если темпы роста цен повышаются, а номинальная процентная ставка остаётся постоянной, поскольку она задана экзогенно, данное равенство будет соблюдено только при условии снижения реальной процентной ставки на величину уровня инфляции. Соответственно, в краткосрочном периоде реальная процентная ставка будет уменьшаться, а экономические агенты будут склонны перераспределять всё большую часть своих доходов в пользу потребления и инвестиций, сокращая объём сбережений. В результате мультипликативно увеличится национальный доход.

Однако затем эффект мультипликатора-акселератора может привести к раскручиванию полномасштабной инфляционной спирали (это произойдёт особенно быстро, если страна находится на промежуточном (между кейнсианским и классическим) участке кривой совокупного предложения AS, то есть национальный доход изначально недалеко отстоит от своего потенциального уровня). В пределе темпы инфляции будут всё возрастать, а реальная процентная ставка станет отрицательной. Как известно, высокая инфляция угнетающе воздействует на инвестиции, так как возникают объективные трудности с расчётом дисконтированного денежного потока из-за неопределённости ставки дисконтирования и самих величин платежа. В модели Мак-Кинона-Шоу этот эффект пересиливает снижение реальной

<sup>94</sup> McKinnon, R. I. Money and capital in economic development / R. I. McKinnon. – Washington D. C. : Brookings Institution, 1973. – 184 p.

<sup>95</sup> Shaw, E. S. Financial deepening in economic development / E. S. Shaw. – New York : Oxford University Press, 1973. – 260 p.

процентной ставки. Как следствие, национальный доход сократится в долгосрочном плане ещё больше, чем инвестиции. Минимальный объём сбережений, сложившийся ещё в краткосрочном периоде, усугубляет ситуацию, так как негативное влияние высоких темпов инфляции на инвестиции сопровождается отсутствием необходимого объёма сбережений как «резервуара» для роста капиталовложений в будущем, поэтому, в лучшем случае, уровень национального дохода вернётся к первоначальному.

Р. Мак-Кинон и Э. Шоу рассматривают два варианта установления «потолка» процентных ставок: 1) только по депозитным ставкам; 2) по депозитным и кредитным ставкам, что больше соответствовало реальности.

В первом случае возникает большой спред между депозитными и кредитными ставками, а во втором будет иметь место неценовое рacionamento кредитов. Ключевыми факторами получения кредита будут величина транзакционных издержек, риск дефолта по обязательствам, качество залога и т. д. В результате выдача кредитов приобретает случайный характер, будет иметь место отрицательная селекция, так как в условиях очень дешёвого кредита будут осуществляться инвестиции с низкой доходностью.

В 1990-х гг. исследования взаимосвязи между финансовым развитием и долгосрочным ростом получили новый импульс благодаря литературе об эндогенном росте. Одна из ветвей этого направления начала фокусироваться на вопросе о том, могут ли финансовые условия объяснить устойчивый рост ВВП на душу населения. Главный аргумент заключается в том, что финансы оказывают внешнее воздействие на совокупную эффективность инвестиций, которое компенсирует снижение предельного продукта капитала. Некоторые исследования рассматривали роль исключительно фондовых рынков. В большинстве исследований структура модели относится к типу АК в том смысле, что существует постоянная отдача от достаточно широкого понятия капитала (эндогенная модель экономического роста, в которой устойчивый экономический рост достигается за счет неубывающей предельной производительности капитала, понимаемого в модели как совокупность физического и человеческого капитала, в производстве инвестиционных товаров).

В. Бенсивенга и Б. Смит, например, представляют модель<sup>96</sup>, в которой сбережения направляются на более продуктивную деятельность, позволяя инвесторам скорректировать состав своих активов в пользу неликвидных активов, способствующих росту. Люди сталкиваются с неуверенностью в своих будущих потребностях в ликвидности и поэтому владеют двумя типами активов: ликвидными, безопасными, но непродуктивными, или неликвидными, с высокой производительностью и риском.

---

<sup>96</sup> Bencivenga, V. R. Financial intermediation and endogenous growth / V. R. Bencivenga, B. D. Smith // Review of Economic Studies. – 1991. – Vol. 58, № 2. – P. 195–209.

Существование финансовых посредников смещает состав активов в сторону более рискованного и, следовательно, увеличивает рост. Финансовые учреждения позволяют физическим лицам снизить риск, связанный с их потребностями в ликвидности. Несмотря на неопределенность, с которой сталкиваются люди в отношении будущих потребностей в ликвидности, банки сталкиваются с предсказуемым спросом на ликвидность со стороны своих вкладчиков в результате действия закона больших чисел. Соответственно банки получают возможность более эффективно распределять инвестиционные средства. Кроме того, ликвидация капитала, не являющаяся общественной необходимостью, может быть сокращена, поскольку физические лица больше не вынуждены ликвидировать инвестиции в присутствии финансовых посредников.

Аналогичным образом В. Бенсивенга, Б. Смит и Р. Старр в другой работе<sup>97</sup> показывают, что финансовые учреждения снижают риск ликвидности, которому подвержены вкладчики, делая финансовые активы торгуемыми (фондовые рынки) или предоставляя вкладчикам возможность снимать наличные до наступления срока погашения проекта (банки). Это снижает стимулы к инвестированию в долгосрочные проекты. Снижение транзакционных издержек на финансовых рынках имеет решающее значение для их анализа.

В последние десятилетия широкое распространение получили прикладные исследования, направленные на оценку степени влияния финансовой системы на экономический рост в отношении конкретной страны. Учёными оценивалась взаимосвязь указанных составляющих в отношении Нигерии, Индии, Испании, Турции, Италии, Франции и других стран.

В последние годы к рассматриваемой проблеме все больший интерес проявляют также российские исследователи. Например, Д. В. Виноградов выделяет три канала влияния финансового сектора на реальный<sup>98</sup>:

1) Кембриджский эффект:

- поглощение денежных шоков товарным рынком;
- принцип нейтральности денег;

2) Эффект Кейнса:

- поглощение денежных шоков финансовыми рынками;
- действенность передаточного механизма, основанного на эффекте Кейнса;

3) Множественный эффект:

- поглощение денежного импульса системой рынков;

<sup>97</sup> Bencivenga, V. R. Transactions costs, technological choice, and endogenous growth / V. R. Bencivenga, B. D. Smith, R. M. Starr // *Journal of Economic Theory*. – 1995. – Vol. 67, № 1. – P. 153–177.

<sup>98</sup> Виноградов, Д. В. Финансово-денежная экономика : учеб. пособие / Д. В. Виноградов, М. Е. Дорошенко. – М. : Изд. дом ГУ ВШЭ, 2008. – 828 с.



– передаточный механизм денежного импульса, основанный на смешанном эффекте.

К. В. Криничанский подчеркивает влияние финансовых систем на реальный сектор и экономический рост через следующие её функции в экономике<sup>99</sup>:

- обеспечение циркуляции денежных средств;
- распределение и перераспределение рисков;
- аллокативная.

При этом автор подчеркивает необходимость применения эффективностного подхода, так как финансовая система является механизмом, способным приводить к наращиванию эффективности экономического механизма в экономике. При этом автор подчеркивает, что не каждая финансовая система обладает необходимыми для этого инструментами или инфраструктурой.

Я. М. Миркин придает финансовой системе большое значение, выделяя как одну из её разновидностей «финансовый форсаж», которую, с другой стороны, можно рассматривать в качестве стратегии экономического роста. Финансовая система данного типа должна обладать следующими характеристиками:

- быстрая «финансиализация», финансовое развитие экономики;
- настройка ключевых параметров, механизмов, инструментов на стимулирование роста и модернизации [Миркин, 2018, с. 31]<sup>100</sup>.

В качестве примера стран, реализовавших данную стратегию экономического роста, Я. М. Миркин приводит Японию, Корею, Китай, Сингапур и Малайзию в период их наиболее активного развития во второй половине XX века – начале XXI века [Миркин и др., 2019, с. 62]<sup>101</sup>. Одним из финансовых механизмов, стимулирующих экономический рост, учёный называет монетизацию экономики, подчеркивая, что этот феномен не является исключительно азиатским. Я. М. Миркин приводит данные по монетизации нескольких европейских стран в послевоенные годы для подтверждения своего вывода (рисунок 2.6).

<sup>99</sup> Криничанский, К. В. Финансовые рынки в условиях цифровизации : монография / К. В. Криничанский [и др.]; под редакцией К. В. Криничанского. – М. : Русайнс, 2020. – 372 с.

<sup>100</sup> Механизмы стимулирования сверхбыстрого роста: мировая практика / Я. М. Миркин [и др.]; под редакцией Я. М. Миркина. – М. : Магистр, 2018. – 480 с.

<sup>101</sup> Миркин, Я. М. Глобальные финансы: будущее, вызовы роста / Я. М. Миркин, Т. В. Жукова, А. В. Комова, М. М. Кудинова; ИМЭМО РАН. – М. : Лингва-Ф, 2019. – 192 с.

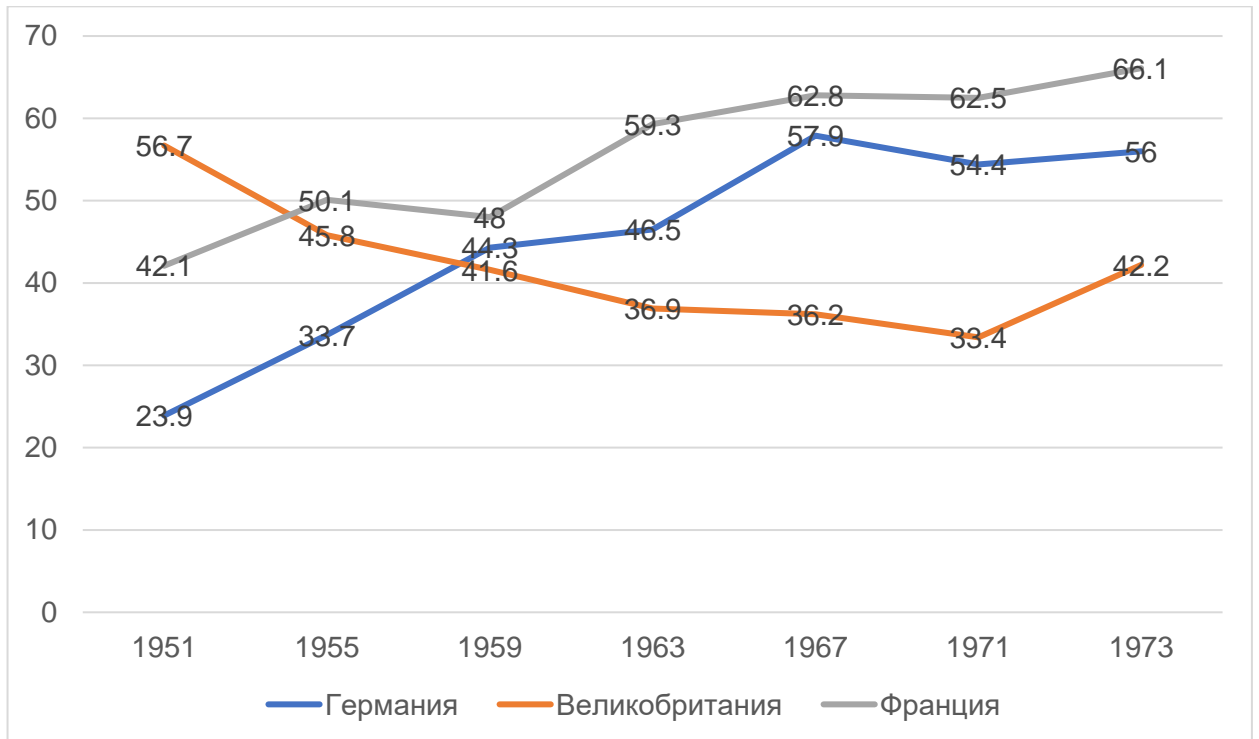


Рис. 2.6 – Монетизация в европейских странах, в %<sup>102</sup>

А. В. Новиков и И. Я. Новикова систематизировали исследования российских учёных, касающиеся взаимосвязи финансовой системы и экономического роста, в следующих направлениях<sup>103</sup>:

- теоретические аспекты оценки соотношения уровня развития финансового рынка и экономического роста: Н. Розанова, статья «Анализ влияния финансовых посредников на экономический рост в современной экономической литературе»; Л. Григорьев, Е. Гурич, А. Саватюгин, статья «Финансовая система и экономическое развитие»; Н. С. Воронова, Н. А. Львова и Н. В. Покровская, статья «Детерминанты финансового развития в условиях евразийской интеграции»;

- формирование методических основ оценки влияния уровня развития финансового рынка на экономический рост: Л. Л. Игонина, статья «Оценка финансового развития в российской экономике»; А. В. Алексеев, статья «Денежное предложение: предпосылка или допинг для экономического роста?»; О. С. Сухарев, статья «Экономический рост и финансовые институты: влияние на макро- и микроуровнях»;

- инструментальные методы, позволяющие количественно измерить уровень развития финансового рынка и экономический рост: М. Мамонов с исследованиями, в

<sup>102</sup> Источник: Миркин, Я. М. Глобальные финансы: будущее, вызовы роста / Я. М. Миркин, Т. В. Жукова, А. В. Комова, М. М. Кудинова; ИМЭМО РАН. – М. : Лингва-Ф, 2019. – 192 с.

<sup>103</sup> Новиков А. В. Финансовое развитие и экономический рост: анализ подходов к проблеме / А. В. Новиков, И. Я. Новикова // Идеи и идеалы. – 2020. – Т. 12, № 4, ч. 2. – С. 251–266.

частности, «Долгосрочное прогнозирование размера и структуры финансового сектора России», «Поиск оптимальной глубины и структуры финансового сектора с точки зрения экономического роста, макроэкономической и финансовой стабильности»; Л. Н. Майорова, статья «Влияние финансового рынка на экономическое и социальное развитие России в контексте экономического роста»;

– выработка рекомендаций, позволяющих разработать меры по усилению значимости финансового рынка для ускорения экономического роста страны: А. Абрамов, О. Буклемишев, Ю. Данилов, статья «О необходимости реформы финансовых рынков и небанковского финансового сектора»; Л. Л. Игонина, статья «Финансовое развитие и экономический рост».

В последние несколько лет вопросы взаимосвязи финансовой системы и экономического роста рассматривают такие российские исследователи как Ю. А. Данилов, Д. А. Пивоваров, М. И. Столбов, М. Мамонов и др.

Необходимо подчеркнуть, что среди исследователей большой популярностью пользуется корреляционно-регрессионное моделирование для выявления силы воздействия финансовых факторов на экономический рост. Р. Голдсмит<sup>104</sup> в своём исследовании первым эмпирически продемонстрировал положительную корреляцию между финансовым развитием и ВВП на душу населения. В. В. Метельская, М. К. Хабекова применили корреляционный анализ для выявления наиболее значимых параметров развития финансовой системы. Т. Бек выбрал в качестве объясняемой переменной реальный ВВП на душу населения в логарифмической оценке. Э. Берглоф и А. Леманн, П. О. Деметриадес и Х. А. Хусейн, подчеркивали отличие в закономерностях, выявленных по результатам построения моделей для ряда стран. А. Демиргуч-Кант и его соавторы, применили квантильные регрессии, и другие.

---

<sup>104</sup> Goldsmith, R. Financial structure and development / R. Goldsmith. – New Haven : Yale University Press. – 1969. – 561 p.

### ГЛАВА 3. ТРАНСФОРМАЦИЯ ФИНАНСОВОЙ СИСТЕМЫ РОССИИ В УСЛОВИЯХ НОВЫХ ВЫЗОВОВ

К началу второй декады XXI века обострились геополитические противоречия. С 2014 г. после присоединения Крыма и г. Севастополя в состав РФ, страны Запада проводили санкционную политику против различных секторов экономики РФ, а также в отношении конкретных российских лиц. В 2020–2021 гг. пандемия коронавирусной инфекции COVID-19 придавала совершенно невиданный ранее масштаб государственным ограничительным санитарным мерам. В условиях новых реалий – признание Россией независимыми государствами ДНР и ЛНР, и проведение специальной военной операции на территории Украины с февраля 2022 г., санкционное давление на экономику России усилилось. К антироссийской санкционной политике присоединились и другие страны, российская экономика осталась под беспрецедентными санкциями недружественных стран.

При этом в целях подрыва стабильности финансовой системы страны особый акцент был сделан на применении санкций в финансовой сфере, как к «кровеносной системе» российской экономики. Введены серьезные ограничения на операции с российскими финансовыми учреждениями, а также заморожены финансовые активы России во многих странах. Санкционное воздействие было направлено на то, чтобы парализовать экономику России, лишить её доступа на международные рынки и рынок капитала, закрыть доступ к технологиям и ресурсам.

Безусловно, наложение любых санкций и иных финансовых ограничений негативно влияет на экономику, на устоявшиеся хозяйственные связи и свободный бизнес. Под воздействием антироссийских санкций ряд крупных транснациональных компаний покинули российский рынок, вызвав тем самым экономические и социальные потрясения, в том числе потерю рабочих мест сотрудниками данных компаний.

Существует набор угроз и вызовов, ответы на которые неочевидны. Реальной стала угроза постепенного сжатия и разрушения финансовых институтов и рынков. Подлинной проблемой оказалось взаимное недоверие и неуверенность в исполнении обязательств контрагентами и партнёрами по бизнесу. Данное положение относится ко всем секторам экономики.

Для того, чтобы минимизировать риски экономического кризиса государство ввело мораторий на банкротство должников, это уже второй раз за последние годы, первая такая мера была принята в 2020 г. во время пандемии COVID-2019. Но стоит отметить, что у такой меры поддержки бизнеса и граждан есть также обратная сторона, поскольку неисполнение

обязательств контрагентом одна из наиболее частых причин банкротства, неполученные вовремя платежи могут ухудшить состояние кредиторов.

Принято считать, что эффективность функционирования национальной финансовой системы во многом определяет состояние экономики страны и социально-экономическое благосостояние населения. Трансформация финансовой системы РФ происходила на всем этапе её развития. Введение в 2022 г. жестких экономических санкций со стороны недружественных стран против России нанесло удар как по развитию отдельных секторов российской экономики, так и по стабильности финансовой системы России в целом, что поспособствовало пересмотру действующих ранее правил и норм функционирования российской финансовой системы.

В этой части работы будем анализировать влияние антироссийских санкционных мер на финансовую систему РФ, и будем определять основные направления дальнейшего развития российской финансовой системы в условиях современных вызовов: санкции, трансформации институтов и структурных изменений в экономике России.

### **3.1 Переформатирование банковской системы РФ**

Банковский сектор России – ключевой элемент национальной финансовой системы РФ, основные функции которого состоят в обеспечении финансовых расчетов в экономике, аккумулировании сбережений экономических агентов и их трансформации в инвестиции. Именно банковский сектор является ведущим в деле финансового рыночного посредничества экономики современной России.

В текущих санкционных условиях против российской экономики, перед банковской системой России сформировались новые трудности, которые необходимо оперативно преодолевать. Санкционное давление достигло небывалого уровня и напрямую негативно влияет на функционирование ряда наиболее значимых российских банков. При этом стандартные (классические) инструменты требуют оперативной и гибкой адаптации по условиям нынешней ситуации. Помимо этого, необходимо формирование новых способов обеспечения стабильного выполнения функций банковской системы и выработка мер по стабилизации и налаживанию деятельности в новых условиях.

Российская банковская отрасль в зависимости от объема капитала делится на несколько групп, которые конкурируют между собой и внутри каждой из групп. Это отражается на показателях эффективности их функционирования: ликвидности, достаточности капитала, рентабельности. Наиболее уязвимую конкурентную позицию на рынке банковских услуг занимают малые банки. Данная группа предоставляют свои услуги по несколько невыгодным

тарифам, что связано с привлечением более дорогих финансовых ресурсов (так как более высокие риски его развития).

Пять крупнейших банков с государственным участием существенно отличаются от остальных по размеру капитала. Доля их с января 2012 г. до начала 2023 г. выросла в общей сумме активов с 49,6 до 63,2%<sup>105</sup> (см. рисунок 3.1).

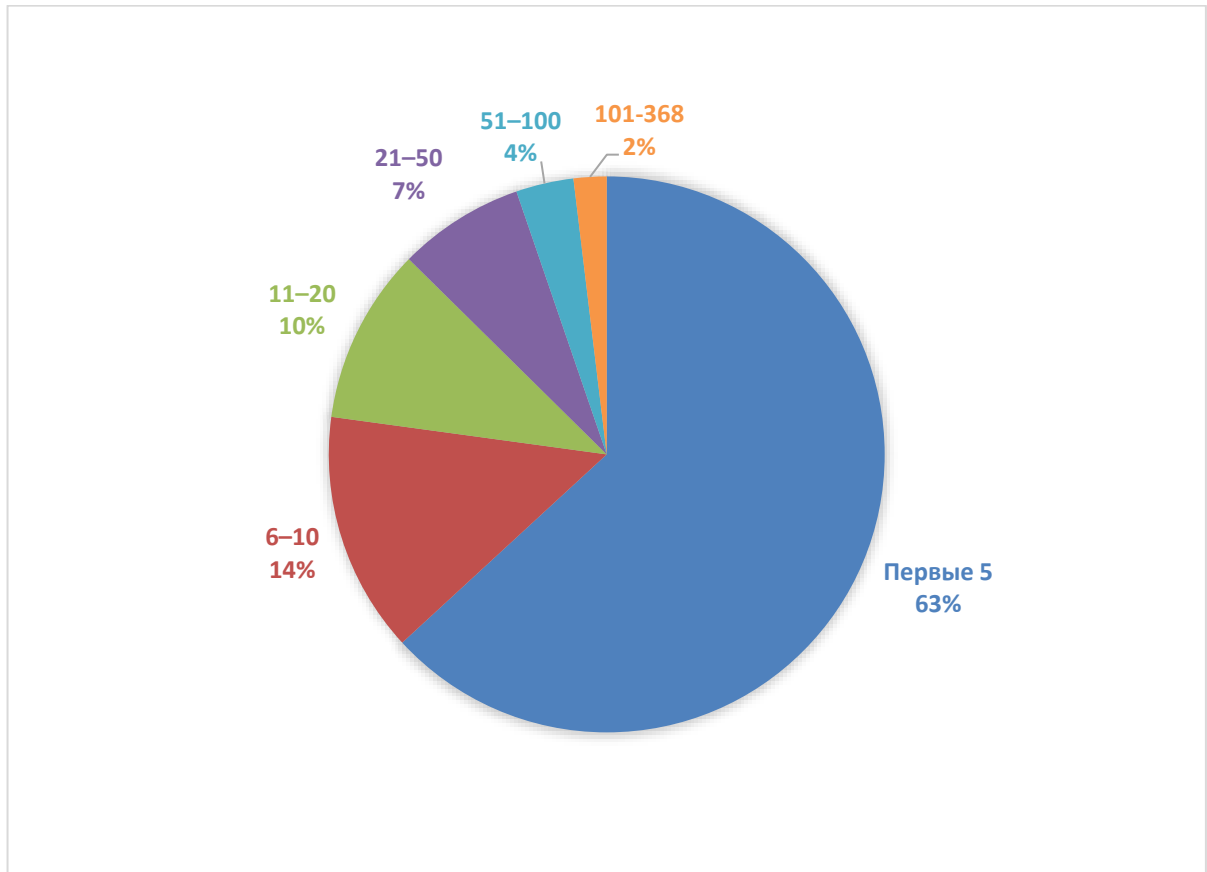


Рисунок 3.1 – Концентрация активов в банковском секторе России на 01.02.2023 г., %<sup>106</sup>

Это долгосрочная тенденция: небольшие структуры уступают на рынке отраслевым гигантам. Значительные объемы финансовых ресурсов – главное преимущество крупнейших банков, позволяющее им внедрять новые технологии, предлагать разнообразные услуги для привлечения клиентов. Поэтому именно ПАО «Сбербанк», Банк ВТБ (ПАО), Газпромбанк (АО), АО «Россельхозбанк», АО «Альфа-Банк» и подобные им могут активно бороться за массового клиента, определяя в этой отрасли ситуацию.

Если на начало 2023 г. всего действует 368 кредитных организаций<sup>107</sup>, то активы второй пятерки составят 14% из оставшейся 22,8% доли после первой большой пятерки. Доля 10%

<sup>105</sup> Построено по: Статистические показатели банковского сектора Российской Федерации [Электронный ресурс] / Банк России. – Режим доступа: [https://www.cbr.ru/statistics/bank\\_sector/review/](https://www.cbr.ru/statistics/bank_sector/review/) (дата обращения: 15.05.2023).

<sup>106</sup> Из них 35 – небанковские кредитные организации.

принадлежит второй десятке. Остальные лишь 12,8% в общей сумме активов принадлежат остальным 348 кредитным организациям. Таким образом, активы топ-20 банков России составляют 87,2% совокупных активов банковского сектора.

В этой ситуации мы считаем важным, что необходимо сократить столь большой разрыв между активами крупных банков и остальных более трехсот кредитных организаций банковского сектора России – увеличить капитализации малых банков, повысить их конкурентоспособность. Это может быть осуществлено за счет расширения государственного участия в капитале ряда банков, а также путем разработки программ операций по слиянию и поглощению взаимодополняемых кредитных организаций.

Для России с ее географическим масштабом важно сохранить малые и узкоспециализированные банки, которые давно и успешно работают в регионах, обеспечивая доступность финансовых услуг для населения и предприятий на локальных рынках. Их деятельность имеет не только экономическое, но и социальное значение. Немаловажно и то, что благодаря региональным кредитным организациям поддерживается конкурентная среда, которая необходима для обеспечения высокого уровня банковского обслуживания.

Сегодня особенно важна роль российских небольших банков в поддержке малообеспеченных сообществ, предпринимательства и малого бизнеса. Они предоставляют рабочие места, а также банковские услуги и продукты, включая кредиты для малого бизнеса, ипотечные кредиты, а также инвестиции в развитие территорий и доступное жилье. По сравнению с большими банками малые банки могут формировать большую часть своих портфелей меньшинствам, малообеспеченным семьям и малым предпринимателям. Соответственно небольшие банки оказывают положительное влияние на экономическое благополучие территорий.

Таким образом, российским малым банкам можно занять специфическую нишу и ориентироваться на запросы населения и бизнеса в небольших по численности промышленных городах, где, с одной стороны, работает крайне ограниченное число банков, а с другой стороны, не в полной мере представлена технологическая конкуренция.

Вместе с тем многим из мелких кредитных организаций сегодня принадлежит роль платёжно-расчётных агентов российских банков и корпораций в операциях с зарубежными партнёрами. Вследствие попадания банков-лидеров в список SDN США вероятен переход клиентов в крупные региональные и расчётные банки. Эти факторы также положительно будут влиять на дальнейшее развитие малых банков.

---

<sup>107</sup> Из них 35 – небанковские кредитные организации.

Негативная сторона укрупнения банков в российской банковской системе, больше всего была замечена после введения антироссийских санкций. Именно по крупным банкам, учитывая их значимость для экономики, начали применяться санкции со стороны недружественных стран. В 2022 г. в список SDN США попали 12 российских банков: Сбербанк, ВТБ, Альфа-Банк, Банк «Открытие», Промсвязьбанк, Совкомбанк, Инвестторгбанк, Московский индустриальный банк, Сетелем Банк, ТKB Банк, Вьетнамско-Российский совместный банк (ВРБ), РГС Банк.

Некоторые банки находятся под санкциями из списков SSI<sup>108</sup> и CAPTA<sup>109</sup> США. Не попали под санкции в 2022 г.: Райффайзенбанк, ЮниКредит Банк (рассматривает возможность ухода из России), Банк Дом.РФ, Ситибанк (планирует уйти из России: обслуживает текущих клиентов, но не привлекает новых), Почта Банк и др.

Цель санкций против банков России очевидна – отрезать их от операций на международном финансовом рынке, а также максимальная заморозка и арест их валютных активов, тем самым сильно ослабить экономику России.

Первый пакет антироссийских санкций был введен ещё в 2014 г. за признание ДНР и ЛНР, второй пакет санкций был введен за начинание военных действий на Украине и уже на 25 февраля 2023 г. десятый пакет. Необходимо также добавить то, что в 2015 г. Международными рейтинговыми агентствами был снижен суверенный рейтинг государственных долгов и ценных бумаг всех российских эмитентов и заёмщиков до уровня ниже инвестиционного.

Следует отметить, что ситуацию радикально изменил сам факт расширения списка SDN США в 2022 г. Включение в список SDN означает для банка заморозку его активов в США и запрет на расчеты в долларах с любыми американскими контрагентами. Также нельзя покупать иностранные акции и валюту через брокеров этих банков. К блокировке активов банков России присоединились и страны Еврозоны, Великобритания, Канада и Япония.

В дополнение к этим решениям отключили от системы международных переводов SWIFT ряд крупных российских банков: Сбербанк, ВТБ Банк, «ФК Открытие», Промсвязьбанк, Совкомбанк, Новикомбанк, Банк «Россия», ВЭБ.РФ и другие. Платёжные системы Visa и MasterCard вовсе приостановили работу в России, стало невозможным осуществлять транзакции за рубежом по соответствующим картам, которые выпущены всеми российскими банками.

Разумеется, сложившаяся ситуация потребует создания банками определенных резервов, прежде всего связанных со страновыми рисками, изменения структуры активов и принятия мер по повышению ликвидности, а также начала судебных процессов по возврату средств. В

---

<sup>108</sup> SSI (Sectoral Sanctions Identification) – секторальные санкции США. Против банков вводятся ограничения на сделки с новыми долговыми обязательствами и акциями.

<sup>109</sup> CAPTA (The Correspondent Account of Payable-Through Account) – санкции США, предусматривающие ограничения на корреспондентские счета.



данном случае высока должна стать роль помощи со стороны государства и Банка России в части временной поддержки по дополнительному финансированию кредитных организаций и адекватной оценки замороженных активов.

По данным Банка России, от блокировки иностранных активов вследствие санкций пострадали более 5 млн инвесторов. Только акций, принадлежащих физическим лицам, заблокировано на сумму более 320 млрд рублей. Внутри страны особо ничего не изменилось, но тем, у кого были валютные счета, была ограничена выдача до 10 тысяч долларов США, что сковывало также мелкий и средний бизнес. Наиболее пострадавшими в сложившейся ситуации оказались банки, чья бизнес-модель была направлена на работу с крупным бизнесом, в то время как банки, ориентированные на малый и средний бизнес, оказались более гибкими и наиболее устойчивыми в условиях турбулентности.

Ведущие банки страны, Сбербанк и ВТБ, составили сценарий прогноза, по данным которого дефицит ликвидности мог достигнуть от 3,5 до 8 трлн рублей. Однако реальный размер убытков банковского сектора за первое полугодие составил 1,5 трлн рублей, а на долю убыточных кредитных организаций пришлось 20% от общего их числа. Главными негативными последствиями для банков РФ стали резкое ухудшение операционной среды, переоценка валюты, повышенные проценты по депозитам, обвал фондового рынка, повлекший резкое обесценивание ценных бумаг в корпоративных и розничных инвестиционных портфелях, а также панические настроения клиентов, вызванные неопределенностью экономической ситуации, трудно управляемыми инфляционными процессами, лишением возможности получать погашение долга и процентный доход по евробондам, заблокированным капиталом, потерей доверия к финансовой системе России.

После стабилизации ситуации кредитным учреждениям удалось вернуть средства клиентов в банковскую систему и погасить большую часть долга. В результате по итогам 9 месяцев 2022 г. совокупный убыток банковского сектора сократился до 0,4 трлн рублей. Однако в сентябре-октябре 2022 г. произошло очередное изъятие средств населением из банков по причине объявления частичной мобилизации, волны эмиграции, спроса на наличные, снижения ставок по депозитам.

Сейчас банки пытаются компенсировать потери депозитной базы за счет усиления склонности к сбережению путем улучшения условий и повышения доходности вкладов, предложения продуктовых линеек в юанях. Но у вкладчиков сохраняется риск об изменении ситуации в банковском секторе. Например, на рисунке 3.2 можно увидеть, как изменилось поведение вкладчиков при размещении депозитов в банках. Если до 2022 г. физическими лицами были размещены вклады в банках больше всего на срок более 1 года, а в 2022 г. этот

показатель значительно уменьшился, и теперь физические лица предпочитают хранить свои деньги в банках в основном на срок от 31 дня до 1 года.

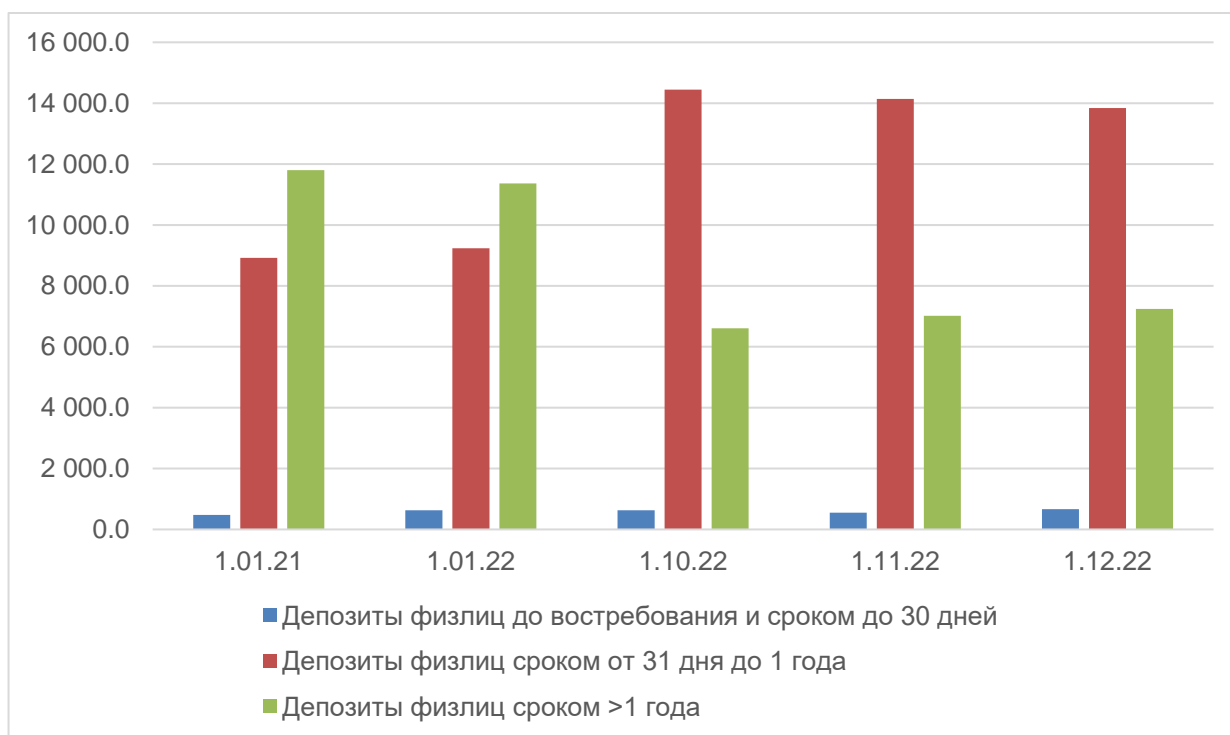


Рисунок 3.2 – Структура средств физических лиц, млрд рублей<sup>110</sup>

При этом во втором полугодии 2022 г. наблюдалось увеличение количества просроченных долгов на балансах банков и микрофинансовых институтов. Общий объем задолженности составил 3,6 трлн рублей, а его доля заняла 5% в структуре кредитного портфеля. Такие события, как объявление частичной мобилизации, принятие законов о кредитных каникулах и о списании долгов погибшим мобилизованным гражданам, привели к ужесточению ценовых и неценовых условий кредитования, снижению уровня одобрения кредитов и займов на фоне ухудшения качества входящего потока заявок.

Естественно, негативные последствия антироссийских санкций начали сказываться и на реальном секторе экономики. Тысячи предприятий остались без особых перспектив развития, не имея постоянных финансовых источников и уверенности в завтрашнем дне. Падение как внешнего, так и внутреннего спроса на товары российского производства привело к тому, что часть предприятий реального сектора экономики вынуждены сворачивать инвестиционные проекты и сокращать производство продукции, переориентировать потоки поставок, опираясь, в большей мере, на внутренний рынок.

<sup>110</sup> Построено по: Статистические показатели банковского сектора Российской Федерации [Электронный ресурс] / Банк России. – Режим доступа: [https://www.cbr.ru/statistics/bank\\_sector/review/](https://www.cbr.ru/statistics/bank_sector/review/) (дата обращения: 15.05.2023).

В этих обстоятельствах Банк России для временной стабилизации финансовой системы вначале резко повысил ключевую ставку до 20%. Понятно, что, увеличив депозитную ставку, регулятор хотел снизить негативные последствия инфляционного давления на население России. Однако возникли значительные риски для реального сектора экономики. Большинство предприятий начинали свою деятельность на других условиях кредитования – под намного меньшую процентную ставку. По этой причине предприятия лишились маржинальности, либо начали работать в убыток. Это, конечно, оказало негативное воздействие на экономическое развитие. Таким образом, решение по увеличению ставки блокировало кредитование внутри страны, при этом и внешние кредиты стали недоступны.

По нашему мнению, в перспективе банковская система с такой политикой, которая поставляет в затруднительное положение реальный сектор несовместима с целями развития экономики и отстаивания национальных интересов. Это особенно сейчас, когда России нужна мобилизационная экономика, полностью работающая на интересы страны, в том числе и Банк России.

Очевидно, что снижением возможности банков кредитовать реальный сектор, товаров станет, конечно же мало, и случится то, чего боялся регулятор, – предложения упадут и из-за дефицита товаров цены станут еще больше – инфляция. Осуществляемая ЦБ РФ денежно-кредитная политика (далее – ДКП) должна способствовать созданию необходимых финансовых условий для производства товаров и услуг, образованию у субъектов экономики интереса в развитии своего дела. Однако на протяжении десятилетий производители часто жалуются на нехватку оборотных средств, дорогие кредиты, жесткую ДКП мегарегулятора, а население – на обесценение денег и большие риски вложения в финансовые инструменты и банковские депозиты.

Инфляция в России является немонетарной и импортной при нынешней системе. Борьба с инфляцией через жесткую ДКП и высокую ставку в настоящее время бессмысленна. Высокая ставка ограничивает спрос на деньги и замедляет экономику. А проблема отнюдь в другом – в ограничениях на стороне предложения товаров. Поэтому только развитие собственного производства может защищать российскую экономику от инфляции. Оно должно возрождаться вместе с народнохозяйственным планированием, частью которого должна быть ДКП.

Мы также считаем, что меры поддержки в кризисный период или во время введения и дальнейшего действия санкций, безусловно, должны поддерживать и укреплять экономический суверенитет банковского сектора России. Мы убеждены, что обеспечение экономического суверенитета банковского сектора должно в конечном итоге иметь целью:

- не защиту от санкций и меры поддержки в кризисной ситуации банковского сектора, а его развитие и совершенствование для инвестирования и кредитования отраслей российской экономики, особенно стратегического направления;
- эффективное развитие российского фондового, валютного и других сегментов российского финансового рынка;
- оперативное и безопасное внедрение цифровых технологий в банковском секторе, внедрение искусственного интеллекта, снижение критической зависимости банков и инфраструктуры банковского сектора от иностранных поставщиков программных и аппаратных средств, дальнейшее внедрение в банковскую сферу роботов, цифрового рубля.

В текущих внешних условиях, цифровизация как основа стратегических преобразований в банковской сфере должна стать важным ответом на международные санкции. Цифровизация имеет комплексный характер, цифровые инструменты помимо поддержания устойчивости банковской системы, трансформации банковских продуктов, повышения уровня доверия клиентов, также позволят снизить многочисленные риски, в том числе связанные с человеческим фактором управления банковскими процессами.

Цифровые средства могут стать инструментом обхода ограничений, в том числе в области инвестиционного финансирования и развития банковского сектора российской экономики (пиринговые технологии, цифровые валюты и другие). Как правильно развивать цифровизацию в нынешнем банковском секторе России? Во-первых, имеет большое значение контроль за конкуренцией в этой сфере, которая все ещё остается источником стимулирования инноваций и инвестиций, именно благодаря конкуренции обеспечивается более глубокое территориальное проникновение комплекса банковских услуг. Банки сами по себе становятся проводниками цифровых инноваций, способствуют повышению цифровой компетентности населения РФ, а также вносят значительный вклад в повышение финансовой грамотности и обеспечение безопасности личных и корпоративных финансов.

Во-вторых, инновационная деятельность Банка России в данном контексте должна заключаться в активном побуждении крупнейших банков страны к продуктивному сотрудничеству с региональными банками. Соответствующее сотрудничество укрепит устойчивость банковской системы по вертикали и по горизонтали, обеспечит унификацию банковских продуктов при сохранении их видового разнообразия и конкуренции по цене и качеству.

В-третьих, отдельным аспектом стимулирования позитивных преобразований в банковском секторе РФ должна выступить поддержка централизованного накопления и обмена инновациями, прежде всего в сфере цифровой экономики. Под эгидой Банка России

предлагается организовать цифровые исследовательские лаборатории, институты знаний и компетенций в области банковских инноваций.

В связи с цифровизацией банковской системы и становлением цифровых технологий, у общества зарождается естественный спрос на новые банковские продукты и услуги. Внедрение новых банковских возможностей и постоянная модернизация клиентского сервиса повышает конкурентоспособность не только банков, но и экономики страны в целом.

Повышению эффективности российской банковской системы будет способствовать также реализация мер по повышению доверия населения к банковскому сектору. А также мер по снижению регуляторных издержек кредитных организаций, в том числе на основе установления дифференцированных регуляторных требований к различным по масштабу деятельности кредитным организациям. Необходимо обеспечить сбалансированное развитие всех элементов банковского сектора России, включая региональные банки. Это будет способствовать более эффективному распределению банковских ресурсов, а также повышению доступности банковских услуг для жителей различных регионов РФ.

Таким образом, для совершенствования банковской системы РФ можно считать, что в настоящее время требуются следующие:

- повысить стабильность и прогнозируемость банковской сферы, которая бы минимизировала имеющиеся риски;
- создать предпосылки для привлечения инвестиций из дружественных стран в российский банковский бизнес;
- увеличить качество выполнения кредитными организациями своих обязанностей, а также предложить меры по аккумулированию материальной базы;
- повысить степень доверия граждан к российским кредитным и банковским организациям;
- повысить степень защищенности клиентов и их денежных вкладов (в том числе и инфляционной);
- исключить возможность использования кредитных организаций в незаконной деятельности.

Хотелось бы рассмотреть ещё другой важный момент. Удивительно то, что сегодня Россия продолжает поставлять газ, нефть и другие ресурсы Западу за «фантики», ничего взамен не получая. Токсичная валюта<sup>111</sup> накапливается на балансах ряда российских коммерческих банков, не попавших под санкции. Но это большой риск, так как Западу ничего не стоит их

---

<sup>111</sup> В 2022 г. российские чиновники высокого ранга ввели в обиход словосочетание «токсичная валюта» по отношению к долларам и евро. Соответственно, в их риторике прослеживаются рекомендации к избавлению от долларов и евро, и переход на рубль.

тоже внести в санкционный список. Россия же поставляет сырьевые ресурсы и реализует за рубежом в год почти на 400 млрд долларов США, по объёму приблизительно соответствует тому, что они заморозили. Поэтому России надо переходить к справедливому, честному валютному обмену в международной торговле, для чего нужен поиск новых механизмов расчетов<sup>112</sup>. В этой ситуации неизбежным мобилизационным шагом является очевидное решение – установление монополии на внешнеторговые операции. Вот в этом направлении мы намерений пока не видим. Именно этот шаг в свое время Советская Россия была вынуждена сделать в период блокады после революции.

С точки зрения получения финансово-экономического и технологического суверенитета эти вещи должны быть очевидны, чтобы уходить из-под зависимости от недружественных стран. России придется настаивать на том, чтобы она получала станки и инструменты, технологии и другие нужные товары за её газ, нефть и другие природные ресурсы. И сейчас у страны России появился шанс отказаться от неформальных правил так называемого Вашингтонского консенсуса, по которому Россия за отказ от присутствия на международных рынках с высокотехнологической продукцией, открыв свой рынок на выгодных условиях транснациональным компаниям, получала в свою очередь право достаточно свободного доступа на этот рынок со своим сырьем: нефтью, газом, металлом, зерном и другими природными богатствами российского народа.

Раз Запад своим потолком цен на нефть и эмбарго на технологии фактически перестал соблюдать правила ВТО, то, вероятно, Россия тоже может себе позволить не выполнять правила, выйти из ВТО. Но если Россия будет менять правила, то может ввести заградительные и запретительные пошлины, чтобы не допустить уничтожения в стране тех заводов, на базе которых должен зарождаться тот самый технологический суверенитет.

Но в этом есть подвох и свои правила. Сильный рубль тут же обвалит доходную часть бюджета из-за снижения выручки от экспорта российских природных ресурсов, и поднимать промышленность будет нечем. Эту проблему можно решить следующим образом. Нужно выделять новый контур обращения, так скажем, целевого инвестиционного рубля, для чего надо разделять банки на коммерческие, то есть оборотные, и инвестиционные. Мировой опыт в этом плане имеется, да и советский в общем-то тоже.

### **3.2 Цифровизация и развитие платежной инфраструктуры**

---

<sup>112</sup> Кстати, с 01.04.2022 «Газпром» стал получать оплату экспортируемого в недружественные страны газа в рублях.

Платежная система является «кровеносной системой» национальной экономики, от бесперебойного функционирования которой зависит устойчивое развитие всех участников расчетных отношений, начиная с физических лиц, бизнеса и банков и, заканчивая государственными и наднациональными институтами. В настоящее время глобальные расчетно-платежные отношения развиваются крайне стремительно под влиянием цифровой трансформации. Это проявляется в появлении таких инновационных продуктов, как криптовалюта, цифровые валюты центральных банков, стейблкоины и т. п.

Сегодня для РФ обострение геополитических санкций против российской экономики стало одним из ключевых драйверов, а также фактором, принуждающим к ускорению процесса развития национальной расчетной и платежной инфраструктуры. Политика искусственных ограничений и барьеров в финансовой, платежной и торговой сферах, реализуемая недружественными странами, автоматически ограничивают деловую активность экономических агентов и домохозяйств во всех секторах и сферах жизни в стране и обуславливают для России поиск новых точек роста и инновационных возможностей.

Таким образом, в современных условиях стала чрезвычайно актуальной проблематика влияния санкционного давления на дальнейшее развитие российской платежной системы. Назрела необходимость трансформации сложившегося порядка и механизма проведения внутривнутри- и трансграничных расчетов и платежей, осуществляемых российскими государственными органами, бизнес-структурами (прежде всего экспортерами и импортерами) и физическими лицами. Это предполагает создание и внедрение независимой и надежной системы платежей внутри страны, основанной на принципах технологического суверенитета, а также интеграции бизнес-процессов и бизнес-моделей с платежными системами стран-партнеров для реализации бесперебойных международных расчетов.

Рассмотрим основные направления развития платежной системы РФ в санкционных условиях. На текущий момент основными структурными элементами национальной платежной системы РФ являются:

- Платежная система Банка России (ПС БР);
- Платежная система Национального расчетного депозитария (НРД);
- Национальная система платежных карт (НСПК);
- Система передачи финансовых сообщений (СПФС);
- Система быстрых платежей (СБП).

Необходимо отметить, что с 2014 г. (периода, когда Россия впервые ощутила на себе действие геополитических санкций) национальная платежная система существенно трансформировалась в сторону обеспечения самостоятельности, независимости, защиты

бесперебойного характера осуществления расчетов и платежей. Говоря о внутривалютных платежных операциях, можно сделать вывод о том, что Банк России своевременно создал необходимую независимую и безопасную систему бесперебойных национальных расчетов в рублях – СПФС, НСПК, СБП. Эти системы, в свою очередь, позволили осуществлять надежные внутривалютные расчетные операции и в условиях после февраля 2022 г.

Известно, что РФ интегрирована в мировую экономику и является как системно значимым экспортером, так и важным импортером товаров, услуг и капитала. Поэтому возможность бесперебойно и беспрепятственно осуществлять международные расчеты является крайне важным аспектом как с позиции перспектив национальной, так и мировой экономики в целом.

Но как уже было упомянуто, в настоящее время ключевой проблемой развития платежной системы РФ стали трансграничные (международные) расчеты в условиях санкций, которые представляют собой урегулирование денежных требований и обязательств, осуществляемых между участниками внешнеэкономической деятельности. Это расчеты, которые принято проводить в безналичной форме в мировых валютах через систему крупных банков, используя для этого международную информационную систему финансовых транзакций – SWIFT.

В 2022 г. по решению Европейского союза была отключена система SWIFT от ряда российских банков, в основном крупнейших. Большинство российских банков столкнулось с рисками увеличения сроков обработки денежных переводов в системе SWIFT и ростом числа отказов в проведении операций из-за усиления контроля в отношении российских пользователей со стороны иностранных банков (в некоторых случаях сроки увеличились до нескольких недель).

Выросла в отечественных банках нагрузка на службы комплаенс, удлинилась цепочка посредников при реализации международных расчетов, а в зарубежных банках организуются выборочные проверки отправителей без указания причин. Если по переводу приходит отказ, то причина такого решения не сообщается. Деньги возвращаются назад за исключением комиссии. Также возвращенная сумма может оказаться меньше отправленной из-за разницы в тарифах банков.

Следовательно, нарушение связи между банками-корреспондентами в результате отключения России от SWIFT негативно отразилось на проведении международных платежей и расчетов, что в первую очередь коснулось российских экспортёров, а также негативно повлияло на деятельность кредитных организаций. В таком случае крайне нужна дальнейшая доработка национальной СПФС. С помощью этой системы связи можно передавать финансовые сообщения между странами. Но пока СПФС не пользуется популярностью и спросом в мире. В



сравнении с СПФС число клиентов SWIFT превысило 11 000, в то время как у СПФС всего 460 на конец 2022 г.<sup>113</sup> При этом система связана с двумя другими – CIPS<sup>114</sup> и SEPAM<sup>115</sup>, что дает России некоторую гибкость под санкциями.

Наряду с отключением SWIFT, в России с 10 марта 2022 г. полностью остановили работу международные платежные системы Visa и MasterCard. Осуществление трансграничных операций по соответствующим картам, выпущенным всеми российскими банками, стало невозможным. В этой ситуации избежать коллапса помогло функционирование национальной платёжной карты «Мир», запущенной в 2015 г. Однако на январь 2023 г. российские карты «Мир» принимаются только в 8 странах мира, помимо России<sup>116</sup>. Хотя российские власти планируют расширить горизонт присутствия ПС «Мир» на 35 стран к 2030 г.

Сегодня экспертное и научное сообщество предлагает различные сценарии реализации международных расчетов в условиях антироссийских санкций<sup>117</sup>. Проанализируем ключевые альтернативные проекты развития системы международных расчетов в санкционных условиях. К ним следует отнести: переход на расчеты в национальных валютах; создание единой расчетной единицы; построение единой платежной инфраструктуры; разработка проекта регионального стейблкоина; использование криптовалют.

#### *1. Переход на расчеты в национальных валютах*

Соглашение о расчетах в национальных валютах в настоящее время подписано с Китаем, Индией, странами ЕАЭС, Турцией, Узбекистаном, Ираном и Азербайджаном.

По данным Банка России, в 2021 г. больше всего платежей за экспорт проводилось в долларах (54,5%) и евро (29,7%), доля рубля составляла 14,3%, иных валют – 1,5%. Расчеты за импорт тоже проводились преимущественно за доллары (35,8%) и евро (30,4%), при этом доля рубля составляла 27,9%, иных валют – 5,9%<sup>118</sup>. Правительство планирует увеличить долю внешнеторговых расчетов в рублях в два раза к 2025 г. – с 19,5% до 40%. Использование национальных валют нейтральных по отношению к России стран должно будет вырасти почти

---

<sup>113</sup> Итоги работы Банка России за 2022 год: кратко о главном [Электронный ресурс] / Банк России. – Режим доступа: [https://www.cbr.ru/StaticHtml/File/145751/kg0\\_2022.pdf](https://www.cbr.ru/StaticHtml/File/145751/kg0_2022.pdf) (дата обращения: 15.05.2023).

<sup>114</sup> CIPS (Cross-border Interbank Payment System) – международная китайская система банковских переводов.

<sup>115</sup> SEPAM (System for Electronic Payments Messaging) – платежная система Центрального банка Ирана.

<sup>116</sup> Как оплачивать покупки за границей [Электронный ресурс] / Банки.ру. – Режим доступа: <https://www.banki.ru/news/daytheme/?id=10979411> (дата обращения: 15.05.2023)

<sup>117</sup> Международные платежи в санкционных условиях: состояние и перспективы (май 2022) / Институт Внешэкономбанка. – М. : Институт ВЭБ, 2022. – 61 с.

<sup>118</sup> Стратегия развития национальной платежной системы на 2021–2023 годы [Электронный ресурс] / Банк России. – Режим доступа: [http://www.cbr.ru/content/document/file/120210/strategy\\_nps\\_2021-2023.pdf](http://www.cbr.ru/content/document/file/120210/strategy_nps_2021-2023.pdf) (дата обращения: 15.05.2023).

в 13 раз с 1,6 до 20%. Таким образом, предполагается, что 60% внешней торговли будет вестись в отличных от долларов и евро валютах<sup>119</sup>.

Очевидно, что увеличению доли расчетов в национальных валютах может способствовать развитие инфраструктуры, независимой от финансовых центров недружественных стран. Поэтому нужно нарастить в дружественных странах СПФС Банка России, а также сети взаимных корреспондентских счетов между российскими и иностранными банками в национальных валютах; формировать механизмы двустороннего и многостороннего клиринга расчетов. Кроме того, в число мер должно войти расширение географии приема карт платежной системы «Мир» в странах, популярных у россиян для туристических поездок и сезонного проживания. Также России нужно расширять перечень торгуемых валютных пар на Московской бирже и увеличивать их ликвидность, формировать систему национальных биржевых индикаторов на российские товарно-сырьевые ресурсы, а также расширять признание в дружественных странах страховых полисов российских компаний.

Вероятно, в структуре валютных расчетов России будет преобладать китайский юань. Активное расширение российско-китайской торговли в 2022 г. сопровождается увеличением выплат в национальных валютах при опережающем росте контрактов в юанях. Эта валюта сейчас наиболее востребована в России: на Московской бирже юань составляет уже более трети валютного оборота, а объем дневного биржевого оборота юаня превысил дневной оборот доллара (см. рисунок 3.3). И хотя китайский юань с начала 2022 г. рекордно снизился – к доллару примерно на 8%, к рублю почти на четверть, – вряд ли его курсовая динамика может иметь риски для российской экономики.

---

<sup>119</sup> Стратегическая сессия по развитию отечественной финансовой системы [Электронный ресурс] / Правительство России. – Режим доступа: <http://government.ru/news/46381/> (дата обращения: 15.05.2023).

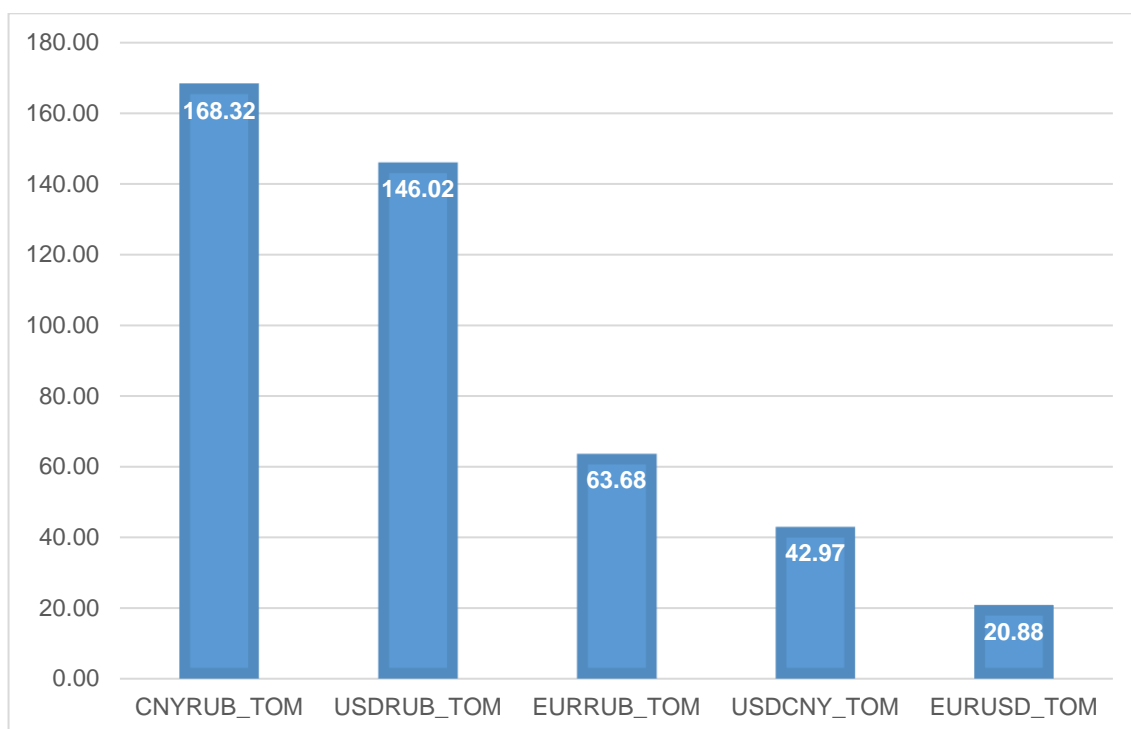


Рисунок 3.3 – Дневные биржевые обороты валют на Московской бирже 03.04.2023, трлн рублей<sup>120</sup>

### 2. Создание единой расчетной единицы

Осуществление идеи проекта создания и использования единой расчетной единицы может иметь как централизованный характер, так и децентрализованный (на основе технологии распределенного реестра). Построение централизованной системы может столкнуться с серьезными препятствиями, поскольку в условиях санкционного давления реализация любых проектов по созданию альтернативных каналов расчетов с Россией будет подвергаться ограничениям и блокировке.

Создание децентрализованной системы может обусловить большую независимость и устойчивость к отключению или блокировке отдельных узлов.

### 3. Построение единой платежной инфраструктуры

В России создана группа по разработке новых механизмов валютного регулирования, которая призвана сформировать план создания инфраструктуры международных расчетов с торговыми партнерами из недружественных (только в рублях) и дружественных государств (в рублях или валютах этих стран).

Возможные варианты функционирования единой платежной инфраструктуры могут быть следующие:

<sup>120</sup> Источник: Итоги торгов / Московская биржа. Режим доступа: [https://www.moex.com/ru/marketdata/?g=9#/mode=groups&group=9&collection=177&boardgroup=13&data\\_type=history&date=2023-04-03&category=main](https://www.moex.com/ru/marketdata/?g=9#/mode=groups&group=9&collection=177&boardgroup=13&data_type=history&date=2023-04-03&category=main) (дата обращения: 15.05.2023).

- расширение присутствия СПФС в дружественных странах;
- использование уже созданной инфраструктуры, например, китайской системы CIPS;
- работа над совместными инновационными проектами.

Создание диверсифицированной валютной структуры международных расчетов, к которой стремится Россия, ограничит угрозы для национальной экономики. Важна и организация трансмиссионного механизма, сопровождающего этот процесс. Если с ростом чистого экспорта будет возрастать предложение национальной валюты, то обесценение рубля и ускорение инфляции на отечественном рынке неизбежны.

#### *4. Разработка проекта регионального стейблкоина*

Интересной представляется идея проекта разработки регионального стейблкоина. Речь идет о создании и внедрении инновационного механизма реализации региональных расчетов на основе цифровых решений таких, как использование стейблкоина. Данный инструмент является достижением индустрии финансовых технологий, призванным ускорить реализацию платежных отношений, обеспечить экономический рост.

Стейблкоин – это цифровой актив, который предусматривает особые стабилизационные механизмы, позволяющие снизить волатильность данного платежного инструмента. Такими механизмами могут выступать:

- 1) «привязка» стейблкоинов к базовому активу (например, к национальной фиатной валюте, к товарам, к другим видам цифровых активов);
- 2) алгоритмическая стабилизация через применение специальных протоколов, которые при изменении спроса/предложения обеспечивают поддержание их стоимости.

#### *5. Использование криптовалют*

В настоящее время особо актуальным направлением в развитии финансов мировой экономики, является развитие различных криптовалют. Это является объективным фактором и общепризнанным трендом. Соответственно, России необходимо создать должные компетенции в этом направлении для того, чтобы не только смягчить влияния санкций, но и не оказаться запоздавшей страной.

Бизнес-сообщество давно предлагает разработать законодательную базу для обращения криптовалют на территории России, разрешить национальным компаниям покупать, продавать и обменивать их, а также использовать в качестве средства платежа при расчетах с зарубежными контрагентами. В настоящее время обращение криптовалют в России до конца не урегулировано. Минфин и ЦБ России в текущих условиях пересмотрели свой подход к

криптовалютам и пришли к выводу о необходимости использования криптовалюты при трансграничных расчетах<sup>121</sup>.

Минфин России подготовил и внес 18 февраля 2022 г. в Правительство РФ законопроект о регулировании криптовалют. В рамках предложенного регулирования цифровые валюты рассматривались исключительно в качестве инструмента для инвестиций. Законопроектом определены требования к биржам и обменникам (операторам), которые могут осуществлять деятельность, связанную с организацией оборота криптовалют.

Банк России, в свою очередь, активно продвигает использование цифрового рубля при осуществлении трансграничных расчетов. Платформу для цифрового рубля создал ЦБ РФ в декабре 2021 г. – он будет и её оператором. Регулятор через платформу будет осуществлять эмиссию цифрового рубля, открывать кошельки клиентам (у каждого их будет два – для онлайн и офлайн расчетов) и банкам. Граждане и компании останутся клиентами банков, а банки станут посредниками: они будут открывать кошельки по запросу клиентов и проводить платежи через платформу ЦБ РФ. Эта схема двухуровневой розничной модели цифрового рубля представляется на рисунке 3.3.



Рисунок 3.4 – Схема двухуровневой розничной модели цифрового рубля<sup>122</sup>

<sup>121</sup> Подходы законопроекта по трансграничным расчетам криптовалютой в целом согласованы [Электронный ресурс] / Министерство финансов России. – Режим доступа: [https://minfin.gov.ru/ru/press-center/?id\\_4=38124](https://minfin.gov.ru/ru/press-center/?id_4=38124) (дата обращения: 15.05.2023).

<sup>122</sup> Источник: Концепция цифрового рубля [Электронный ресурс] / Банк России. – Режим доступа: [https://www.cbr.ru/Content/Document/File/120075/concept\\_08042021.pdf](https://www.cbr.ru/Content/Document/File/120075/concept_08042021.pdf) (дата обращения: 15.05.2023)

Чем отличается цифровой рубль от криптовалют? Цифровой рубль – это цифровая форма российской национальной валюты. По своим характеристикам цифровой рубль похож на криптовалюту. Но он обеспечен государством (Банком России), которое обеспечивает конвертацию цифрового рубля в другие формы денег в соотношении один к одному и поддерживает ее стоимость в той же мере. Криптовалюты – это частные токены цифровые, которые могут переходить от одного владельца к другому. У них нет эмитента, который бы гарантировал надежность их выпуска и дальнейшего обращения. Их стоимость могут сильно колебаться изо дня в день, из месяца в месяц.

Важными преимуществами цифрового рубля можно считать следующие:

1. Доступность: цифровой кошелек доступен из любого интернет- или мобильного банка, подключенного к платформе ЦБ РФ. Доступ к цифрорублям невозможно потерять. В случае закрытия банка можно будет пользоваться деньгами через любой другой банк.
2. Безопасность: операции будут проходить на платформе регулятора и будут защищены с помощью криптографии. Цифровые рубли будут храниться в цифровых кошельках на платформе цифрового рубля Банка России, что обеспечит высокий уровень их сохранности.
3. Скорость: транзакции через цифровой кошелек будут проходить мгновенно.
4. Экономичность: операции с цифровыми кошельками станут самым дешёвым способом платежей и переводов.
5. Удобство: покупка квартиры и перечисление денег покупателю сразу после регистрации сделки, как и другие «умные платежи», будут проходить прямо на платформе регулятора.
6. Прозрачность: отправитель сможет маркировать цифровые рубли для определённых целей.

Санкции недружественных стран подтолкнули регулятора ускорить дальнейшие шаги по введению к использованию цифрового рубля. В первом пилотном проекте приняли участие 15 банков, а клиентское тестирование цифрового рубля началось в апреле 2023 г. Также ожидается запуск пилота использования цифровых рублей в смарт-контрактах, то есть запуск автоматизированного протокола, который позволяет проводить сделки и контролирует их исполнение. Их преимуществом для крупного бизнеса станет упрощение сопровождения сложных структурированных сделок, в том числе тех, где происходит контроль за распределением средств.

Следует проанализировать следующие важные моменты по введению и использованию цифрового рубля. Экономическая модель, используемая в качестве основы для цифровой валюты, имеет большое значение. Банк России выбрал гибридную модель обслуживания цифрового рубля. В этой модели предполагается, что розничные платежи обрабатываются

коммерческим банком, а центральный банк ведет реестр транзакций и обеспечивает техническую безопасность платежей. При таком подходе двухуровневая банковская система страдает меньше. Также цифровой рубль будет интереснее участникам финансового рынка, он будет рассматриваться как выполняющий четкие и предсказуемые экономические функции и не вступающий в прямое противоречие с двухуровневой банковской системой государства.

Также исполнение всех транзакций через единую платформу ЦБ РФ будет предотвращать радикальное перераспределение сил на финансовом рынке. Потому малые и средние банки тоже могут конкурировать с технологически сильными кредитными организациями в борьбе за рынок цифровых кошельков.

Кроме того, при введении цифрового рубля в систему межгосударственных расчетов, стоит отметить, что может возникнуть принципиально новая задача – придание цифровой валюте свойств единой расчетной единицы на уровне межгосударственных союзов. И в этой ситуации правовая реструктуризация архитектуры цифрового рубля будет крайне затруднена. Этот вопрос тоже в свою очередь позволяет определить отправные точки, на которых должна строиться концепция цифрового рубля.

В целях детального анализа вариантов развития платежной системы РФ в условиях антироссийских санкций представлены SWOT-анализы в таблицах 3.1, 3.2, 3.3. В таблице 3.1 анализируется легализация внешнеторговых расчетов с использованием криптовалют с позиции сильных, слабых сторон, а также возможностей и угроз. Таблица 3.2 отражает SWOT-анализ разрешения для небанковских кредитных организаций открывать счета в иностранных банках для реализации международных расчетов российскими компаниями. В таблице 3.3 представляется SWOT-анализ расширения трансграничных систем передачи финансовых сообщений для реализации международных расчетов и платежей.

Таблица 3.1 – SWOT-анализ легализации внешнеторговых расчетов с использованием криптовалют<sup>123</sup>

Преимущества (S)	Недостатки (W)
Более низкие издержки проведения трансграничных расчетов по сравнению с традиционной моделью платежей через разветвленную систему корреспондентских счетов	Отсутствие скоординированного глобального подхода к регулированию криптовалют, а, следовательно, риск регулятивного арбитража
Быстрая скорость обработки и хранение информации о сделках	Фрагментация рынка криптовалют от открытого запрета (Алжир, Боливия, Египет, Индия, Индонезия, Китай и другие) на их использование в качестве средства платежа до официального статуса национальной валюты
Поддержка экспортоориентированных отраслей,	Основные торговые партнёры России из числа

<sup>123</sup> Источник: составлено автором.

попавших под антироссийские санкции	дружественных стран запрещают криптовалюты
Соответствие целям курса на деолларизацию экономики	Наличие противоречий между соответствующими ведомствами внутри России по вопросам регулирования криптовалют (главным образом, между ЦБ и Минфином)
	Дополнительные издержки, связанные с хеджированием ценовой волатильности
<b>Возможности (О)</b>	<b>Угрозы (Т)</b>
Развитие новых сегментов финансового рынка, в том числе рынка крипто-деривативов	Ужесточение санкций и требований в области ПОД/ФТ и комплаенс-контроля
Стимулы для выхода на рынок финтех-стартапов в сфере P2P и цифровых платежей, что позволит в будущем осуществлять импортозамещение технологий	Возможные призывы или требования полной заморозки (вплоть до изъятия) средств российских юридических лиц с криптокошельков
Выход криптобирж и криптообменников из «серой» зоны, перспективы формирования риск-ориентированной системы мониторинга и регулирования их деятельности	Снижение финансовой устойчивости крупных экспортоориентированных компаний в случае реализации ценовых или операционных рисков, в том числе киберрисков, что может обусловить трансмиссию рисков нефинансовых компаний на финансовую систему через снижение кредитоспособности основных корпоративных заёмщиков
	Дальнейшая дезинтермедияция традиционных финансовых посредников

Таблица 3.2 – SWOT-анализ разрешения для небанковских кредитных организаций открывать счета в иностранных банках для реализации международных расчетов российскими компаниями<sup>124</sup>

<b>Преимущества (S)</b>	<b>Недостатки (W)</b>
Децентрализация финансовых услуг и содействие конкуренции на российском финансовом рынке	Отсутствие скоординированного глобального подхода к регулированию деятельности небанковских кредитных организаций, что провоцирует риск регулятивного арбитража
Сохранение доступа к валютной ликвидности на фоне антироссийских санкций в отношении российских коммерческих банков	Необходимость пересмотра текущей системы регулирования, которая запрещает небанковским кредитным организациям открывать счета в иностранных банках
Поддержка национальных экспортеров и импортеров	
<b>Возможности (О)</b>	<b>Угрозы (Т)</b>
Формирование риск-ориентированной системы регулирования NBFI, в том числе: введение специфических требований к достаточности капитала	Ужесточение санкций и их распространение на небанковские кредитные организации, что может обусловить ухудшение финансового положения их клиентов
Создание предпосылок отхода от преимущественного банковского финансирования и расширение возможностей для бизнеса по привлечению капитала и управлению ликвидностью	Дальнейшая дезинтермедияция коммерческих банков и снижение их роли, отток клиентов, который может привести к возникновению проблем с фондированием банковской деятельности – источнику системных рисков банковского сектора
Система оценки процедур предупреждения и снижения риска внезапного оттока средств клиентов (“run risk”)	Отсутствие наработанной практики пруденциального регулирования небанковских кредитных организаций грозит снижением общего

<sup>124</sup> Источник: составлено автором.



	качества системы регулирования в России
Инструменты макропруденциальной политики для ограничения системных рисков (например, буферы капитала)	

Таблица 3.3 – SWOT-анализ расширения трансграничных систем передачи финансовых сообщений для реализации международных расчетов и платежей<sup>125</sup>

Преимущества (S)	Недостатки (W)
Смягчение негативных последствий отключения ряда крупных российских банков от SWIFT	Ограниченный интерес к российской финансовой инфраструктуре со стороны зарубежных контрагентов
Контроль и обеспечение функционирования СПФС со стороны Банка России как мегарегулятора финансового рынка	Отсутствие достаточно серьезных каналов взаимодействия с зарубежными организациями, по причине чего пользователям доступны не все сервисы
С СПФС работают не только финансовые институты, но и национальные платежные системы (в Китае и Иране подключились платежные системы этих стран: CIPS и SEPAM соответственно)	Уступает SWIFT с точки зрения технологичности и функционала
Возможности (O)	Угрозы (T)
Развитие общей финансовой инфраструктуры на пространстве ЕАЭС, что усилит тенденции к формированию единого финансового рынка и укрепит интеграцию на евразийском пространстве	Недостаточный учёт возможных операционных шоков (в том числе технологических и киберрисков) в рамках текущей системы управления рисками
Расширение функционирования СПФС на трансграничные платежи в перспективе повысит привлекательность использования рубля во внешнеторговых операциях.	Снижение эффективности и увеличение стоимости трансграничных расчетов
	Ограниченный опыт применения СПФС в международных расчетах грозит возникновением системных рисков, например, в случае резкого увеличения количества передаваемых сообщений

### 3.3 Финансовый рынок как драйвер структурной трансформации экономики

В современных реалиях, усиление геополитической напряженности и санкционное давление заметно сказались и на сегментах финансового рынка России. Влияние на финансовый результат рыночных игроков оказали потери по сделкам с производными финансовыми инструментами, отрицательная переоценка по открытым валютным позициям, понижительный тренд акций крупнейших компаний, в том числе банков ВТБ (–65%) и Сбербанк (–54%)<sup>126</sup>, уход с рынка нерезидентов, исключение из торгов иностранного капитала и др. Поведение российских инвесторов в конце февраля – начале марта 2022 г. характеризовалось оттоком средств с рынка ценных бумаг, поиском альтернативных

<sup>125</sup> Источник: составлено автором.

<sup>126</sup> Что будет с российскими банками. Взгляд аналитиков БКС [Электронный ресурс] / БКС ЭКСПРЕСС. – Режим доступа: <https://bcs-express.ru/novosti-i-analitika/chto-budet-s-rossiiskim-bankami-vzgliad-analitikov-bks> (дата обращения: 15.05.2023).

инструментов для поддержания уровня ликвидных активов. Их доверие к прежним способам инвестиций подорвано лишением возможности получать погашение долга, процентный доход по евробондам и заблокированным капиталам в результате санкций.

Антикризисные меры, принятые Банком России и Правительством РФ стабилизировали ситуацию. И теперь на повестке дня стоят задачи восстановления и дальнейшего развития российского финансового рынка в новых условиях. Оно, безусловно, в первую очередь должно способствовать повышению благосостояния граждан, расширению возможностей для развития бизнеса, российской экономики в целом. Поэтому важно обеспечить выполнение финансовым рынком его ключевых функций - эффективное перераспределение финансовых капиталов и рисков, формирование спроса и предложения, цены на активы (финансовые инструменты).

Учитывая, что экстраординарное изменение обстоятельств, по всей видимости, надолго и будет иметь структурные последствия, требуется выработка системных решений. Необходимо не использовать «кризисное» управление, а системно подходить к дальнейшему развитию национального финансового рынка. Между тем, как показывает мировая практика, регулирование национального финансового рынка, его сегментов соответственно новым мировым тенденциям интеллектуализации финансовых инструментов, технологизации финансовых институтов, внедрения «умных финансов» с учетом изменения стратегических приоритетов структурных изменений в национальной экономике позволит обеспечить ее устойчивость и конкурентоспособность в среднесрочной и долгосрочной перспективе.

По итогам первого полугодия 2022 г. на фоне роста волатильности и снижения котировок активы<sup>127</sup> российского финансового рынка сократились на 6,3%, составив 151,1 трлн рублей (по сравнению с 161,2 трлн рублей, 123,0% ВВП на конец 2021 г.). В основном это произошло из-за сжатия активов небанковских финансовых организаций, прежде всего профессиональных участников рынка ценных бумаг. При этом активы банковского сектора за 2022 г. выросли на 11,8%<sup>128</sup>.

Негативные воздействия на российский финансовый рынок санкций недружественных стран можно рассматривать через следующие основные каналы: валютный, фондовый, кредитный каналы, а также каналы доходов и страхования. Раскроем механизм их действия.

---

<sup>127</sup> Статистика [Электронный ресурс] / Банк России. – Режим доступа: <https://www.cbr.ru/statistics/> (дата обращения: 15.05.2023). Расчет общих активов осуществлялся на основании активов банковского сектора, активов страховщиков, инвестиционных портфелей НПФ и ПФР, стоимости чистых активов ПИФ, собственных активов профучастников – НФО, активов на брокерском обслуживании, активов в доверительном управлении, профильных активов МФО, портфелей займов ломбардов, кредитных потребительских кооперативов и сельскохозяйственных кредитных потребительских кооперативов.

<sup>128</sup> Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации на 2023 год и период 2024 и 2025 годов [Электронный ресурс] / Банк России. – Режим доступа: [https://www.cbr.ru/about\\_br/publ/onfinmarket/](https://www.cbr.ru/about_br/publ/onfinmarket/) (дата обращения: 15.05.2023).

1. Валютный канал. Первоначально введение санкций привело к уходу зарубежных инвесторов с российского рынка, далее – к уменьшению валютной ликвидности и усилению курсовой волатильности. Введенные российскими властями валютные ограничения и меры валютного контроля помогли стабилизировать ситуацию. Валютная ликвидность значительно улучшилась с накоплением валюты на внутреннем рынке за счет ее обязательной продажи экспортерами и снижением спроса на валюту со стороны локальных участников. Роль доллара США и евро на российском рынке снижались.

В условиях переориентации внешнеэкономических связей, для России необходима девальютизация экономики и финансового сектора, обеспечение сбалансированного перехода на валюты дружественных стран, а также на рубль в международных расчетах. На этом фоне в 2022 г. на валютном рынке Московской биржи начались торги армянским драмом, узбекским сумом и южноафриканским рэндом. Новые валюты расширяют платежно-расчетные и инвестиционные возможности участников финансового рынка. Всего на валютном рынке Московской биржи обращаются инструменты спот и своп на 16 валютных пар, в том числе китайский юань, казахстанский тенге, белорусский рубль, турецкая лира, гонконгский доллар и другие. Наблюдается рост популярности операций с валютами стран ЕАЭС и Азиатского региона – их доля в общем объеме спот-операций в 2022 г. выросла с 0,5 до 25 %<sup>129</sup>.

Стоит отметить, что постепенная переориентация торговых потоков на дружественные страны также требует развития рынка валютных производных финансовых инструментов (ПФИ) на валюты этих стран. Для этого, в свою очередь, необходимо установление новых связей с финансовыми системами (в том числе с регуляторами) дружественных стран – Азиатского региона, Ближнего Востока, Латинской Америки, а также создание работающей системы платежей и расчетов в валютах этих стран.

Банк России совместно с Минфином РФ проработали вопрос использования криптовалют в расчетах по внешнеэкономической деятельности. При этом криптовалюта не используется в качестве средства платежа на территории РФ, используется только рубль.

2. Фондовый канал. После введения санкций наблюдалась распродажа российских активов иностранными инвесторами и, соответственно, повышение доходности облигаций, снижение фондовых индексов, рост объемов маржинальных требований. На 24 февраля 2022 г. по итогам торгов падение индекса Московской биржи составило 33,3%, а РТС – 39,4%. Это максимальное падение за всю историю российского рынка, прошлый рекорд был зафиксирован

---

<sup>129</sup> Московская биржа планирует запуск торгов киргизским сомом и таджикским сомони / Московская биржа. – Режим доступа: <https://www.moex.com/n52726/?nt=113> (дата обращения: 15.05.2023).

28 октября 1997 г. (минус 20,81%)<sup>130</sup>. По итогам 2022 г. российский рынок акций обвалился на 43%<sup>131</sup>.

Деятельность Московской биржи в результате введённых ограничений и падения капитализации рынка ценных бумаг превратилась в имитацию фондового рынка. Её индекс стал абсолютным аутсайдером по динамике среди основных мировых фондовых индексов. По оценке Банка России, после перерыва в работе Московской биржи и последующего открытия торгов в конце марта 2022 г. инвесторы – физические лица занимали преимущественно настороженную позицию, сохраняя вложения в российские активы (нетто-продажи составили всего 5 млрд рублей). Объёмы покупок физическими лицами акций на Московской бирже достигали ежедневно примерно 50 млрд рублей накануне начала спецоперации в феврале и снизились до менее 10 млрд рублей в апреле 2022 г.<sup>132</sup>

После снижения Банком России ключевой ставки и сокращения доходности депозитов спрос частных инвесторов на инструменты фондового рынка снова вырос. Тем временем в его структуре произошли изменения. К ним следует отнести: запрос на диверсификацию сбережений; трансформацию географических, валютных предпочтений в пользу российских активов, вложений в дружественные рынки; интерес к консервативным решениям, продуктам с короткими сроками реализации, активам со средним и низким риском, фондам с регулярными выплатами дохода, доверительному управлению на фоне неопределенности и снижения информационной прозрачности эмитентов.

Дальнейшее развитие фондового рынка России будет связано со скоростью структурной трансформации экономики, развитием внутреннего финансового рынка и налаживанием взаимодействия с финансовыми системами дружественных стран.

3. Кредитный канал. Изменение макроэкономических условий ограничило кредитование экономики в марте-апреле 2022 г. В корпоративном сегменте наблюдалось заметное сокращение валютной задолженности. Данное снижение было частично компенсировано спросом на рублевые кредиты. В рознице снижение кредитной активности затронуло в первую очередь сегмент необеспеченного кредитования, а ипотека показала большую устойчивость благодаря льготным программам кредитования. Для стимулирования кредитования были модифицированы действующие и реализованы новые программы льготного кредитования, а также реализованы регулятивные меры поддержки финансового сектора. Продолжалось финансирование отдельных крупных инвестиционных проектов.

<sup>130</sup> Как происходило рекордное падение российского рынка и что будет дальше? [Электронный ресурс] / РБК. – Режим доступа: <https://www.rbc.ru/finances/24/02/2022/6217b2d49a79473ee2dbf2ff> (дата обращения: 15.05.2023).

<sup>131</sup> Российский рынок акций по итогам года рухнул на 43% [Электронный ресурс] / РБК Инвестиции. – Режим доступа: <https://quote.ru/news/article/646cd8ca9a794762188b06dd> (дата обращения: 15.05.2023).

<sup>132</sup> Обзор финансовой стабильности. IV квартал 2021 – I квартал 2022 года [Электронный ресурс] / Банк России. – Режим доступа: [https://cbr.ru/Collection/Collection/File/41033/4q\\_2021\\_1q\\_2022.pdf](https://cbr.ru/Collection/Collection/File/41033/4q_2021_1q_2022.pdf) (дата обращения: 15.05.2023).

4. Канал доходов. Санкции отразились на российской экономической активности через ограничение доступа реального сектора экономики к товарному и финансовому рынку недружественных стран, запрет на поставки некоторых товаров в страну и разрыв цепочек логистики. Наиболее сильно пострадали экспортно-ориентированные компании, сектор коммерческой недвижимости, автопроизводители, строительство, авиационная отрасль.

5. Канал страхования. Ограничения на международное перестрахование в случае реализации крупного страхового события негативно сказались на финансовом положении российских страховщиков, их проблемы распространились на страхователей. В ответ российскому страховому рынку необходимо снижать зависимость от перестраховочных компаний из недружественных стран и переориентироваться на внутренние расширенные перестраховочные емкости.

По итогам 2022 г. прибыль российских страховщиков сократилась на 17,3% г/г, до 202,6 млрд рублей<sup>133</sup>. Это произошло из-за снижения прибыли от инвестиционной деятельности, в первую очередь за счет операций с финансовыми инструментами и иностранной валютой. К потерям от операций с финансовыми инструментами привели возросшая волатильность российского финансового рынка, а также снижение стоимости иностранных ценных бумаг, вложения в которые составляли основу инвестиционного портфеля программ Инвестиционное страхование жизни (далее – ИСЖ). Причиной убытков по валютным активам стала их отрицательная переоценка за счет укрепления рубля. Снижение прибыли от инвестиционной деятельности произошло главным образом из-за ухудшения показателей страховщиков жизни, которые в то же время внесли основной вклад в улучшение результатов от страховых операций. Также с подорожанием запчастей и нарушением логистических цепочек, у страховщиков, работающих в ОСАГО, возникли проблемы в связи с некоторым увеличением убыточности.

Достаточный запас капитала на этом сегменте обеспечил небольшой рост в 2022 г. в номинальном выражении, но снизился относительно ВВП. Объем страховых премий вырос на 0,5% г/г, до 1,8 трлн рублей, и составил 1,2% ВВП (1,3% ВВП в 2021 г.)<sup>134</sup>.

Политика дальнейшего развития всего финансового рынка России в среднесрочной перспективе должна быть направлена на снижение последствий антироссийских санкций, трансформацию с учетом новых вызовов, обеспечение эффективного выполнения им своих функций и его позитивного вклада в финансировании структурной трансформации экономической системы России. Стоит подчеркнуть, что важным фактором развития любого финансового рынка является взвешенная и последовательная макроэкономическая политика, в

---

<sup>133</sup> Указана прибыль до налогообложения.

<sup>134</sup> Обзор ключевых показателей деятельности страховщиков [Электронный ресурс] / Банк России. – 2022. – № 4. – Режим доступа: [https://www.cbr.ru/analytics/insurance/overview\\_insurers/](https://www.cbr.ru/analytics/insurance/overview_insurers/) (дата обращения: 15.05.2023).

основе которой лежит ценовая и финансовая стабильность, а также устойчивость государственных финансов. Поэтому регуляторам важно быстрее обеспечить функционирование рынка капитала, что требует снятия, с одной стороны, барьеров на движение денежных средств, а с другой, создание условий, направленных на то, чтобы снятые ограничения на движения капитала негативным образом не повлияли на функционирование финансового рынка, а также всей финансовой системы в целом.

Учитывая возрастающую скорость происходящих перемен, а также высокую неопределенность действия внешних факторов, Банк России ежегодно уточняет основные направления развития финансового рынка РФ, охватывающие период в три года. Принятый 28.11.2022 г. ЦБ РФ план развития российского финансового рынка на период с 2023 г. по 2025 предусматривает минимизацию последствий антироссийских санкций на финансовый рынок.

В числе ключевых выделены следующие 5 направлений:

- создание условий для усиления роли финансового рынка в финансировании трансформации российской экономики;
- защита прав потребителей финансовых услуг и инвесторов;
- повышение финансовой доступности для граждан и бизнеса;
- трансформация внешнеторговых платежей и расчетов;
- цифровизация финансового рынка и развитие платежной инфраструктуры;
- обеспечение финансовой стабильности.

Одним из значимых препятствий для эффективного выполнения финансовым рынком своих функций и его позитивного вклада в экономическое развитие сегодня является существенно возросшая неопределенность, связанная как с внешнеэкономическими и геополитическими событиями, так и с происходящими внутренними процессами трансформации экономики. Банк России сохраняет приверженность режиму таргетирования инфляции, поддерживая годовую инфляцию вблизи 4%. Обеспечение этого – низкого и стабильного показателя инфляции будет делать экономические условия в целом более предсказуемыми.

Хотелось бы отметить, что Банк России совместно с Правительством РФ уделяет большое внимание своевременной адаптации и созданию правового регулирования для внедрения современных технологий на финансовом рынке, вывода на рынок инновационных финансовых продуктов и услуг. В условиях стремительного развития цифровых финансовых технологий обновление нормативной базы должно проходить более быстрыми темпами, чем ранее. При этом регулирование должно обеспечивать, с одной стороны, необходимые условия

для внедрения цифровых инноваций, а с другой – защиту прав потребителей и финансовую стабильность.

Внедрение новых технологий и поддержка инноваций на финансовом рынке будут способствовать повышению финансовой доступности различных видов финансовых инструментов для удовлетворения потребностей граждан и бизнеса, появлению новых бизнес-моделей, повышению производительности труда и в конечном счете будут вносить вклад в структурную трансформацию российской экономики. Хотя реализация инноваций часто требует инвестиций, небольшие формы бизнеса на финансовом рынке могут развиваться, активно используя аутсорсинг и предлагая интересные для клиентов продукты и сервисы.

Исследуя последствия санкций, следует обратить внимание прежде всего на отток капитала из российского финансового рынка. Так как произошедшие в 2022 г. события, разрыв связей с мировыми финансовыми рынками, уход ряда компаний из России, продажа иностранными инвесторами своих долей в российских компаниях привели к значительному превышению данного показателя. Тенденцию оттока капитала в России можно увидеть на рисунке 3.5. Масштаб оттока капитала в 2022 г. оценивался в 227 млрд долларов, что в 3 раза больше фактического значения оттока капитала в 2021 г. Подобный тренд можно было наблюдать в 2014 г., когда многие зарубежные инвесторы из-за санкций переставали инвестировать в российские компании.

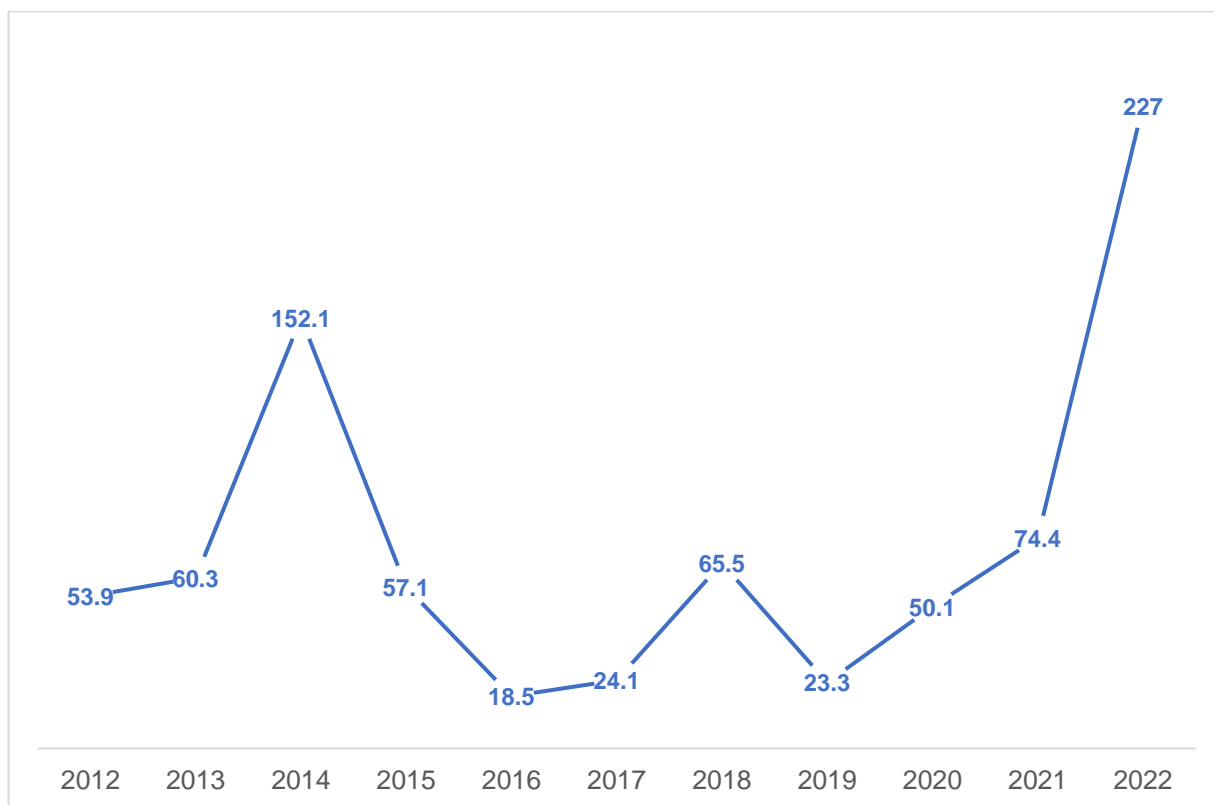


Рисунок 3.5 – Чистый отток капитала в России, млрд долларов<sup>135</sup>

Для России в текущих условиях необходимо развивать на рынке капитала новые механизмы, направленные на поддержку финансирования трансформации российской экономики. В этом необходимо опираться в первую очередь на внутренние ресурсы. Мобилизация внутренних источников инвестиций во многом зависит от уровня развития всего финансового рынка, финансовых услуг и доступности финансовых инструментов. Восстановление внутреннего финансового рынка в условиях санкций является необходимым условием мобилизации капитала для удовлетворения внутренней потребности реального сектора экономики. В этой связи предстоит преодолеть существующий разрыв между спросом и предложением, доходностью и рисками по ценным бумагам, которые формируются на рынке. Решение этих задач во многом связано с уровнем инфляции, наличием инфраструктуры, финансовой устойчивостью эмитентов.

Несмотря на санкционные ограничения, российский финансовый рынок продолжает оставаться частью мирового финансового рынка. Однако перед страной стоят масштабные задачи по переориентации международных экономических связей, их усилению с дружественными странами. Поэтому через финансовый рынок может происходить финансирование инвестиций не только за счет внутренних источников, но и путем привлечения иностранного капитала из дружественных стран в российскую экономику. Для этого необходимо создавать благоприятные условия. На ближайшем горизонте объем таких инвестиций будет небольшим, но в перспективе иностранные инвестиции могут быть одним из источников финансирования российской экономики в дополнение к внутренним ресурсам.

Считаем, что важно обеспечить восстановление рынка капитала как источника долгового и долевого финансирования для бизнеса. В ситуации ухода зарубежного инвестора и опоры в основном на внутренние ресурсы необходимо создать условия и стимулы для направления инвестиционных ресурсов прежде всего на финансирование проектов и компаний, вносящих вклад в трансформацию российской экономики, улучшение качества жизни. При соответствующей информационной и образовательной поддержке это может способствовать восстановлению интереса отечественного частного инвестора к рынку капитала.

Но для полноценного развития рынка капитала важен не только интерес инвестора, который предъявляет спрос на ценные бумаги, но и готовность компаний к привлечению финансирования с помощью инструментов рынка ценных бумаг. Пока российский бизнес не использует активно возможности привлечения финансирования на рынке капитала, в частности,

---

<sup>135</sup> Источник: Данные Банка России, составлено автором.



долевого финансирования, которое по сути своей является наиболее долгосрочным. Набор инструментов, отраслевое разнообразие эмитентов, объем ценных бумаг в свободном обращении, доступных инвесторам на российском рынке капитала, не так велики. Поэтому нужно уделять особое внимание развитию именно долевого финансирования в России в предстоящие годы.

На наш взгляд следует вводить инструменты повышения инвестиционного качества и льготные режимы размещения ценных бумаг для компаний, задействованных в трансформации российской экономики и осуществляющих деятельность в перспективных и приоритетных отраслях, в том числе в сфере высокотехнологичного производства, импортозамещения, несырьевого экспорта, участвующих в создании необходимой инфраструктуры. В такие инструменты и режимы могут входить:

- предоставление гарантий со стороны государства и институтов развития;
- программы поддержки по выходу на рынок акций и облигаций для компаний, осуществляющих деятельность в перспективных отраслях, а также налоговые льготы инвесторам по доходам от таких ценных бумаг.

В современных условиях наблюдается также существенная трансформация активно развивающегося в последние годы финансового рынка розничных инвестиций. Под давлением санкций (блокировки активов и других) владельцы брокерских счетов были вынуждены переводить свои активы с внешних финансовых рынков на внутренний. Существует также тенденция на закрытие счетов в России и релокацию в другие страны.

Мы предполагаем, что в текущих обстоятельствах, запрет на инвестиции нерезидентами в долговые ценные бумаги может привести к нехватке финансирования на долговом рынке, потенциала только отечественных розничных инвесторов может оказаться недостаточно. Кроме того, отечественные негосударственные пенсионные фонды, страховые компании практически не инвестируют в фонды прямых инвестиций крупных институциональных инвесторов на долгосрочной основе.

В 2022 г. на долговом рынке домашние хозяйства увеличили инвестиции в целом на 55 млрд рублей, но это в 17 раз меньше, чем в 2021 г. (на 918 млрд рублей). В то же время в 2022 г. были сокращены инвестиции в котируемые акции нерезидентов в иностранной валюте (в рублевом эквиваленте) на 88 млрд рублей против роста в 2021 г. на 605 млрд рублей и в паи и акции инвестфондов нерезидентов на 22 млрд рублей против увеличения в 2021 г. на 134 млрд рублей.

С 2019 г. на российском рынке брокерского обслуживания ежеквартальный рост клиентов составлял более 20%. Этому способствовало развитие системы быстрых платежей, повышение доступности финансовых услуг и общей финансовой грамотности населения, рост

инфляции и снижение процентных ставок по вкладам, желание граждан сохранить от обесценения сбережения, а также широкая реклама.

В 2022 г. интерес розничных инвесторов к фондовому рынку замедлялся (рисунок 3.6). Объем активов на брокерском обслуживании сократился в результате отрицательной переоценки и превышения объема изъятий средств со счетов над взносами. Доля клиентов со счетом до 10 тысяч рублей увеличилась, а средний размер счета уменьшился вдвое – с 409 до 205 тысяч рублей. Без учета пустых и небольших счетов (66% из всех клиентов имеют пустые или счета до 100 тысяч рублей) показатель среднего размера счета по итогам года снизился с 2,2 до 1,3 млн рублей.

### ТЕМП РОСТА ЧИСЛА КЛИЕНТОВ БРОКЕРОВ В 2022 Г. ЗАМЕДЛЯЛСЯ... (МЛН ЛИЦ)

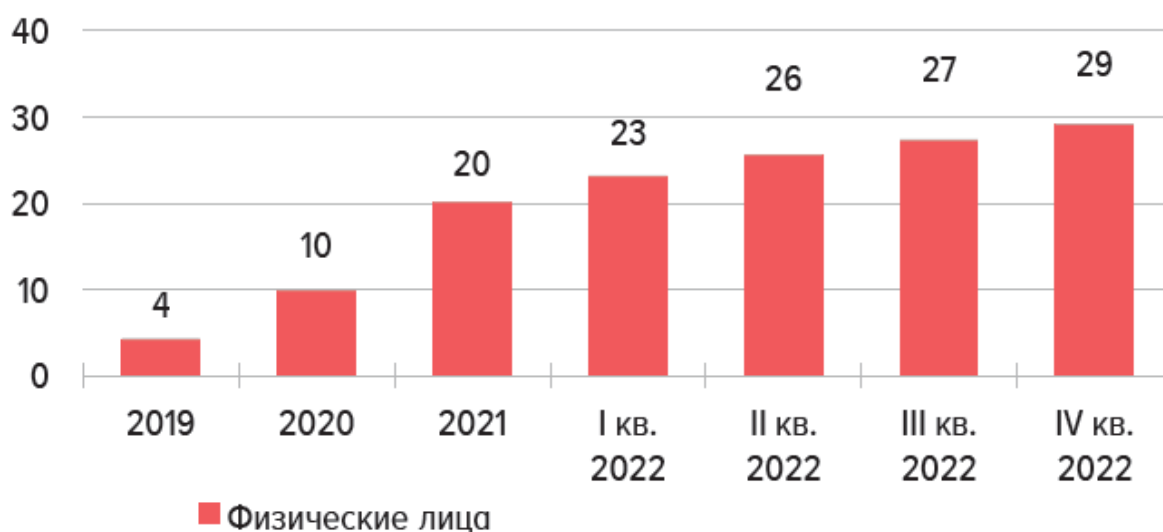


Рисунок 3.6 – Замедление роста числа участников брокерского обслуживания в 2022 г.<sup>136</sup>

Совокупная стоимость активов физических лиц – резидентов на брокерском обслуживании (включая ценные бумаги, денежные средства и требования за вычетом обязательств, в том числе на ИИС) на конец 2022 г. составила 6 трлн руб., это меньше на 28 % в сравнении с 2021 г. Из указанной суммы около 5,3 трлн руб. приходилось на ценные бумаги и 0,6 трлн руб. – на денежные средства в рублях и иностранной валюте (рисунок 3.7). При этом концентрация активов остается высокой: квалифицированные инвесторы, составляющие около

<sup>136</sup> Источник: Банк России.

1,8% от общего числа клиентов, владели 67% активов. Также сохраняется региональная диспропорция: доля Москвы и Московской области превышает 17% по количеству клиентов и 51% по объему их активов.

### ...А ОБЪЕМ АКТИВОВ УМЕНЬШИЛСЯ В РЕЗУЛЬТАТЕ ПРЕВЫШЕНИЯ ОТТОКОВ НАД ПРИТОКАМИ (ТРЛН РУБ.)

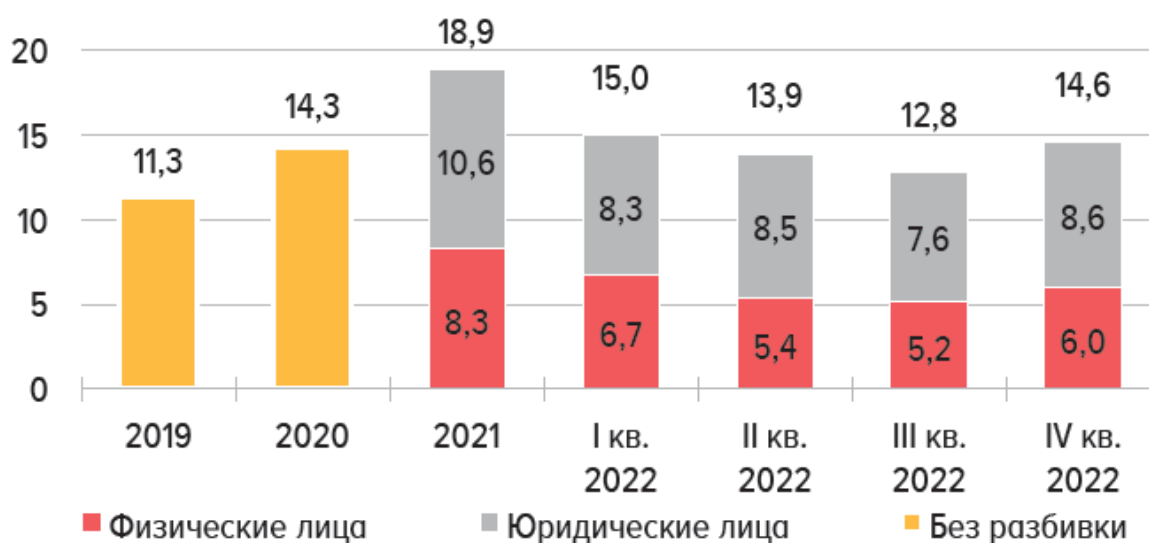
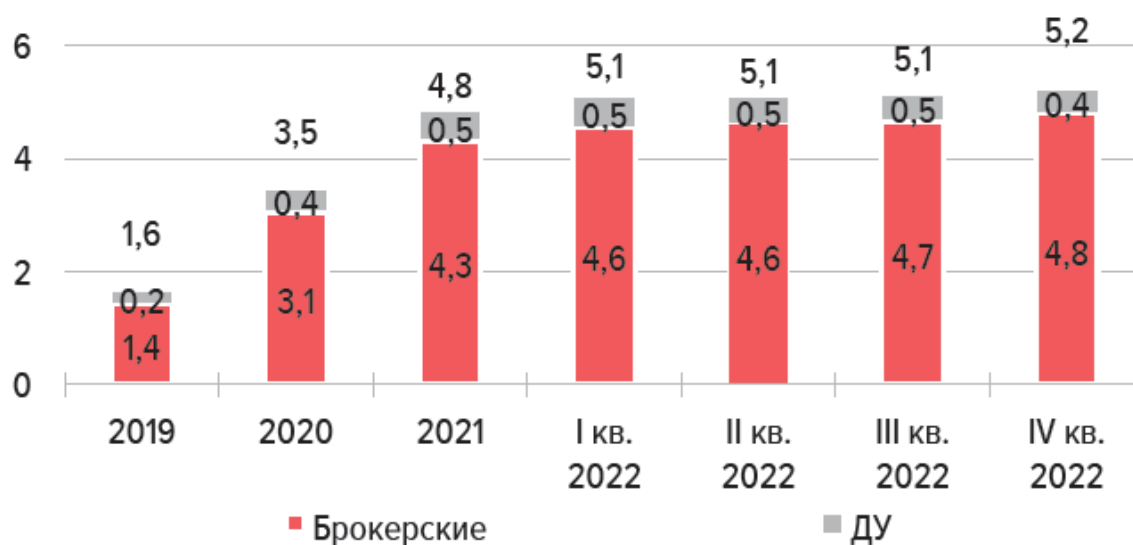


Рисунок 3.7 – Уменьшение объема активов на брокерском обслуживании в 2022 г.<sup>137</sup>

По состоянию на конец 2022 г. число индивидуальных инвестиционных счетов (далее – ИИС) составило 5,2 млн единиц, рост на 8% относительно 2021 г. Несмотря на значительные нетто-взносы объем портфелей ИИС по итогам 2022 г. снизился до 446 млрд рублей, -19% в сравнении с 2021 г. (рисунок 3.8).

<sup>137</sup> Источник: Банк России.

## РОСТ ЧИСЛА ИИС ЗАМЕДЛИЛСЯ... (МЛН ЕД.)



## ...В ТО ВРЕМЯ КАК ОБЪЕМ АКТИВОВ НА ИИС ВЫРОС В КОНЦЕ ГОДА ЗА СЧЕТ СЕЗОННОГО ПРИТОКА СРЕДСТВ (МЛРД РУБ.)



Рисунок 3.8 – Замедление роста числа ИИС и снижение объема активов в 2022 г.<sup>138</sup>

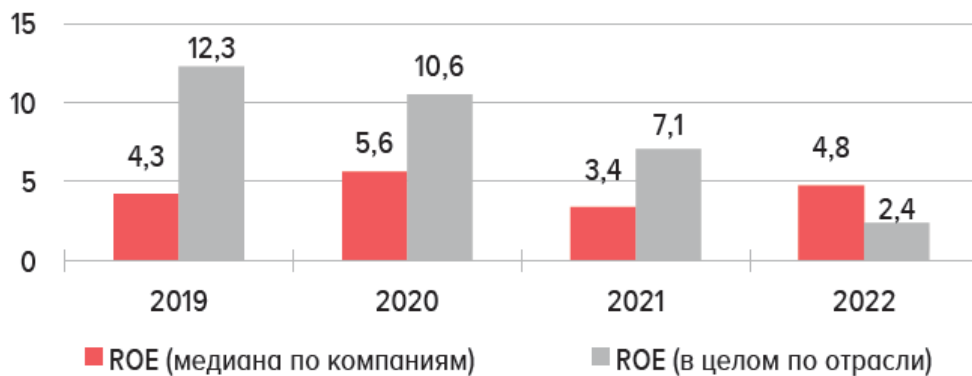
Показатели рентабельности большинства профучастников – Некредитных финансовых организаций (далее – НФО) растут, несмотря на убытки крупных компаний, попавших под санкции. Прибыльность компаний увеличилась благодаря развитию дополнительных

<sup>138</sup> Источник: Банк России.

направлений бизнеса, умеренному росту издержек и регуляторным послаблениям. Чистая прибыль в отрасли по итогам 2022 г. сократилась до 9 млрд рублей (-65% г/г), при этом по сравнению с 2021 г. выросло как число убыточных участников, так и высокорентабельных (с ROE выше 10%) (см. рисунки 3.9, 3.10).

### МЕДИАННЫЙ ПОКАЗАТЕЛЬ РЕНТАБЕЛЬНОСТИ\* ВЫРОС ПО ИТОГАМ ГОДА...

(%)



\* Рентабельность капитала профучастников – НФО (без учета регистраторов), скользящее значение за 12 месяцев.

Рисунок 3.9 – Показатели рентабельности НФО<sup>139</sup>

### ...НЕСМОТРЯ НА РОСТ ДОЛИ УБЫТОЧНЫХ КОМПАНИЙ

(%)

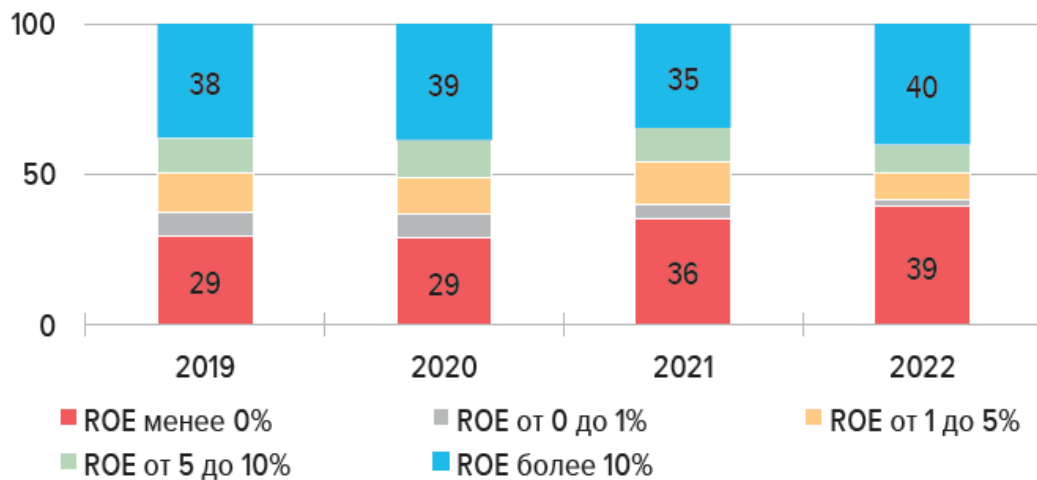


Рисунок 3.10 – Доли компаний<sup>140</sup>

<sup>139</sup> Источник: Банк России.

По нашему мнению, стратегическими ориентирами в развитии финансового рынка России для розничных инвестиций в настоящее время должны стать:

- повышение доверия розничных инвесторов – сохранение в будущем приоритетов по защите интересов частных инвесторов, а также потребителей финансовых услуг;
- обеспечение доступности платежных и финансовых услуг;
- формирование информационно открытой среды для взаимодействия участников и развития качественной конкуренции на финансовом рынке;
- усиление сотрудничества и взаимодействия с дружественными странами в этом направлении.

Ещё один из внутренних источников финансирования – это сбережения граждан. Необходимо развитие инструментов на финансовом рынке, призванных обеспечить формирование долгосрочных сбережений, а также инвестиций граждан. В этом значимую роль может играть банковский сектор, как наиболее крупный сегмент российского финансового рынка, который должен обеспечить качественную инфраструктуру и платежные услуги, расширить предлагаемый ассортимент понятных для граждан финансовых продуктов.

Не менее важным в данном контексте остается также вопрос повышения финансовой грамотности, постоянного информирования населения обо всех изменениях финансовой системы с учетом текущих вызовов, что будет способствовать принятию гражданами правильных финансовых решений и снизит риски спонтанных, необдуманных действий, влияющих на их благосостояние.

У граждан России уже сформировалась базовая потребность в формировании долгосрочных сбережений. При этом финансовая система пока не создала широкий инструментарий для долгосрочных сбережений, который отвечал бы потребностям граждан с точки зрения доходности и сохранности средств, в том числе защиты от инфляции. Именно поэтому продукты ИЖС, пенсионные программы пока не пользуются спросом. Во многом это связано с недоверием к текущей финансовой системе.

Не широкое использование продуктов добровольных пенсионных сбережений может быть связано с еще не в полной мере сформировавшимся доверием к системе негосударственного пенсионного обеспечения (далее – НПО), а также невысокой доходностью вложений. Многие негосударственные пенсионные фонды (далее – НПФ) показывают сравнительно невысокую среднюю доходность, которая сопоставима или ниже доходности

---

<sup>140</sup> Источник: Банк России.

ОФЗ<sup>141</sup> на среднесрочном и долгосрочном горизонте. Установленные требования к составу и структуре инвестиционных портфелей НПФ, как показал 2022 г., успешно ограничивают риски клиентов. Вместе с тем такие требования могут снижать инвестиционный потенциал НПФ, ограничивая их инвестиции в активы с повышенным риском, которые могут принести более значимую прибыль (например, акции, не включенные в индекс Московской биржи, фонды прямых инвестиций и другие).

Кроме того, в настоящее время между финансовыми продуктами существует налоговый арбитраж. При этом более короткие инвестиции (брокерские счета, индивидуальное доверительное управление) льготируются государством в большем объеме, чем более длинные инвестиции (НПО, пенсионное страхование). Соответственно, в России должны быть проработаны меры, направленные на повышение привлекательности долгосрочных вложений для различных групп инвесторов.

Нельзя не сказать, что Банком России и Правительством РФ начаты шаги в этом пути – совершенствование механизма индивидуальных инвестиционных счетов. Планируется введение нового долгосрочного ИИС типа III, а также расширение перечня финансовых посредников и площадок, через которые можно открыть ИИС. В частности, в этот перечень могут быть включены управляющие компании ПИФов и финансовые платформы.

В условиях структурной трансформации российской экономики значительно возрастает роль также рынка страхования, который призван обеспечить защиту бизнеса и благосостояния людей. Можно сказать, что в первую очередь свой вклад в развитие внутренних источников финансирования экономики может внести страхование жизни. При этом увеличение его охвата напрямую связано с повышением уровня доверия граждан к этому инструменту инвестирования. Должна быть создана система гарантирования по договорам страхования жизни, которая будет обеспечивать сохранность долгосрочных вложений граждан. Такая система может быть построена на тех же принципах, что и страхование депозитов в банках и гарантирование пенсионных накоплений. В случае банкротства страховой организации ее обязательства перед клиентами в пределах, установленных законодательством, должны быть исполнены за счет гарантийного фонда, формируемого из взносов страховых организаций.

Также следует добавить, что санкционные ограничения привели к закрытию для российских страховщиков перестраховочных рынков недружественных государств и дефициту доступной перестраховочной емкости, что увеличивает роль Российской национальной перестраховочной компании (РНПК). Для повышения качества перестраховочной защиты необходимо развитие конкуренции на этом рынке. Это можно осуществлять повышением роли

---

<sup>141</sup> ОФЗ – сокращение от «Облигация федерального займа». ОФЗ – это рублёвые облигации, выпускаемые Минфином России.

рейтинговых агентств, а также налаживанием взаимодействия с перестраховщиками из дружественных стран на рыночном уровне.



## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В экономической теории развитая финансовая система считается одним из ключевых факторов экономического роста. Данная работа представляет собой исследование основных направлений развития финансовой системы России в контексте экономического роста с учетом новых вызовов: санкции, трансформации институтов и структурных изменений в российской экономике.

Первая глава исследования представляет собой обобщение и систематизирование теоретико-методологических подходов разных авторов о сущности и значении финансовой системы в экономике. Рассматриваются различные подходы к определению понятия «финансовая система», а именно: «западный» (функциональный) и «российский» (институциональный). При этом автором обосновывается необходимость интегративного подхода к исследованию финансовой системы, объединяющего рассмотренные взгляды. В соответствии с ним, финансовую систему следует рассматривать как исторически сформировавшуюся и законодательно закреплённую систему финансовых отношений, соответствующих финансовых институтов и рынков, которые связаны с мобилизацией денежных ресурсов и последующим их использованием в целях удовлетворения потребностей общества.

Кроме того, в этой главе проводится исследование финансовой системы по функциональному признаку. Используемый функциональный подход направлен на анализ связей между экономическим ростом и качеством функций, предоставляемых финансовой системой. Всего выделено пять базовых функций финансовой системы, которые отражены в работе:

- информирование о возможных объектах инвестирования и распределения капиталов;
- содействие торговле, диверсификации и управление рисками;
- мониторинг инвестиций, оценка их эффективности, содействие корпоративному управлению;
- мобилизация и концентрация сбережений;
- облегчение обмена товарами и услугами.

Каждая из них влияет на сбережения, инвестиции и, следовательно, на экономический рост. Отмечается, что наиболее существенное влияние на динамику экономического развития оказывают такие элементы финансовой системы, как [банковская система](#) и [фондовый рынок](#). В

соответствии с этим, диссертационное исследование строится на рассмотрении особенностей воздействия важнейших составляющих посреднического сектора на экономический рост.

В главе также раскрываются преимущества и недостатки различных типов финансовых систем, а именно подходов, ориентированных на банки и биржевые рынки. Автором делается вывод о том, что 1) обе модели адекватны на определенных этапах экономического развития, при этом возможность успешного функционирования типа финансовой системы связана с уровнем раскрытия информации и защиты прав инвесторов в стране; 2) банки и рынки ценных бумаг могут играть взаимодополняющую роль в обеспечении экономического роста, ввиду этого, структура финансовой системы должна акцентироваться на качестве и доступности финансовых услуг, предоставляемых ими.

Ключевой проблемой в исследованиях о взаимосвязи финансовой системы и экономического роста является измерение уровня развития финансовой системы. Как уже выше приведено, основные функции финансовой системы заключаются в привлечении свободных денежных средств, их наиболее эффективном распределении среди потенциальных инвестиционных проектов и дальнейшем мониторинге этих проектов. Соответственно, «хороший» показатель финансового развития должен отражать улучшение выполнения этих функций. При разработке системы показателей функционирования и развития финансовой системы, нами предлагается использовать индикаторы, предложенные в исследованиях Мирового Банка, также, в частности, в работе [Beck, et al., 1999]: финансовая глубина, доступность, эффективность.

Во второй главе работы раскрывается становление и развитие российской финансовой системы до настоящего времени, выделяются семь основных этапов. Последний этап развития финансовой системы России начинается с 2015 г., и характеризуется испытанием антироссийских экономических санкций и начинанием процессов её трансформации в сторону обеспечения самостоятельности, независимости от финансовых центров недружественных стран. Оценивается тенденции развития и текущий потенциал основных элементов финансовой системы современной экономики России, как бюджетная и банковская системы, рынки ценных бумаг и страхования.

Отмечается, что в последние годы дефицит государственного бюджета РФ создает нестабильную ситуацию в экономической и финансовой деятельности государства. Как негативными факторами этого обозначаются нецелевое расходование бюджета и влияние нефтегазового сектора, а также ущерб санкций, эпидемиологическая ситуация, увеличение военных расходов. Тенденция развития банковской системы носит положительный характер. Также по элементам рынок ценных бумаг и страховой сектор наблюдается восходящая

тенденция развития, но существуют значимые проблемы в этих отраслях, которые автором выделяются и предлагаются возможности их решения.

В главе также обобщены и классифицированы существующие методические подходы, анализирующие влияние финансовой системы на экономический рост в аспекте рассматриваемой проблематики и методологии. Интерес к изучению влияния финансовых аспектов на экономический рост всегда был, первая работа была написана английским экономистом У. Бэджготом ещё в 1873 г. Работы, написанные до 1960-х гг., носили преимущественно описательный, историко-экономический характер, позже появились фундаментальные теоретические работы. В 1990-х гг. исследования взаимосвязи между финансовым развитием и долгосрочным ростом получили новый импульс вследствие литературы об эндогенном росте. Одна из ветвей этого направления начала фокусироваться на вопросе о том, могут ли финансовые условия объяснить устойчивый рост ВВП на душу населения. Основным аргументом состоял в том, что финансы оказывают внешнее воздействие на совокупную эффективность инвестиций, которое компенсирует снижение предельного продукта капитала. Некоторые исследования рассматривали роль исключительно фондовых рынков. В большинстве исследований структура модели относилась к типу АК в том смысле, что существует постоянная отдача от достаточно широкого понятия капитала.

В последние годы к рассматриваемой проблеме все больший интерес проявляют также российские исследователи.

К началу второй декады XXI века обострились геополитические противоречия. Российская экономика осталась под беспрецедентными санкциями недружественных стран. В третьей главе работы анализируется влияние антироссийских санкций на финансовую систему РФ, и определены основные направления дальнейшего развития российской финансовой системы в условиях современных вызовов: санкции, трансформации институтов и структурных изменений в экономике России. Сформулированы предложения по трем важнейшим в настоящее время направлениям: банковская система, цифровизация и развитие платежной инфраструктуры, финансовый рынок.

## СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Боди, З. Финансы : учеб. пособие : пер. с англ. / З. Боди, Р. Мертон. – М. : Вильямс, 2000. – 592 с.
2. Вершинина, О. В. Анализ возможностей и рисков введения в обращение цифровых валют центральных банков на примере «цифрового рубля» / О. В. Вершинина, Я. Г. Лабушева, И. С. Султаниев // Вестник Российского нового университета. – 2021. – № 1. – С. 51–60.
3. Виноградов, Д. В. Финансово-денежная экономика : учеб. пособие / Д. В. Виноградов, М. Е. Дорошенко. – М. : Изд. дом ГУ ВШЭ, 2008. – 828 с.
4. Гварлиани, Т. Е. Проблемы формирования бюджетных расходов в условиях дефицита бюджетов // Сервис plus. – 2017. – № 4. – С. 65–77.
5. Гордеева О. Е. Исламская финансовая система / О. Е. Гордеева, Н. А. Львова // Вестник Санкт-Петербургского университета. Серия 5: Экономика. – 2009. – № 3. – С. 124–133.
6. Дадашев, А. З. Финансовая система России: учеб. пособие / А. З. Дадашев, Д. Г. Черник. – М. : Инфра-М., 1997. – 248 с.
7. Динамические ряды основных показателей деятельности страховщиков [Электронный ресурс] / Банк России. – Режим доступа: [https://www.cbr.ru/statistics/insurance/ssd\\_stat/](https://www.cbr.ru/statistics/insurance/ssd_stat/) (дата обращения: 15.05.2023).
8. Иванов, В. В. Реформирование институтов финансово-кредитных систем стран с формирующимися рынками: монография / В. В. Иванов, О. А. Золотарева [и др.]. – Пинск: ПолесГУ, 2017. – 140 с.
9. Ивлиева, М. Ф. Значение категории «финансовая деятельность государства» в науке финансового права / М. Ф. Ивлиева // Федеральные и региональные аспекты финансового права: «Круглый стол», посвящ. 75-летию акад. Н. И. Химичевой: тезисы выступлений (2–3 окт. 2003 г.) / под ред. Е. В. Покачаловой. – Саратов : Изд-во ГОУ ВПО «Сарат. гос. акад. права». – 2004. – С. 14–16.
10. Исмоилов Г. Н. Влияние создания цифрового рубля на финансовую систему / Г. Н. Исмоилов // Развитие современной экономики России. Материалы работы Международной конференции молодых учёных-экономистов. Санкт-Петербург, 2022. – С. 31–33.
11. Исмоилов Г. Н. Изменение климата: риски для финансовой системы России / Г. Н. Исмоилов // Системное моделирование социально-экономических процессов. труды 45-ой Юбилейной международной научной школы-семинара. Воронеж, – 2022. С. 368–371.

12. Исмоилов Г. Н. Исследование финансовой системы современной России / Г. Н. Исмоилов // Системное моделирование социально-экономических процессов. Труды 44-ой Международной научной школы-семинара. Воронеж, 2021. – С. 324–328.
13. Исмоилов Г. Н. Современные проблемы финансовой системы России / Г. Н. Исмоилов // Наука. Технологии. Инновации. Сборник научных трудов XV Всероссийской научной конференции молодых ученых, посвященной Году науки и технологий в России. В 10-ти частях. Под редакцией Д.О. Соколовой. Новосибирск, 2021. – С. 348–352.
14. Исмоилов Г. Н. Тенденции и факторы развития элементов финансовой системы современной экономики России / Г. Н. Исмоилов // Финансы: теория и практика. – 2022. – Т. 26., № 3. – С. 19–32.
15. Итоги работы Банка России за 2022 год: кратко о главном [Электронный ресурс] / Банк России. – Режим доступа: [https://www.cbr.ru/StaticHtml/File/145751/kg0\\_2022.pdf](https://www.cbr.ru/StaticHtml/File/145751/kg0_2022.pdf) (дата обращения: 15.05.2023).
16. Как оплачивать покупки за границей [Электронный ресурс] / Банки.ру. – Режим доступа: <https://www.banki.ru/news/daytheme/?id=10979411> (дата обращения: 15.05.2023).
17. Комарова, Г. В. Финансовая система Российской Федерации как объект судебной защиты : монография / Г. В. Комарова. – М. : Проспект, 2015. – 168 с.
18. Криничанский К. В. Финансовые рынки в условиях цифровизации : монография / К. В. Криничанский [и др.]. – М. : Русайнс, 2020. – 372 с.
19. Криничанский, К. В. Финансовые рынки в условиях цифровизации : монография / К. В. Криничанский [и др.]; под редакцией К. В. Криничанского. – М. : Русайнс, 2020. – 372 с.
20. Криничанский, К. В. Финансовые рынки и институты : монография / К. В. Криничанский. – Миасс : Издательство Геотур, 2014. – 183 с.
21. Лебедев, В. А. Финансовое право: учебник / В. А. Лебедев. – М. : Статут, 2000. – 461 с.
22. Международные платежи в санкционных условиях: состояние и перспективы (май 2022) / Институт Внешэкономбанка. – М. : Институт ВЭБ, 2022. – 61 с.
23. Механизмы стимулирования сверхбыстрого роста: мировая практика / Я. М. Миркин [и др.]; под редакцией Я. М. Миркина. – М. : Магистр, 2018. – 480 с.
24. Мильгаузен, Ф. В. Финансовое право: конспект лекций / Ф. В. Мильгаузен. – М. : Лит. Волкова, 1868. – 112 с.
25. Миркин, Я. М. Посткризисная стратегия развития финансового сектора России / Я. М. Миркин // Финансы: теория и практика. – 2009. – № 2. – С. 12–17.
26. Миркин, Я. М. Глобальные финансы: будущее, вызовы роста / Я. М. Миркин, Т. В. Жукова, А. В. Комова, М. М. Кудинова; ИМЭМО РАН. – М. : Лингва-Ф, 2019. – 192 с.

27. Миркин, Я. М. Российский рынок ценных бумаг: влияние фундаментальных факторов, приоритеты и механизм развития : диссертация на соискание учёной степени доктора экономических наук: 08.00.10 / Миркин Яков Моисеевич. – М., 2003. – 575 с.
28. Миркин, Я. М. Стратегия развития финансовой системы России: аналитический доклад / Я. М. Миркин [и др.]. – М.: Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, 2011. – 410 с.
29. Московская биржа планирует запуск торгов киргизским сомом и таджикским сомони / Московская биржа. – Режим доступа: <https://www.moex.com/n52726/?nt=113> (дата обращения: 15.05.2023).
30. Нешитой, А. С. Финансы : учебник / А. С. Нешитой. – 7-е изд., перераб. и доп. – М. : Дашков и К, 2007. – 512 с.
31. Новиков, А. В. Финансовое развитие и экономический рост: анализ подходов к проблеме / А. В. Новиков, И. Я. Новикова // Идеи и идеалы. – 2020. – Т. 12, № 4, ч. 2. – С. 251–266.
32. Обзор ключевых показателей деятельности страховщиков [Электронный ресурс] / Банк России. – 2022. – № 4. – Режим доступа: [https://www.cbr.ru/analytics/insurance/overview\\_insurers/](https://www.cbr.ru/analytics/insurance/overview_insurers/) (дата обращения: 15.05.2023).
33. Обзор ключевых показателей деятельности страховщиков [Электронный ресурс] / Банк России. – 2021. – № 4. – Режим доступа: [https://www.cbr.ru/analytics/insurance/overview\\_insurers/](https://www.cbr.ru/analytics/insurance/overview_insurers/) (дата обращения: 15.05.2023).
34. Обзор финансовой стабильности. IV квартал 2021 – I квартал 2022 года [Электронный ресурс] / Банк России. – Режим доступа: [https://cbr.ru/Collection/Collection/File/41033/4q\\_2021\\_1q\\_2022.pdf](https://cbr.ru/Collection/Collection/File/41033/4q_2021_1q_2022.pdf) (дата обращения: 15.05.2023).
35. Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации на 2023 год и период 2024 и 2025 годов [Электронный ресурс] / Банк России. – Режим доступа: [https://www.cbr.ru/about\\_br/publ/onfinmarket/](https://www.cbr.ru/about_br/publ/onfinmarket/) (дата обращения: 15.05.2023).
36. Подходы законопроекта по трансграничным расчетам криптовалютой в целом согласованы [Электронный ресурс] / Министерство финансов России. – Режим доступа: [https://minfin.gov.ru/ru/press-center/?id\\_4=38124](https://minfin.gov.ru/ru/press-center/?id_4=38124) (дата обращения: 15.05.2023).
37. Показатели финансовой устойчивости. Руководство по составлению [Электронный ресурс] / Международный Валютный Фонд. – 2007. – 312 с. – Режим доступа: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fsi/guide/2006/pdf/rus/guide.pdf> (дата обращения: 15.05.2023).
38. Ржевская, Т. Г. Финансовая система и пропорциональность российского бюджета (теория и практика формирования бюджетных пропорций) : монография / Т. Г. Ржевская. – М. : Юнити-Дана : Закон и право, 2008. – 159 с.

39. Романовский, М. В. Финансы : учебник / под ред. М. В. Романовский, О. В. Врублевская, Б. М. Сабанти. – 2-е изд. перераб. и доп. – М. : Юрайт-Издат, 2006. – 462 с.
40. Сергиенко, Я. В. Финансы и реальный сектор / Я. В. Сергиенко. – М. : Финансы и статистика, 2004. – 384 с.
41. Словарь русского языка: В 4-х т. / РАН, Ин-т лингвистич. исследований; Под ред. А. П. Евгеньевой. – 4-е изд., стер. – М. : Рус. яз.; Полиграфресурсы, 1999. – 800 с.
42. Статистика [Электронный ресурс] / Банк России. – Режим доступа: <https://www.cbr.ru/statistics/> (дата обращения: 15.05.2023).
43. Статистические показатели банковского сектора Российской Федерации [Электронный ресурс] / Банк России. – Режим доступа: [https://www.cbr.ru/statistics/bank\\_sector/review/](https://www.cbr.ru/statistics/bank_sector/review/)
44. Столбов, М. И. Финансовый рынок и экономический рост: контуры проблемы / М. И. Столбов. – М. : Научная книга, 2008. – 208 с.
45. Стратегическая сессия по развитию отечественной финансовой системы [Электронный ресурс] / Правительство России. – Режим доступа: <http://government.ru/news/46381/> (дата обращения: 15.05.2023).
46. Стратегия развития национальной платежной системы на 2021–2023 годы [Электронный ресурс] / Банк России. – Режим доступа: [http://www.cbr.ru/content/document/file/120210/strategy\\_nps\\_2021-2023.pdf](http://www.cbr.ru/content/document/file/120210/strategy_nps_2021-2023.pdf) (дата обращения: 15.05.2023).
47. Трофимов, Г. Факторы и темпы экономического роста в России [Электронный ресурс] / Г. Трофимов. – Институт финансовых исследований. – 2002. – Режим доступа: <http://www.finansy.ru/publ/rus/005.htm> (дата обращения: 15.05.2023).
48. Финансы: учебник для студентов вузов, обучающихся по экономическим специальностям, специальности «Финансы и кредит» / под ред. Г. Б. Поляка. 4-е изд., перераб. и доп. – М.: Юнити-Дана, 2015. – 27 с.
49. Шумпетер, Й. А. Теория экономического развития / Й. А. Шумпетер. – М. : Прогресс, 1982. – 138 с.
50. Янжул, И. И. Основные начала финансовой науки. Учение о государственных доходах / И. И. Янжул. – 4-е изд. изм. и доп. – СПб. : Тип. Стасюлевича М. М., 1904. – 500 с.
51. Abramova, M. Transmission channels between financial deepening and economic growth: econometric analysis comprising monetary factors / M. Abramova, D. Artemenko, K. Krinichansky // Mathematics. – 2022. – Vol. 10, № 2. – P. 1–30.
52. Allen, F. Comparing financial systems / F. Allen, D. Gale. – Cambridge : MIT Press, 2000. – 520 p.

53. Bagehot, W. Lombard Street: A Description of the Money Market / W. Bagehot. – London : Henry S. King & Co, 1873. – 359 p.
54. Beck, T. A new database on financial development and structure / T. Beck, A. Demirgüç-Kunt, R. Levine // The World Bank. Policy Research Working Paper Series 2146. – 1999. – 31 p.
55. Bencivenga, V. R. Financial intermediation and endogenous growth / V. R. Bencivenga, B. D. Smith // Review of Economic Studies. – 1991. – Vol. 58, № 2. – P. 195–209.
56. Bencivenga, V. R. Transactions costs, technological choice, and endogenous growth / V. R. Bencivenga, B. D. Smith, R. M. Starr // Journal of Economic Theory. – 1995. – Vol. 67, № 1. – P. 153–177.
57. Cameron, R. Banking in the early stages of industrialization: a study in comparative economic history / R. Cameron, O. Crisp, H. T. Patrick, R. Tilly. – New York : Oxford University Press, 1967. – 349 p.
58. Carosso, V. Investment Banking in America / V. Carosso. – Cambridge : Harvard University Press, 1970. – 567 p.
59. Christopoulos, D. Financial development and economic growth: evidence from panel unitroot and cointegration tests / D. Christopoulos, E. Tsionas // Journal of Development Economics. – 2004. – Vol. 73. – P. 55–74.
60. Culbertson, J. M. Intermediaries and Monetary theory: A criticism of the Gurley-Shaw theory / J. M. Culbertson // The American Economic Review. – 1958. – Vol. 48, № 1. – P. 119–131.
61. Diamond, D. W. Bank runs, deposit insurance, and liquidity / D. W. Diamond, P. H. Dybvig // Journal of Political Economy. – 1983. – Vol. 91, № 3. – P. 401–419.
62. Farhi, E. A Theory of liquidity and regulation of financial intermediation / E. Farhi, M. Golosov, A. Tsyvinski // The Review of Economic Studies. – 2009. – Vol. 76, № 3. – P. 973–992.
63. Geanakoplos, J. Inefficient liquidity provision / J. Geanakoplos, K. J. Walsh // Cowles foundation discussion paper № 2077. – Yale University, 2017. – 27 p.
64. Gerschenkron, A. Economic backwardness in historical perspective: a book of essays / A. Gerschenkron. – Cambridge : Harvard University Press, 1962. – 47 p.
65. Global financial development report 2015/2016: Long-term finance [Электронный ресурс]. – The World Bank. – 2015. – Режим доступа: <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/32595> (дата обращения: 15.05.2023).
66. Global Financial Development Report 2019/2020: Bank Regulation and Supervision a Decade after the Global Financial Crisis [Электронный ресурс]. – The World Bank. – 2020. – Режим доступа: <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/32595> (дата обращения: 15.05.2023).



67. Goldsmith, R. *Financial structure and development* / R. Goldsmith. – New Haven : Yale University Press, 1969. – 561 p.
68. Gurley, J. G. *Financial Aspects of Economic Development* / J. G. Gurley, E. S. Shaw // *The American Economic Review*. – 1995. – Vol. 45, № 4. – P. 515–538.
69. Harrod, R. *Economic Dynamics* / R. Harrod. – New York : St. Martin's Press, 1973. – 195 p.
70. IMF *Rethinking financial deepening: stability and growth in emerging markets* [Электронный ресурс]. – International Monetary Fund. – 2015. – Режим доступа: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2015/sdn1508.pdf> (дата обращения: 15.05.2023).
71. IMF *Financial statements 2017* [Электронный ресурс]. – International Monetary Fund. – 2017. – Режим доступа: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/quarter/2017fy/043017.pdf> (дата обращения: 15.05.2023).
72. Jacklin, Ch. Demand deposit, trading restrictions, and risk sharing, in contractual arrangements for intertemporal trade. / eds. E. D. Prescott. and N. Wallace. – Minneapolis : University of Minnesota Press, 1987. – pp. 26–47.
73. King, R. G. Finance, entrepreneurship, and growth / R. G. King, R. Levine // *Journal of Monetary Economics*. – 1993. – Vol. 32. – P. 513–542.
74. Levine, R. Finance and growth: theory and evidence, in *Handbook of Economic growth*, eds: Ph. Aghion, S. Durlauf / R. Levine // Elsevier science. – 2005. – Vol. 1. – P. 865–934.
75. Levine, R. Stock markets, growth, and tax policy / R. Levine // *Journal of Finance*. – 1991. – Vol. 46, № 4. – P. 1445–1465.
76. Lucas, R. E. On the mechanics of economic development / R. E. Lucas // *Journal of Monetary Economics*. – 1988. – Vol. 22, № 1. – P. 3–42.
77. McKinnon, R. I. *Money and capital in economic development* / R. I. McKinnon. – Washington D. C. : Brookings Institution, 1973. – 184 p.
78. Merton, R. C. Operation and regulation in financial intermediation. A functional perspective / R. C. Merton // *In Operation and Regulation of Financial Markets*, edited by P. Englund. Stockholm : Economic Council. – 1993.
79. Morrison, R. J. Financial intermediaries and economic development: The Belgian case / R. J. Morrison // *Scandinavian Economic History Review*. – 1967. – № 15: 1-2. – P. 56–70.
80. Naomi, L. Long-term change in the organization of inventive activity / L. Naomi, S. L. Kenneth // *PNAS*. – 1996. – Vol. 93, № 23. – P. 12686–12692.
81. Patrick, H. T. Financial development and economic growth in underdeveloped countries / H. T. Patrick // *Economic Development and Cultural Change*. – 1966. – Vol. 14, № 2. – P. 174–189.

82. Rajan, R. Banks and markets: the changing character of European finance / R. Rajan, L. Zingales // National Bureau of economic research (USA). Working Paper 9595. – 2003. – 23 p.
83. Rebelo, S. T. Long-run policy analysis and long-run growth / S. T. Rebelo // Journal of Political Economics. – 1991. – Vol. 99, № 3. – P. 500–521.
84. Robinson, J. The rate of interest, and other essays / J. Robinson. – London : MacMillan, 1952. – 170 p.
85. Romer, P. M. Endogenous technological change / P. M. Romer // Journal of Political Economics. – 1990. – Vol. 98, № 5. – P. 71–102.
86. Romer, P. M. Increasing returns and long-run growth / P. M. Romer // Journal of Political Economics. – 1986. – Vol. 94, № 5. – P. 1002–1037.
87. Schumpeter, J. A. Business cycles. A theoretical, historical, and statistical analysis of capitalist process / J. A. Schumpeter. – New York, Toronto, London : McGraw-Hill Book Company, 1939. – 461 p.
88. Schumpeter, J. A. Theorie der Wirtschaftlichen Entwicklung. Leipzig: Dunker & Humblot, 1912 [The Theory of Economic Development, 1912, translated by Redvers Opie. Cambridge : Harvard University Press, 1934. – 234 p.].
89. Shaw, E. S. Financial deepening in economic development / E. S. Shaw. – New York : Oxford University Press, 1973. – 260 p.
90. Smith, A. An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations / A. Smith. – London : W. Stahan & T. Cadell, 1776. – 692 p.
91. Stiglitz, J. E. Credit markets and the control of capital / J. E. Stiglitz // Journal of Money, Credit and Banking. – 1985. – Vol. 17, № 2. – P. 133–152.
92. Teichert, M. The interest rate risk of banks. Current topics / M. Teichert. – Wurzburg : Wurzburg University Press, 2017. – 252 p.