
ИНСТИТУЦИОНАЛЬНОЕ РАЗВИТИЕ ФИНАНСОВО-КРЕДИТНЫХ СИСТЕМ

© 2017 Клевцов Виталий Владимирович

доктор экономических наук, доцент

Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации

125993 (ГСП-3), г. Москва, Ленинградский пр-т, д. 49

© 2017 Замлелый Артем Юрьевич

кандидат экономических наук, первый проректор

Московская академия профессиональных компетенций

105484, г. Москва, ул. Парковая 13-Я, д. 24/51, 6Н

E-mail: vklevcov@inbox.ru, zamlelyy@gmail.com

Рассмотрены ключевые вопросы развития финансово-кредитных систем. Освещены основные подходы к пониманию институциональных изменений финансово-кредитных систем. Представлены выводы исторического анализа этого процесса. Выделены подходы к типологизации финансово-кредитных систем. Систематизированы основные их изменения в последние годы.

Ключевые слова: институциональное развитие, финансово-кредитная система, экономический рост, финансовые рынки, банки, риски, секьюритизация.

Последний мировой финансовый кризис, который явился отражением глобальных дисбалансов, в числе которых долгосрочные режимы низких процентных ставок, быстро растущие цены на активы, высокий арбитраж и сберегательные дисбалансы, позволил вскрыть серьезные проблемы в функционировании рынков капитала. Масштабирование кризисных процессов в рамках национальных экономик стало угрозой падения совокупного спроса, при котором проявился риск тандемного сжатия секторов экономики, глобального экономического спада. Кризис и последующая за ним архитектурная перестройка мировой финансовой системы, модели и стратегии ее регулирования, ландшафта предоставления финансовых услуг являются контекстуализирующими для развития представлений о роли финансово-кредитных систем в развитии экономики, обеспечении экономического роста и служат напоминанием о жестком эволюционном характере финансового сектора.

“Существует ли взаимосвязь между экономическим ростом и развитием финансовой системы?” - вот тот вопрос, который на протяжении ряда лет исследовался учеными и на который были получены разные ответы. Одни (Бейджот¹ и Хикс²) утверждали, что финансовые системы играют важную роль в *обеспечении индустриализации* посредством содействия мобилизации капитала или что хорошо функционирующие бан-

ки поощряют технологические инновации посредством выявления и финансирования тех предпринимателей, которые с высокой вероятностью будут успешны в реализации инноваций (Шумпетер)³; другие, например Робинсон⁴ и Лукас⁵, утверждали, что финансовые системы *не имеют значения для экономического роста* и финансовое развитие - это лишь следствие или отражение ожидания экономического развития. Кроме того, *роль финансов даже игнорировалась* при обсуждении вопросов экономического развития: например, обзор Стерна по развитию экономики⁶ вообще не затрагивал вопросов функционирования финансовой системы.

Для неоклассического экономического направления вопросы финансирования экономики не рассматривались как важные. Источниками роста были определены накопление факторов производства и инновации (технологическое развитие), которые обеспечивают устойчивый экономический рост на протяжении длительного отрезка времени. Накопление факторов производства по-прежнему может являться основным источником экономического роста, особенно в странах с развивающейся экономикой, которые далеки от границ технологического развития. Более ранние модели экономического роста ориентированы на накопление факторов производства как драйвера экономического роста. В этих моделях воспроизводимые ресурсы, такие как физический и чело-

веческий капитал, в конечном итоге демонстрируют снижающуюся отдачу и рост, который основан на накоплении факторов производства и в конце концов прекращается, а долгосрочный характер роста обеспечивается в результате экзогенного технического прогресса. Исследователями неоклассического направления формировались модели эндогенного роста, основанные на создании инноваций и осознании того, что инновационная деятельность связана с использованием дефицитных ресурсов, а само создание инноваций обеспечивается стимулами к извлечению монопольной прибыли, вследствие чего в условиях несовершенной конкуренции рыночные решения не всегда являются Парето-оптимальными⁷.

Мы исходим из понимания того, что финансовые системы, или в авторской интерпретации - финансово-кредитные системы (ФКС), находятся в центре каждой национальной экономической системы, обеспечивая распределение капитала между экономическими субъектами, их объединениями, сферами экономики, формируя общую картину экономического роста в стране.

Исследования в области развития ФКС в основном направлены на фиксирование институциональных, структурных изменений в этих сложных многослойных системах. Принимая во внимание высокую роль ФКС в обеспечении жизнедеятельности экономики, следует констатировать, что больший интерес представляет интерпретация происходящих изменений, которая способна обеспечить переход от учетного профиля исследования (аккумулирования информации об изменениях в ФКС) к аналитико-прогностическому (формированию аналитического базиса для последующей разработки мероприятий по развитию национальной экономической системы в целом). Представляется важной идентификация драйверов изменений в ФКС, что позволит управлять глубинными (фундаментальными), а не поверхностными экономическими процессами, выступающими лишь проекцией (производной) фундаментальных изменений, которые пронизывают национальную экономику, определяют ее “финансовую глубину”, детерминируют смещение “экономических плит” и возникновение институциональных, структурных, инфраструктурных “пустот”, “разрывов”, “наслоений” на этой основе.

Мы полагаем, что экономические кризисы, обладающие как секторальной, так и общеэкономической разрушительной силой, сами по себе не

являются внезапными. Таковыми бывают разрывы экономических связей, масштабирующие в дальнейшем через ФКС экономическую нестабильность.

В научной литературе представлены различные подходы к типологии ФКС. В их основе - функциональное значение, структурные особенности, модели поведения субъектов ФКС и т.д. Можно предположить, что установление базисных оснований типологизации ФКС позволит охарактеризовать значение наблюдаемых в них изменений.

С конца 1970-х гг. в ФКС всех развитых капиталистических стран произошли кардинальные изменения. В период с 1930-х и до начала 1970-х гг. национальные ФКС находились в режиме относительно автономного развития вследствие коллапса на международных рынках капитала и их медленного оживления в послевоенный период. Если мировая экономика характеризовалась политикой “либерализма”, при которой оживлялась глобальная торговля, то глобальные финансы сдерживались посредством контроля за движением капитала, который был условием фиксированного режима обменного валютного курса в соответствии с требованиями Бреттон-Вудской валютной системы. В этот период возникали новые экономические модели, углубились национальные особенности ФКС. Например, в Италии и Франции собственность банков и кредитное регулирование использовались государством для достижения своих целей. В Германии, напротив, банки сохранили свою независимость и не были подвержены государственному контролю, но были глубоко встроены в систему корпоративного управления на основе масштабного корпоративного кредитования, участия в акционерном капитале и активного мониторинга предприятий через членство в советах директоров. В Великобритании и США фондовые рынки играли большую роль в обеспечении экономики капиталом (экзогенное финансирование), а отношения между банками и компаниями характеризовались как взаимоотношения, не связанные между собой какими-либо взаимными интересами. Рыночная конкуренция в финансовой сфере, тем не менее, снижалась посредством широкого регулирования, направленного на ограничение системного риска. Ограничения в глобальных финансах, интенсификация процессов институциональной взаимодополняемости национальных ФКС, расширение

национальных экономик обеспечили им стабильное функционирование на протяжении 1970-х гг.

Период финансовой интернационализации, который связывают с ростом европейского рынка в 1960-х гг., крушением Бреттон-Вудской валютной системы в начале 1970-х гг. и последующей либерализацией контроля за движением капитала в 1970-х и 1980-х гг., следует подвергнуть дополнительному диагностированию на наличие изменений в функционировании национальных ФКС. Их изменение было сначала медленным, но принимающим ускорение с течением времени. В современный период развития глобальных финансов отличительные характеристики национальных ФКС становятся менее очевидными и возникает вопрос о наличии их типологий, разработанных в послевоенный период, или же все они гармонизированы по векторам своего развития, институционального наполнения, структурных характеристик и т.д., что сводит их к более или менее однородной модели?

Однако такие типологии обнаруживаются, среди них самой распространенной является та, которая разделяет ФКС на два типа - *банковско-ориентированные* (на основе эндогенного финансирования экономики через банковскую систему) и *рыночно-ориентированные* (на основе экзогенного финансирования экономики посредством развития финансовых рынков). Такое разделение следует признать условным, поскольку в большинстве национальных экономических систем функционируют как банки, так и финансовые рынки, различающиеся своим секторным развитием, объемными характеристиками и т.д. Вопрос состоит не в отказе использовать эндо- или экзогенные источники финансирования экономического роста, а в доминировании конкретного источника. В ФКС, ориентированных на “монофинансирование” посредством банков, они доминируют над финансовыми рынками в вопросах корпоративных финансов, розничного кредитования, андеррайтинга, торговли на фондовом рынке. Показатели финансового посредничества достаточно высоки, сбережения домохозяйств аккумулируются в основном банковской системой. ФКС такого типа обладают *сравнительными преимуществами в процессах финансирования долгосрочных инвестиций* в относительно стабильные технологии и различные отрасли промышленности.

В ФКС рыночно-ориентированного типа (“полифинансирование”) заемщики в гораздо большей

степени опираются на рынки акций, облигаций и других финансовых инструментов, чтобы обеспечить финансирование своим бизнес-процессам; собственность компаний при этом более расщепленная, однако такой ее характер, в свою очередь, наделяет менеджмент большей уязвимостью от рыночной волатильности, проявляющейся в падении стоимости акций (которую менеджмент обычно вынужден корректировать) или внешнем захвате компании другой группой владельцев. Более широкое использование финансовых рынков также означает, что в основе финансовых взаимодействий лежат не долгосрочные отношения (как в банковско-ориентированном типе финансирования экономики), а отдельные сделки. ФКС такого типа обладают *сравнительными преимуществами в процессах финансирования рискованных инвестиций в новые технологии и “секторы роста”*.

Второй выделенный нами подход к типологизации ФКС состоит в том, что к уже представленным ФКС добавляют тот их тип, в котором доминирующую, центральную стратегическую роль в распределении капитала в конкретные компании или категории инвестиций играет государство. Формирование и развитие ФКС такого типа в некоторых случаях было достигнуто за счет государственной собственности ключевых банков, в других - за счет косвенных методов, когда бюрократия, опираясь на инструменты денежно-кредитного регулирования, субсидии и т.д., детерминирует направление капитала на финансирование целевых компаний, отраслей, технологий. Такой тип ФКС проявил себя в европейских странах (Франция, Испания, Италия), странах Восточной Азии (Китай, Япония, Южная Корея).

В последние годы развитие ФКС сопровождалось рядом изменений, которые возможно систематизировать в следующие проекции.

Банковское посредничество. В то время как доля финансовых требований, проведенных через финансовых посредников, остается стабильной или в большинстве случаев увеличивается, для банков с начала 1990-х гг. имеет место спад в решении задач финансового посредничества. Этот спад диагностируется по темпам роста отношения к активам банков объема посреднических операций, которые проводятся в обход кредитных организаций и связаны с приобретением облигаций, акций, осуществлением других инвестиций. Во многих странах компании произ-

водят заимствования в меньшей степени посредством обращения к банковским структурам. Отметим, что показатели деятельности банков также за последние 20 лет демонстрируют поступательную динамику развития. Здесь же речь идет о превышении темпов роста объемов операций, связанных с финансовым посредничеством, осуществляемых через финансовые рынки. Таким образом, в развитых странах роль банковского посредничества снижается, уступая место многосекторному финансовому рынку. В России, где роль финансовых рынков в экономике не столь значительна, эта тенденция и соответствующие изменения в ФКС, фиксируемые при проведении странового анализа, не подтверждаются, что может свидетельствовать о сохранении банковско-ориентированного типа ФКС при институциональном наполнении экономической системы под развитие экзогенного финансирования экономики.

Расширение фондовых рынков вызвано развитием деятельности небанковских финансовых учреждений, проходящем на фоне внесения изменений в финансовое регулирование, налоговое законодательство, пенсионное обеспечение и т.д., которые поощряют домохозяйства переложить их активы с банковских депозитов, например, в ценные бумаги. Все чаще капитал накапливается и инвестируется институциональными инвесторами - банками, страховыми компаниями, пенсионными, инвестиционными или взаимными фондами. Либерализация размещения частных пенсионных накоплений во многих странах была основным фактором формирования спроса на ценные бумаги. Рост фондовых рынков способствует также распространению финансовых продуктов, таких как опционы, фьючерсы и другие производные финансовые инструменты.

Секьюритизация. Финансовые организации используют ее для передачи кредитного риска по активам, которые они изначально создают, со своих балансов на балансы других финансовых организаций - банков, страховых компаний и хеджевых фондов. Значительная часть такой "передачи" кредитного риска исходит от банков, которые производят секьюритизацию своих займов, в том числе корпоративных и ипотечных кредитов. Для банков такой финансовый механизм "консервирования" кредитных рисков и удаления кредитов со своих балансов является привлекательным, поскольку освобождает капитал для использования в других бизнес-процессах. Заемщики

также получают выгоду от секьюритизации, состоящей в том, что высвобождение капитала приводит к увеличению средств, направляемых банками на кредитование, что при эффективном управлении рисками способствует снижению стоимости кредитов. Взаимное расширение фондовых рынков и процессов секьюритизации актуализировало вопросы долгового рейтингования и принятие инвестиционных решений на этой основе.

Отмена государственного регулирования национальных финансовых центров и консолидация биржевых площадок. Повышение мобильности капитала усиливается прямой конкуренцией не только между финансовыми институтами, но и между национальными финансовыми центрами. Правительства стремились повысить привлекательность своих финансовых центров, сделав их более выгодными для инвесторов, особенно институциональных. На практике это означает отмену государственного регулирования обращения финансовых продуктов и сокращение расходов, связанных с выпуском ценных бумаг и торговлей ими.

Структурные изменения в финансовом секторе. Сам финансовый сектор также претерпел значительные изменения. Была широко распространена приватизация финансовых учреждений, государственное участие в капитале субъектов ФКС стало редкостью среди развитых стран (хотя все еще распространено среди развивающихся рынков, таких как Китай и Россия). В результате конкуренции, дерегулирования и приватизации сложилась общая тенденция к консолидации между банками при распределении финансовых ресурсов. В большинстве стран наблюдается также десегментация финансовых рынков, т.е. были сняты или ослаблены ограничения, которые ранее устанавливали границы конкретным направлениям финансово-хозяйственной деятельности. Таким образом, универсальная банковская деятельность стала более распространена. Институциональные инвесторы становятся все более важными участниками как финансовых рынков, так и в области корпоративных финансов.

Финансовая интернационализация. Безусловно, наиболее очевидным изменением на финансовых рынках является рост трансграничных финансовых сетей и потоков капитала. Хотя финансовая интернационализация началась с появления рынка евродолларов в 1960 г., она значительно интенсифицировалась в относительном выражении только после 1994 г.

Управление рисками. До 1980-х гг. большинство форм кредитного риска находилось на балансах оригинального эмитента финансового инструмента (как правило, акций, облигаций, займов и ипотечных кредитов). За последние 20 лет финансовые риски стали более разделенными и поделенными, проданными и перепроданными, благодаря постоянно растущему числу финансовых инструментов, широко известных как производные. Производные финансовые инструменты обычно определяются как инструменты, стоимость которых выводится из стоимости базового актива, такого как акция, облигация или какая-либо валюта. В сущности, это производный финансовый контракт между двумя сторонами, в котором один платит другому, чтобы взять на себя специфический риск. Наиболее распространенные⁸ производные инструменты включают в себя фьючерсы, опционы, валютные контракты, контракты по процентным ставкам, обеспеченным долговыми обязательствами, и кредитные дефолтные свопы.

Финансовые рынки все более обеспечивают экспоненциальный рост числа деривативов. Производные финансовые инструменты также стали важными инструментами управления рисками нефинансовых компаний. Экспортеры, например, извлекают выгоду из использования валютных опционов.

Таким образом, все ФКС развитых капиталистических экономик претерпели существенные изменения за последние два десятилетия, хотя банковско-ориентированные системы подверглись более радикальным изменениям, и многие специалисты видят в них сближение с рыночно-ориентированным типом ФКС.

¹ Bagehot W. (1873) *Lombard Street*. Homewood, 1962 ed.

² Hicks J. (1969) *A Theory of Economic History*. Oxford.

³ Schumpeter J. (1934) *Theorie der Wirtschaftlichen Entwicklung* [The Theory of Economic Development]. Translated by Redvers Opie. Leipzig; Cambridge, MA.

⁴ Robinson J. (1952) The Generalization of the General Theory. In: *The Rate of Interest, and Other Essays*. London.

⁵ Lucas R. (1988) On the Mechanics of Economic Development. *Journal of Monetary Economics*, 22, pp. 2-42.

⁶ Stern N. (1989) The Economics of Development; A Survey. *Economic Journal*, 99, pp. 597-685.

⁷ См.: Romer P. (1987) Growth Based on Increasing Returns Due to Specialization. *American Economic Review*, 77, pp. 56-62; Item. (1990) Endogenous Technological Change. *Journal of Political Economy*, 98, pp. 71-102; Aghion P., Howitt P. (1992) A Model of Growth Through Creative Destruction. *Econometrica*, 60, pp. 323-351; Grossman G., Helpman E. (1991) *Innovation and Growth in the Global Economy*. Cambridge, MA.

⁸ Stern N. (1989) The Economics of Development; A Survey. *Economic Journal*, 99, pp. 597-685.

Поступила в редакцию 04.08.2017 г.