

ДЕТЕРМИНАНТЫ РАЗВИТИЯ ФИНАНСОВОГО СЕКТОРА

Зазулина В.И.¹, Ильющенко О.О.¹, Руденко Д.Ю.^{1,2}

¹ ГАОУ ВО ТО «Тюменская государственная академия мировой экономики, управления и права», Тюмень, Россия, e-mail: kafedrame105@mail.ru;

² ФГБОУ ВПО «Тюменский государственный университет», Тюмень, Россия, e-mail: drudenko@inbox.ru

В статье анализируются основные проблемы, препятствующие развитию финансовой системы. Для определения факторов, оказывающих влияние на уровень развития финансового сектора страны, использовался анализ предпосылок развития финансового сектора разных авторов, позволяющий распределить данные факторы в отдельные группы. В результате проведения анализа были определены восемь факторов, способных оказывать влияние на уровень развития финансового сектора страны. Таким образом, не только был определен ряд факторов, без урегулирования которых финансовое, а значит и экономическое развитие отсутствует или ограничено, но и определены показатели, с помощью которых можно оценить данные факторы. Практическая значимость работы определяется возможностью использования предложенных исследований региональными и государственными органами власти при оценке факторов, оказывающих влияние на уровень развития финансового сектора территории.

Ключевые слова: финансовый сектор; факторы, оказывающие влияние на уровень развития.

DETERMINANTS OF FINANCIAL SECTOR DEVELOPMENT

Zazulina V.I.¹, Ilyushenkova O.O.¹, Rudenko D.Y.^{1,2}

¹ Tyumen State Academy of World Economy, Management and Law, Tyumen, e-mail: kafedrame105@mail.ru;

² Tyumen State University, Tyumen, e-mail: drudenko@inbox.ru

The article is devoted to the main problems hindering the development of the national financial system. To determine the factors affecting the level of development of the financial sector used prerequisites analysis of financial sector development by different authors, which allows to distribute these factors in separate groups. As a result of the analysis were identified eight factors that could influence the level of development of the financial sector of the country. Thus, not only identified a number of factors, without which the financial settlement, and hence economic development is absent or limited, but also to determine the indicators by which to assess these factors. The practical value of the paper is determined by the possibility of using the proposed research regional and national authorities in assessing the factors affecting the level of financial sector development territory.

Keywords: the financial sector; factors influencing the level of development.

В настоящее время развитие рыночных отношений не представляется возможным без финансового рынка. Финансовый рынок является особым сектором, который обладает чертами, характерными для рынка вообще, но при этом имеет специфические особенности. Финансовый рынок занял особое место в общей системе рыночных отношений и в системе рыночного регулирования экономики. Благодаря ему происходит распределение капитала между различными сферами экономики, такими как промышленность, научно-техническая сфера, образование и пр. Развитие данного сектора экономики способно оказать существенное воздействие на динамику мирового ВВП.

Развитие финансового сектора рассматривается как один из инструментов стимулирования интенсивного экономического роста, особенно в условиях нехватки природных ресурсов или высоких цен на них на мировом рынке [4, с.6]. Однако этот сектор

экономики подвержен влиянию ряда факторов, без урегулирования которых финансовое, а значит и экономическое развитие отсутствует или ограничено.

Основные проблемы, препятствующие развитию национальной финансовой системы, по мнению Л. Зингалеса и Р. Раджана (Zingales, Rajan, 2004) [1]:

1. Алчность и пассивность правительства. Для функционирования рынку необходима инфраструктура, причем ее наличие в основном выгодно каждому участнику рынка. Однако ни одна компания не возьмет на себя расходы по разработке такой инфраструктуры. Поэтому государство, наиболее всего подходящее для этой цели, не должно быть пассивным. Тем не менее, наличие возможности формирования инфраструктуры не дает гарантии, что государство будет выполнять эту функцию.

Как пишут Зингалес и Раджан, «даже в самых демократических обществах государства не всегда исполняют волю народа или действуют в его интересах: те же самые проблемы, связанные с координацией действий и желанием поживиться за чужой счет, которые требуют организованного вмешательства, препятствуют направлению этого вмешательства к достижению общественного блага».

Но даже если государство соблюдает права собственности, может возникнуть другое препятствие на пути финансового развития. «Маленькие организованные группы могут влиять на политику правительства в своих интересах и за счет общества».

2. Угроза для крупных промышленных предприятий и влиятельных финансистов. Такие компании с устойчивым положением в период стабильности не нуждаются в финансово развитой системе. «Они могут финансировать новые проекты из доходов от существующего бизнеса ... без доступа на внешний рынок капитала». Даже при возникновении необходимости во внешнем финансировании они могут предложить в качестве залога или гарантий свою репутацию или имеющиеся у них активы.

Кроме того, развитие финансовой системы порождает конкуренцию, а конкуренция снижает прибыль крупных промышленных участников рынка. Для финансовых компаний важна «способность монополизировать обеспечение клиента финансами так, чтобы его угроза прекратить кредитование имела вес». Таким образом, клиент теряет возможность обратиться к другому кредитору, т.к. кредитная история клиента известна только его нынешнему финансисту, а значит «любой другой финансист, к которому обратится клиент, не будет торопиться предоставлять заем» из-за высокой степени риска, связанной с этим клиентом.

Развитие финансового сектора также требует большей прозрачности ведения бизнеса, что препятствует использованию личных связей и контактов.

3. Значительная роль личных связей при осуществлении финансирования. «В отсутствие

полного раскрытия информации и должного исполнения контрактов любое финансирование, осуществляемое не под надежный залог, основано на личных связях». Поэтому для влиятельных финансистов развитие финансового сектора означает не столько новые возможности расширения их деятельности, сколько угрозу для источников дохода, получаемого ими посредством ведения бизнеса через различные неофициальные контакты.

Финансист «обеспечивает выплату долга не через судебную систему, а посредством угроз и обмана, используя множество неофициальных рычагов власти, приобретенных им за годы». Поэтому его отношения с управляющими, другими заимодавцами, поставщиками и политиками, которые имеют влияние на компанию, имеют преимущественное значение для возможностей предоставления займов.

4. Необразованность или пассивность большинства населения в вопросах финансов и права. Поскольку крупные промышленные предприятия и финансисты способны влиять на политику, препятствовать им в установлении барьеров для финансового развития остается прерогативой больших групп населения. Однако «большинство населения не имеет достаточно сил или знаний, чтобы выйти из состояния спокойной удовлетворенности», а потенциальные новые игроки «немногочисленны, бедны и неорганизованны».

Поскольку финансовое развитие оказывает значительное влияние на экономический рост, многие учёные-экономисты задаются вопросами о предпосылках развития финансового сектора.

Л. Гуизо, П. Сапиенца и Л. Зингалес (Guiso, Sapienza, Zingales) в 2000 г. [8] проанализировали роль социального капитала в финансовом развитии Италии. В своей работе они использовали колебания показателей внутри страны для выявления влияния доверия на использование и доступность финансовых контрактов, а именно на распределение портфеля домохозяйств, использование чеков, доступность кредитов домохозяйствам и фирмам, роль неофициального кредитования и структуру собственности фирм. Также использовались такие показатели, как качество правоприменения и ВВП на душу населения. В результате исследования было выявлено, что домохозяйства в регионах с более высоким уровнем доверия инвестируют преимущественно в ценные бумаги, а не в наличные деньги. Аналогичный результат показали фирмы: в регионах с более высоким уровнем доверия компании имеют больше акционеров, а также больше шансов получить кредит.

Т. Бек и Р. Левин (Beck, Levine) в 2003 г. [6] провели теоретическое исследование для выявления значения правовых институтов в формировании функционирования финансовых систем. В результате наблюдения были выявлены исторически обусловленные различия в правовых традициях влияния национальных подходов к защите прав частной собственности,

правоприменению при заключении контрактов, а также принятию законов о защите прав инвесторов. Более того, полученные в результате этого правовые институты формируют готовность вкладчиков инвестировать в компании, обеспечивают эффективность корпоративного управления, а также степень развития финансового рынка в целом.

В своем исследовании Бек и Левин основывались на индексах, разработанных Р. Ла Порта, Ф. Лопес-де-Силанеса, А. Шлейфера и Р. Вишни (LLSV, 1997, 1998) [9]. В свою очередь LLSV разработали показатели правовой конъюнктуры для 49 стран. Авторы также провели корреляционный анализ между этими индексами и ВНД на душу населения, чтобы выяснить, способствует ли более высокий уровень дохода населения более высокому уровню правовой защиты инвесторов, однако взаимосвязи выявлено не было. В качестве индексов правовой защиты использовались права акционеров, права кредиторов, власть Верховного суда и прецедентное право.

Права акционеров – индекс, образующийся при добавлении 1 в случаях, когда:

- 1) страна позволяет акционерам осуществлять голосование по вопросам компании по почте;
- 2) акционеры не обязаны депонировать свои акции до даты проведения общего собрания акционеров;
- 3) разрешено кумулятивное голосование или пропорциональное представительство миноритарных акционеров на совете директоров;
- 4) механизм притеснения миноритарных акционеров принят в законодательстве;
- 5) минимальная доля уставного капитала, которая дает право акционеру инициировать проведение внеочередного собрания акционеров, меньше выборочной медианы (10%);
- 6) акционеры имеют преимущественные права, которые могут быть отменены только путем голосования акционеров.

Более высокие значения индекса указывают на большее количество прав миноритарных акционеров так, что мажоритарные акционеры имеют меньше свободы действий при эксплуатировании миноритарных акционеров.

Права кредиторов – индекс, образующийся при добавлении 1 в случаях, когда:

- 1) при подаче заявления о реорганизации компания должна получить согласие кредиторов или минимальные дивиденды;
- 2) обеспеченные кредиторы могут получить защиту после одобрения ходатайства по реорганизации (без автоматического сохранения позиций в рамках активов);
- 3) обеспеченные кредиторы имеют преимущество при распределении доходов от реализации активов обанкротившихся компаний;
- 4) заемщик не оставляет за собой права управления собственностью в период ожидания

решения по реорганизации.

Более высокие значения индекса указывают на большее количество прав кредиторов.

В качестве политического канала принята фиктивная переменная – власть Верховного суда. Если судьи обладают пожизненным пребыванием в должности и властью по административным делам, эта переменная принимает значение 1, а в противном случае – 0. В качестве канала адаптивности принято прецедентное право – фиктивная переменная, которая указывает, являются ли судебные решения источником права.

Эмпирические исследования М.Д. Чинна и Х. Ито (Chinn, Ito, 2005) [7] показали, что на уровень финансового развития влияет открытость экономики, а также правовое и институциональное развитие. Они использовали панельные данные по 108 странам за 20 лет с 1980 по 2000 гг. для измерения ряда показателей финансового развития, чтобы выяснить, может ли финансовая открытость привести к развитию финансового рынка с учетом правового и институционального развития и является ли открытость рынка потребительских товаров условием финансовой открытости. Так же авторы поставили цель выяснить, может ли хорошо развитый банковский сектор быть причиной финансовой либерализации и привести к развитию фондового рынка, а также дополняют или взаимозаменяют друг друга развитие банковского сектора и фондового рынка.

Для выявления зависимости финансового развития от открытости счета движения капитала Чинн и Ито использовали модель, которая учитывает также уровень правового развития (см. формулу 1.1).

$$FD_t^i - FD_{t-5}^i = \gamma_0 + \rho FD_{t-5}^i + \gamma_1 KAOPEN_{t-5}^i + \gamma_2 L^i + \gamma_3 (L^i * KAOPEN_{t-5}^i) + X_{t-5}^i \Gamma + u_t^i, \quad (1.1)$$

где

FD – уровень финансового развития;

() – изменение уровня финансового развития за 5 лет;

KAOPEN – степень открытости счета движения капитала;

X – вектор экономических контрольных переменных;

Lⁱ – уровень правового и институционального развития.

В качестве показателей развития финансового рынка были приняты следующие: кредитование частного сектора, капитализация фондового рынка, общий объем обращающихся на рынке акций, а также коэффициент оборачиваемости фондового рынка (мера активности на рынке).

Для измерения степени открытости счета движения капитала авторы, используя данные из Ежегодного доклада о валютных режимах и валютных ограничениях МВФ, разработали индекс KAOPEN, основанный на двоичных фиктивных переменных, которые

систематизируют таблицу ограничений в трансграничные финансовые операции. Вектор макроэкономических контрольных переменных включает логарифмированный доход на душу населения по ППС, уровень инфляции, а также внешнеторговую квоту. Правовое и институциональное развитие охарактеризовано такими показателями, как уровень коррупции, уровень правопорядка, качество бюрократической системы, уровень защиты прав кредиторов, показатель эффективности системы правоприменения при заключении контрактов, уровень защиты прав акционеров, а также показатель полноты отчетов компаний.

В результате авторы выявили, что финансовое развитие зависит от открытости счета движения капитала как с учетом правового развития, так и без него. При этом развитие конкретных финансовых институтов такой роли не выполняет. Таким образом, общий уровень правового развития имеет большее значение, чем уровень развития конкретных финансовых институтов. Подтверждена гипотеза о том, что открытость рынка потребительских товаров является предпосылкой финансовой открытости, а значит и финансового развития. Выявлено, что развитие банковского сектора является необходимым условием развития фондовых рынков, при этом в менее развитых странах взаимодействие банковского и фондового рынков работает в обоих направлениях.

Таким образом, исходя из вышесказанного, можно выделить следующие факторы, способные оказать влияние на уровень развития финансового сектора: степень ответственности органов власти; степень влиятельности крупных компаний; прозрачность ведения бизнеса; роль личных связей в ведении бизнеса; уровень образования населения; степень доверия домохозяйств к финансовым учреждениям; открытость экономики; уровень разработанности нормативно-правовой базы и наличие мер по борьбе с мошенничеством и иными противоправными действиями в сфере финансов. Соответствие факторов и оценивающих данные факторы показателей приведено в таблице 1.

Таблица 1

Оценка факторов, оказывающих влияние на уровень развития финансового сектора

| Факторы | Показатели |
|--|--|
| 1 | 2 |
| Степень ответственности органов власти | Индекс восприятия коррупции, Индекс демократии и Индекс Freedom House (политические права и гражданские свободы) |
| Степень влиятельности крупных компаний | Наличие и эффективность антимонопольного законодательства, Индекс Херфиндаля-Хиршмана |
| Прозрачность ведения бизнеса | Рейтинг прозрачности Standard&Poor's и оценка прозрачности агентства Интерфакс-ЭРА |
| Роль личных связей в ведении бизнеса | Доля неофициальных кредитов (предоставленных друзьями или родственниками) в общем объеме кредитов |
| Уровень образования | Ожидаемая продолжительность обучения (ЮНЕСКО) и доля |

| | |
|---|---|
| населения | заняты с высшим образованием от общего количества занятого населения (Всемирный Банк) |
| Степень доверия домохозяйств к финансовым учреждениям | Наличие и объемы неофициальных кредитов (предоставленных друзьями или родственниками), объемы капиталовложений и распределение портфеля домохозяйств, средняя склонность к сбережению |
| Степень открытости экономики | Экспортная квота, внешнеторговая квота, индекс КАOPEN |
| Правовая конъюнктура | Индекс защиты интересов инвесторов, Индекс Freedom House и индексы, разработанные LLSV (1997, 1998): права акционеров и права кредиторов |

Источник: Составлено автором.

Вышеперечисленные факторы носят преимущественно субъективный характер, а значит сложно дать им количественную оценку. Тем не менее, для проведения исследований учёные разрабатывают индексы, используют рейтинги аналитических и информационных агентств.

Материалы статьи подготовлены при поддержке гранта Президента Российской Федерации молодым ученым – кандидатам наук (проект 14.Z56.14.3051-МК).

Список литературы

1. Зингалес Л., Раджан Р. Спасение капитализма от капиталистов: Скрытые силы финансовых рынков – создание богатства и расширение возможностей / Пер. с англ. – М.: Институт комплексных стратегических исследований; ТЕИС, 2004. – 492 с.
2. Руденко Д.Ю., Тилимбаева А.Б. Оценка взаимосвязи инвестиций в человеческий капитал и уровня социально-экономического развития стран мира // Вестник Тюменского государственного университета. Серия Экономика. – 2013. – № 11. – С.20-30.
3. Скрипнюк Д.Ф. Методология финансово-промышленной интеграции. – Тюмень: Вектор-Бук. – 2003. – 295 с.
4. Столбов М.И. Влияние финансового рынка на экономический рост: автореф. дис. канд. экон. наук. – Москва, 2007. – 28 с.
5. Толстолесова Л.А. Финансово-инвестиционный потенциал сырьевых регионов: теория и практика / Л.А. Толстолесова. – Спб.: Изд-во Политехн. ун-та, 2011. – 284 с.
6. Beck T., Levine R. Legal Institutions and Financial Development // NBER Working Paper No.10126. (Dec., 2003). – Pp.40. URL: <http://www.nber.org/papers/w10126>
7. Chinn M.D., Ito H. What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions, and Interactions // NBER Working Paper No.11370. (May, 2005). – Pp.43. URL: <http://www.nber.org/papers/w11370>

8. Guiso L., Sapienza P., and Zingales L.. The Role of Social Capital in Financial Development // NBER Working Paper No.7563. (Feb., 2000). – Pp.56. URL: <http://www.nber.org/papers/w7563>
9. La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R.W. Legal determinants of external finance. // Journal of Finance, 1997. №52. – Pp. 1131-1150. URL: <http://ideas.repec.org/p/nbr/nberwo/5879.html>; La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R.W. Law and finance. // Journal of Political Economy, 1998. №106. – Pp.1113-1155. URL: [http://www.hse.ru/data/106/482/1225/Sept 9 Law and Finance.pdf](http://www.hse.ru/data/106/482/1225/Sept%209%20Law%20and%20Finance.pdf)

Рецензенты:

Толстолесова Л.А., д.э.н., профессор, ФГБОУ ВПО «Тюменский государственный университет», г.Тюмень;

Костко Н.А., д.с.н., профессор, проректор по науке ГАОУ ВПО ТО «Тюменская государственная академия мировой экономики, управления и права», г.Тюмень.