

**Федеральное государственное бюджетное образовательное
учреждение высшего образования
«РОССИЙСКАЯ АКАДЕМИЯ НАРОДНОГО ХОЗЯЙСТВА
И ГОСУДАРСТВЕННОЙ СЛУЖБЫ
ПРИ ПРЕЗИДЕНТЕ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ»**

Данилов Ю.А., Пивоваров Д.А.

**Финансовые аспекты модели инклюзивного роста
современной экономики**

Москва 2019

Аннотация. В работе исследуются проблемы финансовой инклюзии, рассматриваемой как обязательная предпосылка формирования модели инклюзивного роста («роста для всех»). Представлены результаты расчетов взаимной зависимости финансовой инклюзии и финансовой стабильности; финансовой инклюзии и эффективности финансового сектора; финансовой инклюзии и финансовой структуры; финансовой инклюзии и экономической динамики. Проведены оценки финансовой инклюзии российских банковского сектора и финансовых рынков, в том числе впервые проведены оценки инклюзии на первичных рынках ценных бумаг и ее влияния на экономическую динамику и на инвестиционную активность предприятий. Сформулированы рекомендации для экономической политики в области финансового сектора.

Данилов Ю.А., ведущий научный сотрудник лаборатории структурных исследований ИПЭИ Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ

Пивоваров Д.А., младший научный сотрудник лаборатории структурных исследований ИПЭИ Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте

Данная работа подготовлена на основе материалов научно-исследовательской работы, выполненной в соответствии с Государственным заданием РАНХиГС при Президенте Российской Федерации на 2018 год

Содержание

| | |
|--|----|
| Введение..... | 4 |
| Глава 1. Модель инклюзивного роста и финансовая инклюзия как важнейшая предпосылка формирования этой модели | 6 |
| 1.1. Модель инклюзивного роста | 6 |
| 1.2. Финансовая инклюзия: подходы к определению и роль в формировании модели экономического роста для всех | 13 |
| 1.3. Взаимосвязь финансовой инклюзии и устойчивого финансового развития..... | 18 |
| Глава 2. Связь финансовой инклюзии с другими параметрами финансового развития..... | 23 |
| 2.1. Параметры финансового развития и основные trade-offs между ними..... | 23 |
| 2.2. Финансовая инклюзия и стабильность: двойственный характер взаимного влияния..... | 29 |
| Глава 3. Эмпирический анализ взаимосвязей финансовой инклюзии | 36 |
| 3.1. Влияние финансовой инклюзии на экономическую динамику | 36 |
| 3.2. Взаимосвязь финансовой инклюзии и эффективности финансового сектора..... | 40 |
| 3.3. Взаимосвязь финансовой инклюзии и финансовой структуры | 47 |
| 3.4 Оценка финансовой инклюзии на первичных рынках ценных бумаг в России и ее влияние на показатели экономической динамики и инвестиционной активности предприятий | 52 |
| Глава 4. Рекомендации для экономической политики | 60 |
| Список использованных источников | 64 |

Введение

Современные дискуссии в области экономического развития постепенно захватывают проблематику качественных характеристик экономического роста. Среди относительно новых концепций, описывающих качественные параметры экономического роста, необходимо выделить концепцию инклюзивного роста (экономического роста для всех) и концепцию устойчивого развития. Проецирование модели инклюзивного роста на финансовый сектор порождает спрос на рост финансовой инклюзии, т.е. повышение степени вовлеченности фирм и домохозяйств в финансовые отношения. С этой точки зрения финансовая инклюзия может рассматриваться как финансовый аспект модели инклюзивного роста.

Важность финансовой инклюзии обуславливается также последними научными открытиями в финансовой сфере. В 2012 – 2017 гг. экономической наукой были обнаружены пределы вклада финансового сектора в экономический рост, следствием чего является невозможность эффективного выбора в рамках главной альтернативы финансового сектора (рост vs стабильность). Инструментом достижения одновременно роста и стабильности (модель win-win) в финансовом секторе может быть финансовая инклюзия. Однако условия, при которых рост финансовой инклюзии обеспечивает одновременно рост и стабильность, в настоящее время еще не сформулированы достаточно четко, что предопределяет актуальность исследований в данной области.

Для российских условий внедрение модели инклюзивного роста особенно актуально: 1) уровень финансовой вовлеченности как предприятий, так и домохозяйств невысок, что обуславливает значительный потенциал роста за счет повышения данного параметра; 2) дисперсность привлекаемых инвестиций повышает уровень конкуренции, что крайне актуально для России; 3) обеспечение дисперсности инвестиций и роста является важным фактором повышения качества (включая устойчивость) экономического роста в России и достижения других макроэкономических целей; 4) низкий уровень финансовых

активов во владении домохозяйств обуславливает повышенный уровень социально-политических рисков в России, и рост финансовой вовлеченности домохозяйств будет способствовать снижению таких рисков; 5) параметры финансовой структуры в России негативно влияют на темпы экономического роста, поэтому переход к инклюзивному росту будет способствовать повышению экономической динамики также через канал финансовой структуры.

Понятие финансовой инклюзии в глобальном дискурсе пришло на смену более узкому понятию финансовой доступности. Исследования финансовой доступности изначально начались в контексте ее влияния на темпы экономического роста и уровень неравенства. Впоследствии финансовая доступность («Access») стала одним из 4 параметров, характеризующих эффективность финансовой системы в рамках Базы данных финансового развития (GFDD), разработанной Всемирным банком.

Инклюзивность в рамках финансового сектора анализируется с разных точек зрения. Во-первых, отдельно рассматривается инклюзивность фирм, как основных реципиентов инвестиций, и домохозяйств, как основных поставщиков финансовых ресурсов. Во-вторых, отдельно анализируется инклюзивность в рамках банковского сектора, и в рамках финансовых рынков.

В последние годы начата работа по мониторингу финансовой вовлеченности, в результате чего на глобальном уровне сформирована база данных Финдекс. Банк России в развитие данных подходов начал публикацию ежегодных докладов о состоянии финансовой доступности в Российской Федерации.

Настоящая работа является попыткой внести свой вклад в решение описанных выше научных проблем, стать материалом для совершенствования государственной политики в области финансового сектора России.

Глава 1. Модель инклюзивного роста и финансовая инклюзия как важнейшая предпосылка формирования этой модели

1.1. Модель инклюзивного роста

Модель экономического роста для всех (инклюзивного роста) в настоящее время является одной из наиболее модных концепций современных социально-экономических теорий. Создание и развитие этой концепции произошло относительно недавно, в начале XXI века. Существенно интенсифицировались дискуссии об инклюзивном росте после кризиса 2008 года, продемонстрировавшего исчерпание ряда традиционных возможностей для социально-экономического развития.

Первая попытка дать определение понятию инклюзивного роста была сделана Всемирным банком. В рамках данного подхода акцент был сделан на преодоление бедности и безработицы. Однако наряду с этими аспектами в концепции инклюзивного роста учитываются также равенство доступа, равенство возможностей и возможность защиты от провалов рынка и провалов государства. Быстрое и устойчивое сокращение масштабов нищеты требует такой модели экономического роста, которая позволяет всем людям вносить свой вклад и выигрывать от экономического роста. Быстрые темпы роста, безусловно, необходимы для существенного сокращения масштабов нищеты, но для того, чтобы этот рост был устойчивым в долгосрочной перспективе, он должен быть широким в разных секторах и охватывать использование значительной части рабочей силы страны [1].

Концепция инклюзивного роста относится как к темпам, так и к характеру роста, которые считаются взаимосвязанными. Инклюзивность является неотъемлемым элементом любой успешной стратегии роста. Систематическое неравенство возможностей в рамках данной концепции представляется «токсичным» для экономического роста, поскольку оно приведет к срыву процесса роста через политические каналы или через иные конфликты. Здесь мы

подчеркиваем идею равенства возможностей с точки зрения доступа к рынкам, ресурсам и объективной нормативной среде для предприятий и частных лиц.

Концепция инклюзивного роста требует долгосрочной перспективы, поскольку основное внимание уделяется продуктивной занятости, а не перераспределению прямого дохода как способу увеличения доходов для исключенных групп. В краткосрочной перспективе правительства могли бы использовать схемы распределения доходов, чтобы смягчить негативные последствия для бедных слоев населения, направленные на ускорение роста, но схемы переноса не могут быть ответом в долгосрочной перспективе и могут быть проблематичными и в краткосрочной перспективе. В бедных странах такие схемы могут налагать значительное бремя на уже растянутые бюджеты, и теоретически невозможно сократить бедность путем перераспределения в странах, где средний доход падает ниже 700 долларов США в год. Другими словами, концепция инклюзивного роста предполагает в первую очередь тезис «дать удочку», в то время как тезис «накормить рыбой» остается как краткосрочный инструмент, применяемый лишь в исключительных условиях кризиса.

Определение инклюзивного роста соответствует абсолютному определению роста для бедных слоев населения, но не относительному определению такого роста. Согласно абсолютному определению, рост считается в интересах бедных, пока бедные люди пользуются ростом в абсолютном выражении. Напротив, в относительном определении рост считается ростом «для бедных» тогда и только тогда, когда доходы бедных людей растут быстрее, чем доходы населения в целом, т.е. в том случае, когда снижается неравенство. Однако, хотя абсолютный рост в интересах бедных может быть результатом перераспределения прямых доходов, для того, чтобы рост был всеобъемлющим, производительность должна быть улучшена и созданы новые возможности для трудоустройства [1]. Несколько упрощая, можно сказать, что инклюзивный рост - это увеличение размера экономики, а не перераспределение ресурсов. Или,

другими словами, инклюзивный (всеохватывающий) рост - это увеличение темпов роста и увеличение размера экономики, а также выравнивание игрового поля для инвестиций и увеличение производительных возможностей для занятости.

Специалисты МВФ сосредоточились на проблемах оценки и измерения инклюзивности экономического роста, а также на оценках влияния инклюзивного экономического роста на сокращение бедности. Их подход соответствует абсолютному определению роста в интересах бедных, но выходит за рамки простого внимания к вопросам распределения. Методология МВФ напрямую связывает микро- и макропоказатели размеров неравенства и роста, чтобы отражать как темпы, так и распределение роста доходов [2].

Организация экономического сотрудничества и развития (ОЭСР) определяет инклюзивный рост более гладко и одновременно более обобщенно. Инклюзивный рост - это экономический рост, плоды которого справедливо распределяются по всему обществу, и который создает возможности для всех [3].

В данном определении необходимо отметить несколько существенных аспектов. Во-первых, в отличие от подхода Всемирного банка, упор делается не на более активный рост доходов беднейших домохозяйств, а на более справедливое распределение национального дохода, в том числе его прироста. Во-вторых, особо выделяется создание возможностей для всех, при этом не уточняется, какие именно возможности, и тем самым говорится о фактически всех возможностях, которые должны создаваться для всех.

На наш взгляд, в таком подходе к определению инклюзивности содержится дополнительное рациональное зерно. Ведь в рамках такого подхода охватывается важнейший аспект обеспечения долгосрочного устойчивого роста – создание возможностей по вовлечению в процесс производства, в том числе финансовых ресурсов, которые ранее не были вовлечены в финансовый оборот, и прежде всего ресурсов домохозяйств. Кроме того, в рамках данного подхода охватывается и создание возможностей по вовлечению всех других ресурсов,

которые ранее не вовлекались в процесс производства, например, земельных участков, которые могут использоваться разнообразными способами – для постройки производственных или социальных объектов, для формирования залоговой массы и т.д.

В работе [4] проведен подробный анализ определений инклюзивного роста, сделанных в 15 работах по данной теме, вышедших в период с 2000 по 2011 гг. Авторы выделили 15 ключевых элементов, используемых при конструировании анализируемых определений инклюзивного роста. Наиболее активно используемыми ключевыми элементами оказались: неравенство (используется в определениях в 11 работах); бедность (9); рост (6); возможности (3). Остальные ключевые элементы использовались (упоминались) не более, чем в 1 – 2 работах.

Следует остановиться на некоторых из этих определений.

Мак-Кинли подробно описывает два аспекта инклюзивного роста: «(i) достижение устойчивого роста, который будет создавать и расширять экономические возможности, и (ii) обеспечить более широкий доступ к этим возможностям, с тем, чтобы члены общества могли участвовать и получать выгоду от роста» [5].

Рауниар и Канбур отмечают, что, хотя нет согласованного и общего определения инклюзивного роста или всеобъемлющего развития, термин понимается как «рост в сочетании с равными возможностями» и состоящий из экономических, социальных и институциональных аспектов. Они обеспечивают дополнительную спецификацию при различении инклюзивного роста и инклюзивного развития: «Инклюзивный рост - это то, что сопровождается меньшим неравенством доходов, так что прирост дохода непропорционально возрастает для лиц с более низкими доходами». «Инклюзивное развитие [...] относится к улучшению распределения благосостояния по [...] измерениям [кроме дохода] одновременно с улучшением среднего достижения» [6].

Али и Сон считают рост инклюзивным, «если он увеличит функцию социальных возможностей, которая зависит от двух факторов: (i) средние возможности, доступные для населения, и (ii) как именно эти социальные возможности распределяются среди населения» [7].

Как можно заметить, в подходах Всемирного банка и ОЭСР к определению инклюзивного роста неоднократно подчеркивалась связь инклюзивного роста с устойчивым ростом. Более того, достаточно четко определялось, что обеспечение инклюзивности экономического роста является предпосылкой для достижения устойчивого роста (устойчивого развития).

ОЭСР также разработала панель из 24 индикаторов инклюзивного роста, чтобы отслеживать прогресс с течением времени по ключевым результатам и стимулам инклюзивного роста. Политика действий ОЭСР по достижению инклюзивного роста скомпонована по трем направлениям:

- 1) Инвестиции в людей и места, которые остались неохваченными развитием.
- 2) Поддержка динамизма бизнеса и открытости рынков труда.
- 3) Восстановление доверия к эффективным правительствам, использующим обратную связь [8].

Модель инклюзивного роста по своим характеристикам является междисциплинарной концепцией, в рамках которой переплетены элементы экономики, социологии, и иных социальных наук (включая науки, изучающие социальное поведение), демографии, политических наук. С развитием междисциплинарного подхода таких концепций становится все больше. Прежде всего, следует отметить, что концепция инклюзивного роста близка к концепции устойчивого развития.

Еще одной междисциплинарной концепцией, которую следует признать достаточно близкой к концепции инклюзивного роста, является модель социальных порядков, или концепция режимов доступа, включая актуализированную для проблем современных развивающихся стран концепцию

«порядков ограниченного доступа». Модель инклюзивного роста и концепция режимов доступа имеют достаточно много общего – как в целеполагании, так и в подходах к анализу, и в выработке предложений для государственных политик. Подход Норта-Уоллиса-Вейнгаста предполагает, что конечной целью трансформации режимов доступа должно стать постепенный (по мере созревания предпосылок) переход от системы ограниченного доступа к системе открытого (свободного) доступа. Описание целевого объекта у сравниваемых концепций (соответственно, «экономика для всех» и «открытый доступ») также совпадает. В соответствии с позицией Норта-Уоллиса-Вейнгаста, «Порядки открытого доступа подкрепляют эти убеждения при помощи ряда общественных благ и услуг, которые открывают новые возможности для значительной части населения (сюда относятся образование, доступ к судам и создание инфраструктуры), а также способствуют распределению выгод экономического роста и снижению рисков участия в рыночной деятельности для отдельных лиц (различные программы социального страхования).» [9, С. 213 – 214]. Эта же позиция, переформулированная с использованием терминологии концепции инклюзивного роста, будет фактически полностью соответствовать данной концепции.

Рассматривая предпосылки для формирования режима открытого доступа, Норт, Уоллис и Вейнгаст признают инклюзивность, в том числе финансовую инклюзию, фундаментальным фактором для формирования режима открытого доступа. «С экономической стороны предоставление доступа к организационным формам, обеспечение возможностей участия в кредите и товарных рынках, а также расширение прав индивидов выходить на любые рынки, если они ощущают, что способны на них конкурировать, имеет фундаментальное значение для открытия доступа». [9, С. 257].

Переход к инклюзивному росту, равно как и концепция Норта-Уоллиса-Вейнгаста, в качестве конечной цели рассматривает вопрос о переходе от экономики (роста) для элит к экономике (росту) для всех. Другая интерпретация

концепции режимов доступа [10], вместе с тем, указывает и на некоторые отличия сравниваемых концепций: концепция режимов доступа больший акцент делает на политические институты, в то время как концепция инклюзивного роста – прежде всего экономическая, или, скорее, социально-экономическая концепция.

Переход к инклюзивному росту также аналогичен переходу от капитализма связей (*crony capitalism*) к восстановлению рынков, который был подробно описан в работе [11]. Данный переход также характеризуется расширением количества экономических агентов, вовлеченных в процесс инвестирования и, соответственно, заинтересованных (имеющих экономический интерес) в стабилизации процесса развития, включая политическое развитие.

Следует предположить, что все рассматриваемые нами концепции (в той или иной степени) описывают один и тот же процесс перехода к более совершенным формам организации экономики и общества. Но есть и определенные различия: концепция режимов доступа описывает в основном многовековое движение, в то время как другие теории – перемены в рамках гораздо более короткого промежутка времени. Раджан и Зингалес описывают уже состоявшийся процесс длиной в полвека; концепция инклюзивного развития описывает преимущественно будущий процесс, длина которого у отдельных национальных экономик может составлять несколько десятилетий; концепция устойчивых финансов – также будущий процесс, который может составить от нескольких десятилетий до века.

Переход к новым социально-экономическим отношениям, случившийся во второй половине 20 века, рассматриваемые концепции используют в качестве одного из базовых пунктов в теоретическом обосновании своего подхода. Для всех них это – переход в новое состояние. В то же время, возможно, рассматриваемые теории расходятся в описании того состояния (включая временные границы и периодизацию подэтапов перехода), из которого данный переход осуществляется.

Возможно, в ближайшие годы будут предприняты попытки синтеза столь похожих теоретических концепций перехода к новому этапу развития социально-экономических и политических институтов общества. В этом смысле появление концепции инклюзивного роста и ее опора на концепцию инклюзивных финансов может рассматриваться как переходной этап на пути формирования синтетических теоретических концепций. Концепция финансовой инклюзии, на наш взгляд, удачно «приземляет» более абстрактные родственные теоретические концепции.

1.2. Финансовая инклюзия: подходы к определению и роль в формировании модели экономического роста для всех

Понятие финансовой инклюзии, которая раньше упрощенно определялась, как доля населения и фирм, использующих финансовые инструменты, в последнее время было существенно уточнено. Попытки дать определение финансовой инклюзии в англоязычной литературе наблюдаются примерно с 2008 года. Важнейшей особенностью этих попыток была необходимость отделить данное понятие от близкого понятия «финансовая доступность», уже внедренного в обиход экспертами Всемирного банка. Одна из первых попыток разграничения этих двух понятий была сделана М.Сарма при расчете показателей Индекса финансовой инклюзии для 54 стран. Данный расчет предполагал использование трех основных аспектов: доступности (в части удобства доступа к финансовым услугам), доступности (в части наличия соответствующих финансовых услуг) и интенсивности использования банковских услуг [12].

Доступность в части удобства доступа к финансовым услугам (Accessibility) была измерена через показатель проникновения банковской системы, в качестве которого был использован показатель количества банковских аккредитивов на 1000 человек населения. Доступность в части наличия соответствующих финансовых услуг (Availability) измерялась

количеством филиалов банков и количеством банкоматов на 100 000 человек. Показатель для измерения интенсивности использования банковских услуг – совокупный объем кредитов и депозитов по отношению к ВВП.

Таким образом, в данной работе было предложено следующее соотношение понятий финансовой инклюзии и финансовой доступности: финансовая инклюзия учитывает факторы доступности в части удобства доступа к финансовым услугам (accessibility), доступности в части наличия соответствующих финансовых услуг (availability) и фактической интенсивности использования финансовых услуг.

В работе [13] предложен другой подход, также предполагавший отделение понятия финансовой инклюзии от понятия финансовой доступности. По мнению авторов, инклюзия фокусируется на использовании частными лицами и фирмами финансовых услуг, которое возникает при четырех условиях, одним из которых является финансовая доступность в дополнение к финансовой грамотности, рассматриваемой как опытность (literacy), наличие финансовых возможностей, и эффективному государству, обеспечивающему должные стимулы обращения к официальным финансовым услугам вместо теневых.

Авторы подчеркивают, что финансовая инклюзия определяется как интенсивность использования финансовых инструментов частными лицами и организациями. Доступность финансов не рассматривается как инклюзия, так как доступ к финансам не означает их использование.

К сожалению, в современной русскоязычной экономической литературе понятие финансовой инклюзии встречается крайне редко, так как данная тема все еще не стала предметом анализа российских экономистов. При этом понимание, о чем именно идет речь, серьезно затрудняется тем фактом, что англоязычный термин inclusion достаточно активно используется при образовании русскоязычных терминов в области социально-экономических и в целом гуманитарных дисциплин. Наиболее активно используемый термин в данной области – инклюзивное образование, подразумевающий совместное

обучение детей с ограниченными возможностями совместно с детьми, не имеющих ограничений. Кроме того, в рамках неoinституционализма активно используется понятие инклюзивных институтов, под которыми понимаются институты, «стимулирующие участие больших групп населения в экономической активности» [14, с. 105]. На наш взгляд, именно к этому понятию ближе всего понятие финансовой инклюзии – участие большого количества экономических агентов в финансовой активности.

В русскоязычной литературе складывается традиция использовать англоязычную кальку термина *inclusion* – инклюзия, что, на наш взгляд, не всегда удобно для понимания смысла данного термина. Особенностью перевода данного термина на русский язык является вариация русскоязычных терминов, являющаяся следствием прилагательного, сопровождающего слово *inclusion*. Так, например, термин *social inclusion* переводится как социальная интеграция, в то время как наиболее часто используемый перевод слова *inclusion* без прилагательных – «включение». На наш взгляд, наиболее точный смысловой перевод словосочетания *financial inclusion* – «вовлечение в финансовые операции». Другими словами, при наличии прилагательного *financial* существительное *inclusion* должно переводиться как «вовлечение» или «вовлеченность». Впрочем, «включение в финансовые операции» также вполне применимо.

Именно так мы и определяем финансовую инклюзию в настоящей работе: финансовая инклюзия – это вовлечение экономических агентов (прежде всего, домохозяйств и фирм) в финансовые операции. Соответственно, рост финансовой инклюзии означает увеличение степени вовлеченности экономических агентов в финансовые операции. В том случае, когда речь идет о конкретном виде экономических агентов, вовлекаемых (вовлеченных) в финансовые операции, термин «финансовая инклюзия» применяется в отношении данного вида экономических агентов – например, финансовая инклюзия домохозяйств.

С содержательной точки зрения финансовая инклюзия – это понятие, отражающее вовлеченность того или иного экономического агента, либо той или иной группы экономических агентов в функционирующий механизм финансового сектора, финансовой системы. Финансовая инклюзия тесно связана (являясь одним из экзогенных факторов) с инклюзивным экономическим ростом, и поэтому, на наш взгляд, формирование условий для финансовой инклюзии является важным условием для формирования модели инклюзивного экономического роста («экономического роста для всех»).

Возрастающий интерес к проблеме финансовой инклюзии объясняется лучшим пониманием важности данного вопроса для социально-экономического развития. Последние исследования показали, что увеличение доступности и пользования финансовыми услугами играет важную роль в экономическом процветании, устойчивом развитии и сокращении бедности.

Актуальность вопроса инклюзии поддерживается значительной диспропорцией в её показателях: например, почти половина всего взрослого населения в мире – более 2,5 млрд. людей – не имеют открытого счета в формальном финансовом институте. Отдельные причины столь малого использования услуг финансовых институтов могут лежать на стороне спроса, но такие барьеры, как издержки на проведение операций, дальность точек обслуживания и большой необходимый объём документов занимают ключевое место среди причин диспропорции.

Решить данные проблемы возможно с помощью изменения проводимой политики. Можно сказать, что динамика решения проблемы финансовой инклюзии положительная. Так, в последнее время произошел значительный рост различных показателей финансовой инклюзии по всему миру. Более 61% взрослого населения в 2014 году владели счетом в финансовом институте по сравнению с 41% в 2011 году. Самый большой рост наблюдался в Азии, где показатель вырос больше всего. Увеличение финансовой инклюзии отразилось на увеличении доли взрослого населения, которая использовала заемные

средства финансовых институтов, и эти займы чаще всего принимали ипотечную форму [15].

Существует большое различие между странами во владении и пользовании счетами в формальных финансовых институтах. Например, 69% взрослого населения в Восточной Азии и Тихоокеанском регионе владели счетами в 2014 году, в Южной Азии 46%, а в регионе Среднего Запада 14%. В то же время, в высокодоходных странах ОЭСР данный показатель составлял 94%. Не менее важный показатель – как пользуются своим счетом владельцы. В среднем, около 37% владельцев счетов не совершают ни одной операции по депонированию или снятию средств за месяц. Около 18% всего взрослого населения в мире получают зарплату и оплачивают счета электронным способом. В Южной Азии, регионах Среднего Запада и Африки данный показатель составляет около 5%, а в высокодоходных странах ОЭСР 44% [15].

Доступ к финансам является одним из наиболее значительных ограничений для ведения малого бизнеса, даже в развитых странах. Более трети малых компаний в развивающихся странах и 16% в развитых странах отмечают финансовые ограничения как значительную проблему. Около 25% больших компаний в развитых странах страдают от недостатка кредитования [15].

В работе [16] были представлены результаты эмпирического исследования, в основе которого лежали данные для 123 стран и более 124 000 человек. Авторы поставили цель понять, какие факторы коррелируют с использованием счетов в финансовых институтах и какая политика особенно эффективна в отношении тех, кто не включен в финансовые операции. Авторы пришли к выводу, что более активное финансовое включение (более высокая степень финансовой вовлеченности) связано с улучшением благоприятных условий для доступа к финансовым услугам, в частности, снижение банковских издержек и приближение к отделениям банков (или иных финансовых институтов). Для финансовой инклюзии также имеют значение высокий уровень

защиты прав клиентов финансовых организаций и политическая стабильность [16].

1.3. Взаимосвязь финансовой инклюзии и устойчивого финансового развития

Концепция устойчивых финансов включает три аспекта: экономический, социальный и экологический. В качестве барьеров для устойчивости финансовой системы авторы этой концепции рассматривают: изменение климата, исчерпание природных ресурсов и исчезновение биологических видов – с экологической стороны; бедность, голод и болезни с социально-экономической стороны [17].

Устойчивые финансы во многом аналогичны финансовой инклюзии: и та и другая концепции нацелены на активизацию все более широких кругов экономических субъектов.

Дирк Шёнмейкер предполагает, что в долгосрочной перспективе экологические и социальные факторы будут отражаться на компаниях как материально (налог на вредные выбросы), так и нематериально (репутация компании). Поэтому их включение в процесс принятия решений снижает риск негативных последствий. На последнем этапе перехода к модели устойчивых финансов компании будут повышать значимость социальных и экологических целей. Поэтому этот этап характеризуется переходом от риска к возможностям, то есть компании и инвесторы сменяют подход «не инвестируй во вредные производства» на «инвестируй в полезные производства» [17].

Отдельным вопросом, не решенным в теоретической литературе, остается вопрос о том, является ли отмеченная трансформация риска в возможности продолжением долгосрочной инновационной цепочки финансового сектора, начатой с преобразования неопределенности в риск. Рассматривая историю инноваций, нобелевский лауреат Дуглас Норт отмечал, что преобразование неопределенности в риск стало последней инновацией человеческой цивилизации, из числа тех, которые повлияли на мобильность капитала [18, с.

161]. По-видимому, в целом переход к устойчивым финансам, следствием которого станет трансформации риска в возможности, а также превращение в стейкхолдеров большинства экономических агентов, следует рассматривать как инновацию, которая не в меньшей степени повлияет на мобильность капиталов и снижение транзакционных издержек, чем предыдущие инновации. В рамках данной инновации рост мобильности капиталов будет достигнут за счет вовлечения в финансовый оборот средств все новых и новых сберегателей, а также новых и новых реципиентов инвестиций, т.е. за счет роста финансовой инклюзии.

Следует обратить особое внимание на тот факт, что концепция устойчивых финансов фактически ставит вопрос об изменении понятия стоимости, за счет учета в стоимости внешних эффектов (экстерналий), или оценок вклада в достижение целей устойчивого развития ООН [19].

Кроме того, данная концепция опровергает, во-первых, гипотезу эффективных рынков, предлагая заменить ее гипотезой адаптивных рынков (adaptive markets), и во-вторых, основанную на портфельной теории Марковитца модель оценки капитальных активов (The capital asset pricing model, CAPM), заменив ее концепцией долгосрочного создания стоимости (long-term value creation), основанной на новом понимании стоимости [19].

Гипотеза адаптивных рынков, вопреки неоклассическому представлению о том, что люди максимизируют ожидаемую полезность и имеют разумные ожидания, утверждает, по мнению ее адептов, гораздо более близкий к реальности тезис: степень рыночной эффективности зависит от эволюционной модели адаптации людей к изменяющейся среде. Цены отражают столько информации, сколько диктуется сочетанием условий окружающей среды, количества и характера отдельных групп участников рынка, каждый из которых ведет себя обычным (нерациональным) образом [19, р. 9].

Сопоставляя содержание концепций инклюзивных финансов и устойчивых финансов, можно формализовано представить данные концепции в следующем принципиальном виде:

Инклюзивные финансы: инклюзия фирм + инклюзия домохозяйств.

Устойчивые финансы: финансирование зеленой экономики + финансирование малых и средних предприятий + финансирование социальных проектов.

Очевидно, что по содержанию данных концепций существуют пересечения, тяготеющие к двум «точкам тяготения» концепции инклюзивных финансов. Инклюзия домохозяйств имеет некоторую общность с финансированием социальных проектов, а также, отчасти, с финансированием малых и средних предприятий (кроме того, очевидно, что население заинтересовано в проживании в экологически чистых ареалах обитания). Инклюзия фирм прямо связана с проблематикой финансирования малых и средних предприятий. В целом финансовая инклюзия нацелена на повышение устойчивости, т.е. на достижение целей концепции устойчивого развития в целом и концепции устойчивых финансов, в частности.

Научная концепция устойчивых финансов, активно развивающаяся в последние 3 – 4 года, сложилось относительно недавно. Вместе с тем уже сформировался набор критериев устойчивого развития с точки зрения корпоративного управления, социального развития и охраны окружающей среды, или принципов ESG (environmental, social and governance) развития. Существует достаточно длительный опыт учета данных принципов в практике деятельности крупнейших фондовых бирж мира:

- в качестве критериев листинга для всех или отдельных биржевых списков;
- в рамках требований по раскрытию информации;
- при формировании специальных биржевых индексов;

- при создании специальных биржевых секций или даже специальной биржи.

Принципы ESG-развития используются в качестве критериев листинга на 11 (из 70) биржах, являющихся членами Всемирной федерации бирж (WFE). На 32 биржах эмитенты отчитываются о соответствии данным принципам в рамках выполнения требований о раскрытии информации. На 38 биржах (В том числе на Лондонской фондовой бирже, на Немецкой бирже, на Йоханнесбургской бирже, на Корейской бирже, на бирже BOVESPA, на бирже NASDAQ OMX, на Национальной фондовой бирже Индии) разработаны специальные биржевые индексы, в которые включаются только компании, соответствующие принципам ESG. На Стокгольмской бирже создана специальная секция рынка облигаций устойчивого развития, еще на 11 биржах – секции зеленых облигаций и/или социальных облигаций [20, р. 16 – 18]. Люксембургская биржа запустила специальную торговую платформу «Люксембургская зелёная биржа» (Luxembourg Green Exchange - LGX), которая является первой глобальной биржей по листингу зелёных инструментов. По состоянию на начало октября 2018 г., на данной бирже торгуется более 100 выпусков зеленых облигаций, 18 социальных облигаций и 8 облигаций устойчивого развития [21]. В октябре 2018 года Всемирная федерация бирж утвердила 5 принципов устойчивого развития, обязательных для своих членов [22].

Исследователи и создатели концепции устойчивых финансов увязывают данную концепцию с Целями устойчивого развития ООН (UN Sustainable Development Goals). Организация объединенных наций (ООН), в рамках плана по устойчивому развитию 2030, выделила 17 долгосрочных целей глобального устойчивого развития. Среди этих целей, в том числе, присутствуют цели повышения инклюзии; уменьшение неравенства между странами; обеспечение устойчивого потребления и производства; уменьшение бедности; уменьшение эффектов от изменения климата и другие глобальные цели [23].

Существуют экспертные группы высокого уровня, составляющие, в том числе, рекомендации по продвижению модели устойчивых финансов в практику бизнеса [24], инициативные группы, разрабатывающие «дорожные карты» и т.д., но до этапа практической реализации пока дошла только модель устойчивых финансов.

Важнейшим фактором, предопределившим более быстрое практическое внедрение модели устойчивых финансов по сравнению с другими элементами устойчивого развития, стал рост спроса, выразившийся в существенном увеличении инвестиционных портфелей устойчивого развития. Стоимость чистых активов инвестиционных фондов, инвестирующих только в соответствии с принципами ESG-развития, в США выросла за 2007 – 2016 гг. с 202 млрд. долл. до 2,6 трлн. долл. [25]. Суммарный объем портфелей, инвестированных в соответствии с принципами ESG-развития, достиг 8,7 трлн. долл. (что составляет примерно 22% стоимости всех портфелей, находящихся под профессиональным управлением в США)¹.

Столь высокий объем ресурсов, инвестируемых в соответствии с принципами ESG-развития, и не менее высокий темп их роста, способствуют исключительно быстрому внедрению модели устойчивых финансов в практику. Как представляется, переход к модели устойчивых финансов может стать одним из важнейших трендов развития финансовых систем в ближайшие годы.

Среди основных барьеров, которые мешают развитию устойчивой системы финансов, называется, в частности, малая инклюзивность. Рост инклюзивности позволит увеличить охват стейкхолдеров, в том числе за счет увеличения количества стейкхолдеров, и таким образом учитывать мнения большего количества человек. Концепция устойчивых финансов исходит из предположения, что это поможет увеличить стабильность и длину инвестиций.

Таким образом, финансовая инклюзия тесно связана с концепцией устойчивых финансов. Развитие финансовой инклюзии является необходимым

¹ По данным US SIF Foundation.

условием для развития процессов, характеризующих переход к более высоким стадиям устойчивых финансов. Соответственно, становление модели инклюзивного роста (экономического роста для всех), опирающегося, в том числе, на модель финансовой инклюзии, как представляется, полностью сочетается с переходом к модели устойчивого развития, опирающейся, в том числе, на концепцию устойчивых финансов.

Глава 2. Связь финансовой инклюзии с другими параметрами финансового развития

2.1. Параметры финансового развития и основные trade-offs между ними

Понятие финансового развития долгое время сводилось к увеличению емкости финансового сектора, т.е. росту финансовой глубины экономики. Такой подход сложился в начале 1990-х годов, когда начались активные эмпирические исследования в поисках ответа на вопрос о роли финансового сектора в экономическом развитии. Росс Левайн и Роберт Кинг пришли к выводу о том, что «существует жесткая устойчивая связь между уровнем развития финансовых рынков и долгосрочными темпами экономического развития» [26]. В данной работе под уровнем развития финансовых рынков понималась именно их емкость. Почти 20 лет после этого проводились исследования роли финансов в экономическом развитии. Их результатом стало утверждение о том, что финансовое развитие оказывает положительное воздействие на экономическое развитие в различных его измерениях, и, во-вторых, эта связь является причинно-следственной связью, в которой причина на стороне финансового развития: «Существует положительная причинно-следственная связь между развитием финансового сектора и экономическим развитием: экономики с более развитыми финансовыми системами растут быстрее на долгосрочном горизонте» [27], [28].

Следующим важнейшим этапом развития теоретических знаний о характере влияния финансового развития (понимаемого по-прежнему как рост финансовой глубины) на экономический рост стало открытие нелинейности данного влияния. Была предложена гипотеза эффекта «избыточных финансов» (“too much finance” effect), в соответствии с которой на графике зависимости экономического роста от уровня финансового развития, измеряемого показателями финансовой глубины, существует точка перегиба, за которой дальнейший рост емкости финансовых рынков будет уже уменьшать экономический рост [29].

В докладе ОЭСР [30] было показано, что знак зависимости (положительная или отрицательная) экономического роста от уровня развития финансового сектора зависит от уровня финансовой глубины. Столкнувшись с пределами полезного роста финансовой глубины, исследователи задались вопросом о том, что в этих условиях позволит продолжать оказывать финансовому сектору положительное влияние на экономическую динамику. Рост финансовой глубины создаст более широкие возможности для экономического развития, но реализация этих возможностей зависит от остальных параметров финансовой системы, в качестве которых называются эффективность, стабильность и доступность [31]. Для многих стран основным фактором повышения экономической динамики с использованием возможностей финансового сектора в настоящее время, при достижении высоких уровней финансовой глубины экономики, выступает повышение финансовой доступности (финансовой инклюзии) [30].

Соответствующие изменения произошли в системе оценке финансового развития. В целях охвата всех аспектов развития финансового сектора и более полной оценки его роли в процессах социально-экономического развития началась модернизация системы интегральных показателей, отражающих основные параметры финансового развития [32, С. 28 - 29].

В работе [33] была предложена новая система оценки (и, соответственно, трактовки) финансового развития, состоящая из следующих четырех важнейших групп характеристик финансовых институтов и рынков:

- оценка финансовой глубины (размер финансовых институтов и рынков);
- оценка финансовой доступности (оценка доступности финансовых институтов и финансовых рынков для домохозяйств и для фирм);
- оценка эффективности финансовых институтов и рынков в предоставлении финансовых услуг;
- оценка стабильности финансовых институтов и рынков.

Глубина, доступность, эффективность и стабильность измеряются как для финансовых институтов, так и для финансовых рынков, что приводит к формированию матрицы характеристик финансовой системы размером 4x2. Данная матрица стала основой для формирования базы данных Всемирного банка «Глобальная база данных финансового развития» (Global Financial Development Database – GFDD) [34]. В этой базе данных присутствует блок показателей, характеризующих финансовую доступность (access), но в последующих теоретических и эмпирических работах данный блок показателей был расширен и теперь он оценивает более широкое понятие - финансовую вовлеченность (financial inclusion) [35]. В дальнейшем произошло выделение двух видов финансовой инклюзии - финансовая инклюзия фирм и финансовая инклюзия домохозяйств.

Кризис 2008 – 2009 гг. продемонстрировал критически важную роль фактора стабильности отдельных финансовых организаций и финансового сектора в целом. Кроме того, кризис займов саб-прайм в 2007 году обнажил естественные пределы повышения емкости финансового сектора без существенного расширения той базы, на которой развиваются финансовые институты. Такое расширение возможно только за счет повышения уровня финансовой доступности [32, С. 30 - 31]. Очевидно, что в рамках выбора государственных политик по развитию финансового сектора альтернатива стоит

не только между глубиной и стабильностью, но и между глубиной и эффективностью [36], поэтому включение показателей эффективности в систему оценки финансового развития также абсолютно логично. В результате вместо одной группы оценок финансового развития, отражающих финансовую глубину, была сформирована матрица показателей, отражающих различные аспекты финансового развития.

В работе [37] было оценено влияние различных показателей финансового развития (инклюзия фирм, инклюзия домохозяйств, эффективность, стабильность и глубина) на экономический рост. Самым большим влиянием на рост доходов оказывают показатели инклюзии фирм и эффективность финансовой системы.

В результате теоретических и эмпирических исследований закономерностей влияния финансового развития на социально-экономическое развитие, проведенных в последние годы, был сформирован устойчивый консенсус. Важнейшей составной частью этого консенсуса стал вывод о том, что в современных условиях, характерных для развитых и большинства крупных развивающихся рынков, все более важная (с точки зрения влияния на социально-экономическое развитие) роль в финансовом развитии переходит к финансовой инклюзии. Именно рост финансовой инклюзии в условиях достаточно высоких значений показателей финансовой глубины становится на современном этапе основным источником позитивного влияния финансового сектора на экономический рост.

Появление новых размерностей оценки финансового развития стало основой для проведения обширных исследований влияния различных аспектов финансового развития на социально-экономическое развитие, а также взаимосвязей между различными аспектами финансового развития. В этой сфере наиболее важной была признана взаимосвязь между финансовой глубиной и финансовой стабильностью, так как их ярко выраженная альтернативность стала

важнейшим вызовом для государственной политики в области финансового развития.

Переход к оценке финансового развития на основе матрицы показателей подтолкнул исследования противоречий между различными параметрами финансового развития, и, соответственно, формулированию рекомендаций по учету этих различий в государственной политике. В научный обиход вошел термин «trade-off», который в данном случае содержательно означает альтернативность параметров финансового развития. Применительно к государственной политике, направленной на стимулирование финансового развития, данный термин указывает на необходимость балансировки, компромисса между двумя альтернативными параметрами финансового развития, их взаимной увязки. Данный подход принципиально отличается от активно используемой в российских документах стратегического планирования конструкции «развилка», которая заставляет составителей этих документов делать упор на альтернативности вариантов развития вместо поиска их взаимной увязки.

Кроме важнейшего trade-off – между финансовой глубиной и финансовой стабильностью – был выделен также компромисс между инклюзией и стабильностью, а в самое последнее время выделен компромисс между конкуренцией и стабильностью.

Конкуренция не рассматривается в настоящее время как один из измерителей финансового развития. Но следует отметить, что некоторые показатели эффективности в базе GFDD могут трактоваться и как показатели конкуренции (или скорее, как результаты конкуренции). К таким показателям следует отнести чистую процентную маржу банков (Bank net interest margin, %) и банковский спрэд между процентами по депозитам и по кредитам (Bank lending-deposit spread). Кроме того, в базе GFDD существует также подраздел «прочих показателей», в котором присутствуют показатели, характеризующие конкуренцию: показатель концентрации банковских активов в 3 крупнейших

банках (Bank concentration, %); показатель эластичности банковских доходов по ценам выпуска (H-statistic); показатель рыночной власти на банковском рынке (Lerner index); показатель эластичности прибыли по предельным издержкам (Boone indicator); показатель концентрации банковских активов в 5 крупнейших банках (5-bank asset concentration).

Таким образом, стабильность стала фактически единственным параметром финансового развития, который альтернативен остальным параметрам, а также конкуренции. Учитывая, что конкуренция положительно влияет на эффективность, можно предположить, что альтернативность должна наблюдаться и между стабильностью и эффективностью. Кроме того, в работе [36] отмечалось наличие альтернативы между глубиной и эффективностью. Комплекс свойственных финансовому сектору альтернатив, которые необходимо учитывать при разработке государственной политики в этом секторе, можно представить в следующем виде (см. рисунок 1).



Источник: [38].

Рисунок 1 – Альтернативы между параметрами финансового развития.

В этих условиях достижение баланса между различными аспектами развития финансового сектора в большей степени способствует повышению темпов долгосрочного экономического роста, чем ранее делавшийся акцент лишь на рост финансовой глубины [37, Р. 65]. Применительно к российским дискуссиям это означает, что политика «финансового форсажа» заведомо приведет к худшим результатам, чем сбалансированное по всем направлениям (глубина, вовлеченность, стабильность, эффективность) финансовое развитие.

2.2. Финансовая инклюзия и стабильность: двойственный характер взаимного влияния

Существующий в мировой экономической литературе консенсус не подвергает сомнению положительное влияние финансовой инклюзии на экономический рост (см., например, [37], [39]). Более того, в современной экономической системе финансовая инклюзия, по ряду исследований, оказывается наиболее значимым фактором экономического роста, особенно, если учесть, что в большинстве стран с развитыми финансовыми рынками дальнейшее наращивание глубины ведет, с большой вероятностью, к снижению темпов экономического роста. Так, по данным Всемирного банка, самыми значимыми, с точки зрения мультипликаторов экономического роста, оказались два показателя: эффективность финансового рынка и инклюзия малых по размеру компаний. Результаты исследования Всемирного Банка иллюстрируют, что переменные финансовой инклюзии значительно коррелированы с ростом и коэффициенты при переменных финансовой инклюзии значительны [37].

Учитывая, что между ростом и стабильностью существует устойчивый trade-off (альтернатива), логично предположить, что тот параметр, который позитивно влияет на экономический рост, с теоретической точки зрения должен с большой вероятностью негативно влиять на стабильность. Говоря о теоретической точке зрения, в данном случае мы не только опираемся на исследования Всемирного банка, подтвердившие альтернативность роста и стабильности, но и о ряде теоретических работ, сделанных в рамках других направлений экономической мысли.

В этой связи в первую очередь следует отметить труды Х.Мински, в которых, как нам представляется, ученый предупреждал о тех рисках, которые возникают в связи с ростом финансовой инклюзии, причем как финансовой инклюзии домохозяйств, так и фирм.

Рассматривая процессы изменения структуры источников финансирования основного капитала в американских корпорациях за счет увеличения доли

внешнего финансирования (т.е. не за счет источников самой корпорации, а за счет обращения к возможностям финансовых рынков, в первую очередь, долговых), он сделал следующее заключение: «по мере того, как инвестиционный бум, основывающийся на внешнем финансировании, набирает ход, экономика становится заметно более хрупкой» [40, с. 332].

Фактически в данном случае описано повышение финансовой инклюзии фирм, выходящих на финансовый рынок за внешним финансированием. Следовательно, с т.з теории Х.Мински, рост финансовой инклюзии фирм создает фундаментальную хрупкость (нестабильность) экономики.

Важным элементом гипотезы финансовой нестабильности (финансовой хрупкости) Х.Мински стал анализ роли финансовых инноваций в формировании фундаментальной нестабильности капиталистической экономики. Оценивая финансовые инновации второй половины XX века как инструменты расширения источников финансирования (деPOSITные сертификаты, репо, еврооблигации, ипотечные инвестиционные трасты и т.д.), он увидел в неконтролируемом расширении их использования угрозу экономической и финансовой стабильности [40, с. 89-95, 103-105, 107-110, 112-114]. Выделяя различные режимы финансирования (в т.ч. режим спекулятивного финансирования и режим Понци-финансирования), Х.Мински определил фундаментальные предпосылки возникновения ситуаций фундаментальной нестабильности. На основе этих методологических инструментов было впоследствии сформулировано теоретическое объяснение саб-прайм кризиса 2007 года в США, названного некоторыми исследователями «моментом Мински» [40, с. XXVII].

Как отмечают исследователи творчества Х.Мински, «он...в высшей степени проницательно предсказывал быстрое и широкое распространение секьюритизации ипотечных кредитов, которая в 2007 году привела к обвалу рынка таких кредитов» [41].

Учитывая, что кризис саб-прайм кредитов стал результатом исключительно интенсивного процесса вовлечения многочисленных

американских домохозяйств в кредитные отношения с последующим формированием на основе ипотечных кредитов самого разного качества ипотечных пулов, следует сделать вывод о том, что в данном случае причиной кризиса стал излишне активный рост финансовой инклюзии домохозяйств.

Другая теоретическая конструкция, обосновывающая снижение стабильности вследствие роста финансовой инклюзии - модели шумных рациональных ожиданий на финансовом рынке. В данном случае мы фактически объединяем две модели: теоретическая модель Гроссмана-Стиглица и эмпирическая модель Пересса-Шмидта, подтверждающая основные тезисы теоретической модели.

Данная модель показывает, что есть точка равновесия на финансовом рынке, в которой полезность шумного трейдера равна полезности информационного трейдера, и нестабильность возникает тогда, когда изменяется полезность одного из двух видов трейдеров (шумных и информационных). Такая полезность может изменяться, в том числе, из-за увеличения количества шумных инвесторов, так как полезность в расчёте на одного шумного трейдера размывается [42].

Предположения данной модели о поведении шумных инвесторов подтвердились в эмпирическом исследовании [43], которое дало два значительных для практики результатов:

- инвесторы ведут себя как шумные инвесторы (описанные в теории). В среднем, они коррелируют между собой, неприбыльные и их стратегии слабо связаны с фундаментальной стоимостью актива;

- акции, которые более ликвидны или имеют большую волатильность дохода, сильнее подвержены риску шумной торговли.

Рассмотренные нами теоретические модели в целом говорят о негативном влиянии роста финансовой инклюзии на стабильность. Наряду с этим существуют работы, которые утверждают, что рост числа участников

финансового рынка положительно сказывается, в том числе, на финансовой стабильности (см., например, [13], [44], [45], [46]).

Современные исследования Всемирного банка нацелены на разрешение данного противоречия, на выбор тех элементов финансовой инклюзии, которые действительно способствуют стабильности финансового сектора и на выработку мер государственной политики по подавлению негативных воздействий на стабильность со стороны иных аспектов финансовой инклюзии. Очевидно, что существуют самые разные проявления (формы) финансовой инклюзии, и они могут по-разному воздействовать на финансовую стабильность.

Лучшее понимание связей между финансовой инклюзией и стабильностью может помочь выработать грамотную государственную политику. После глобального финансового кризиса большой акцент стал уделяться стабильности финансового сектора, вместе с тем, политики в своих решениях все больше учитывают финансовую инклюзию. Часто политики стабильности и инклюзии проводились параллельно, без учета положительных и негативных сторон их взаимодействия. При одновременном проведении политики стабильности и инклюзии могут возникать синергии и компромиссы [15].

В работе [37] представлены наиболее полные результаты корреляционного анализа взаимозависимости финансовой инклюзии и стабильности. Коэффициенты корреляции между параметрами финансовой инклюзии и стабильности указывают на наличие преимущественно отрицательной корреляции между ними. Однако необходимо отметить, что все показатели стабильности, включенные в периметр корреляционного анализа, являются показателями стабильности только одного институционального сегмента финансового сектора – банковского сегмента. Поэтому вряд ли такой корреляционный анализ может считаться полным.

Взаимосвязи финансовой инклюзии и стабильности была посвящена отдельная статья [13], в которой подчеркивалась особенность данной взаимосвязи, заключающаяся в ее двойственности. Авторы говорят как о

ситуациях, в которых проявляется альтернативность данных параметров, так и о ситуациях наличия синергии между ними.

Взаимовлияние финансовой инклюзии и финансовой стабильности в значительной мере зависит от характеристик национальной социально-экономической системы. К числу факторов, которые повышают синергию инклюзии и стабильности (способствуют созданию между ними положительной корреляции), относят: низкие налоговые ставки, рост образования и доступность информации о кредитовании. Финансовая открытость, напротив, увеличивает альтернативность инклюзии и стабильности [13], [37].

На основе анализа ряда работ по данному вопросу ([13], [37], [46])² мы сформировали перечень наиболее ярких проявлений положительных и отрицательных взаимных влияний инклюзии и стабильности.

Положительная корреляция между финансовой инклюзией и стабильностью наблюдается в следующих ситуациях:

- позитивная корреляция между инклюзией в форме увеличения числа счетов, платежей, сбережений, кредитов и низкой волатильностью в депозитных ставках и ростом депозитов;
- инклюзия помогает стабильности в плане уменьшения ожидаемых убытков и издержек для банков из-за финансовых циклов;
- низкий уровень просроченных кредитов коррелирован с большей инклюзией (другая версия: активизация кредитования малых и средних предприятий снижает долю необслуживаемых кредитов и, соответственно, снижает вероятность дефолта кредитных организаций);
- расширение использования страховых услуг, особенно домохозяйствами, способствует стабильности;
- большая стабильность позитивно коррелирована с долей компаний, которые имеют сбережения;

² Ссылаясь именно на эти работы, необходимо уточнить, что мы учитывали как результаты, полученные авторами этих работ, так и результаты других авторов, описанные в тексте данных работ со ссылками на соответствующие предшествующие исследования.

- в кризис фирмы больше сберегают в формальных финансовых институтах;

- расширение использования сберегательных инструментов может улучшить и инклюзию и стабильность;

- страны с высокой финансовой инклюзией показывают больший рост во время подъёма и меньшие негативные последствия во время кризиса;

- высокая финансовая инклюзия в сбережениях увеличивает финансирование внутренних инвестиций и снижает зависимость от иностранных, что ведет к большей стабильности.

Отрицательная корреляция между финансовой инклюзией и стабильностью наблюдается в следующих ситуациях:

- высокие уровни банковской капитализации и ликвидности коррелированы с низким уровнем финансовой инклюзии;

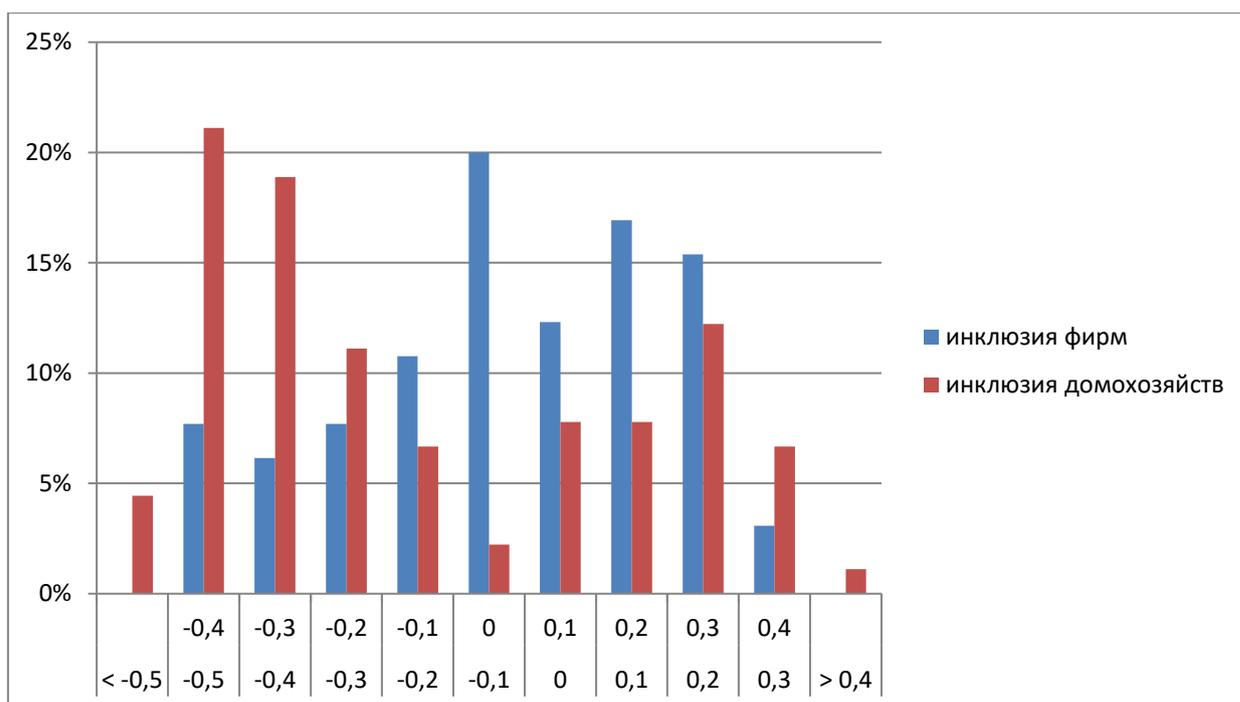
- инклюзия повышает волатильность кредита и капитала, снижает ликвидные «подушки безопасности»;

- увеличение использования дебетовых карт связано с более дорогостоящими финансовыми кризисами;

- финансовая инклюзия влияет на трансмиссию денежно-кредитной политики и тем самым снижает финансовую стабильность;

- увеличение финансовой инклюзии за счет безответственно быстрого роста кредитов создает риски для финансовой стабильности.

Эмпирические исследования показали, что существует заметное различие между финансовой инклюзией фирм и финансовой инклюзией домохозяйств с точки зрения их влияния на финансовую стабильность. Всемирный банк делает вывод о том, что инклюзия фирм значительно чаще демонстрирует синергию со стабильностью (либо нейтральность), чем инклюзия домохозяйств. Основываясь на результатах корреляционного анализа между различными показателями инклюзии и стабильности, проведенного в [37], мы отделили инклюзию фирм от инклюзии домохозяйств (см. рис. 2).



Рассчитано авторами на основе данных [37, Рр. 142-143].

Рисунок 2 - Распределение значений коэффициентов корреляции между показателями инклюзии и стабильности (раздельно для инклюзии фирм и домохозяйств) по диапазонам, в % к общему количеству рассчитанных коэффициентов.

Полученный результат подтверждает вывод: поиск синергии между финансовой инклюзией и стабильностью следует искать, прежде всего, в части финансовой инклюзии фирм. Очевидно, что делая в государственной политике упор на рост финансовой инклюзии фирм, можно избежать негативного влияния на стабильность, которое будет наблюдаться по значительной части показателей роста финансовой инклюзии домохозяйств.

Глава 3. Эмпирический анализ взаимосвязей финансовой инклюзии

3.1. Влияние финансовой инклюзии на экономическую динамику

Исследование Всемирного Банка [37], в котором был произведён эконометрический анализ на основе панельных данных стран Европы и Центральной Азии, показывает, что для того чтобы достичь экономического роста, необходимо сконцентрироваться на нескольких ключевых аспектах финансового развития. Самыми значимыми, с точки зрения мультипликаторов, оказались два показателя: эффективность финансового рынка (оцениваемая, например, по показателю спреда между ставками кредитования и депозитными ставками) и инклюзия малых по размеру компаний (оцениваемая, например, по показателю количества компаний с банковским займом). Увеличение стабильности может принести не такой значимый эффект, так как корреляция стабильности с долгосрочным экономическим ростом небольшая, в сравнении с другими показателями финансового развития.

Результаты исследования Всемирного Банка демонстрируют, что переменные финансовой инклюзии значимо коррелированы с ростом. Показатель доли компаний, которые привлекают на финансовом рынке инвестиции, имеет самое значительное влияние на рост. Привлечение инвестиций через выпуск акций может улучшить корпоративное управление и оптимизировать баланс компании, что также способствует экономическому росту. Показатель количества компаний, использующих банковский кредит, значимо и позитивно коррелирует с экономическим ростом, а также с ростом доходов 40% населения с наименьшими доходами.

Чем больше процент компаний, которые используют возможности финансовых рынков для привлечения инвестиций (используют банковский кредит или привлекают средства на рынке ценных бумаг для финансирования инвестиций в основной капитал), тем выше и устойчивее темпы долгосрочного роста. Постоянная доступность кредита для компаний позволяет

предпринимателям использовать все возможности своего бизнеса, а также снижать негативные последствия экономических кризисов. Данные результаты соответствуют результатам других исследований [47], которые показывают, что увеличение финансовой инклюзии может стимулировать конкуренцию, спрос на труд, а также динамичность рынка труда.

Финансовая инклюзия домохозяйств также позитивно влияет на долгосрочный экономический рост. Самый большой эффект для роста может быть получен от увеличения объемов использования кредитных и страховых продуктов. Однако количество значимых (с точки зрения корреляции с экономическим ростом) показателей инклюзии домохозяйств значительно ниже, чем количество значимых показателей инклюзии фирм. Возможно, данное расхождение объясняется расходованием кредитных средств на сглаживание циклов потребления, а не на инвестирование в саморазвитие.

Эффект влияния финансовой инклюзии на экономический рост уменьшается при высоком уровне финансового развития. При низком уровне финансового развития и положительное влияние финансовой инклюзии на экономический рост значительно больше [15].

Секторы экономики, которые зависят от внешнего финансирования, быстро растут при большой глубине финансового развития, но еще быстрее при большой глубине финансового развития и высокой финансовой инклюзии. Несколько показателей доступности и использования финансовых инструментов (количество банкоматов, процент взрослого населения с открытым счетом в финансовом институте или со счетом, на который поступают государственные трансферты или зарплата) оказались положительно и значимо связаны с ростом финансово-зависимых секторов экономики [15].

На основе корреляционных исследований, проведенных в работе [37], были получены многочисленные описания выявленных зависимостей. Учитывая, что данные исследования были проведены на основе данных региона Европы и Средней (Центральной) Азии, характеристики финансовой инклюзии,

полученные в результате этих исследований, касаются, в том числе, российских закономерностей.

Среди этих зависимостей обращает на себя внимание взаимное влияние показателей экономического роста и показателя доли взрослого населения с долгом в финансовом институте, как простейшего индикатора вовлеченности домохозяйств в финансовые операции. При этом в рамках данного взаимного влияния существуют и противоречивые характеристики – с одной стороны, на выбранную переменную финансовой инклюзии положительно влияет логарифм ВВП на душу населения, но отрицательно – темп роста ВВП. Близкие характеристики взаимовлияния с экономической динамикой у другого показателя финансовой инклюзии домохозяйств, логически связанным с первым показателем: количество владельцев депозитных счетов в коммерческом банке на 1000 человек взрослого населения.

Показатели, характеризующие финансовую инклюзию фирм, демонстрируют намного менее интенсивное взаимное влияние с макроэкономическими показателями. Однако все 4 показателя, характеризующие финансовую инклюзию фирм, из представленных в работе [37], указывают на единую закономерность – рост финансовой инклюзии фирм положительно влияет на экономический рост. При этом важно отметить, что для показателей «Доля инвестиций, финансируемых за счет акций» и «Доля компаний, определяющих доступ к кредиту, как главное препятствие для бизнеса» положительное влияние на экономический рост проявляется на 1-процентном уровне значимости. В данном случае, как представляется, можно с уверенностью говорить о наличии весьма устойчивой связи, в которой показатели финансовой инклюзии фирм выступают экзогенными факторами, т.е. способствуют ускорению экономического роста.

Оценка влияния финансовой инклюзии на макроэкономические параметры в России ранее не проводилась, настоящая работа является первым опытом в данном направлении. Необходимо отметить, что длина рядов, использовавшихся

для регрессионного анализа, серьезно ограничена наличием данных по финансовой инклюзии в российском финансовом секторе. Поэтому для формирования длины ряда, достаточного для получения устойчивых регрессионных зависимостей, мы прибегли к следующему приему. Были сформированы ряды полугодовых значений, в которых значение показателя финансовой инклюзии на определенный год принималось равным для обоих полугодий того года, в котором такое значение показателя было зафиксировано. Показатель прироста ВВП брался к аналогичному периоду предыдущего года. Результаты проведенного регрессионного анализа представлены в таблице 1.

Таблица 1 – Сводные результаты построенных регрессионных уравнений влияния финансовой инклюзии на макроэкономические параметры.

| Объясняющие показатели | Объясняемые показатели | |
|------------------------|------------------------|--------------|
| | GDP*** | M2INF** |
| ATM | -0.019016 | -0.168864 |
| BRANCH | -3.247394 | -39.64067 |
| VTRADED | -0.240975 | 1.789219 |
| MCAP | 0.125986 | 1.615250 |
| NONFBONDS | 0.805505*** | 0.099545 |
| AR(1) | 0.036704 | 0.183882 |
| AR(2) | -0.480342*** | -0.540993*** |
| AR(3) | | 0.012043 |
| | | |
| R ² | 0,95 | 0,88 |

Условные обозначения: *** значимость на 1% уровне, ** значимость на 5% уровне, * значимость на 10% уровне. Если *** или ** или * стоит рядом с зависимой переменной (см. столбцы), то этот параметр значимости уравнения в целом.

Зависимые переменные:

GDP – прирост валового внутреннего продукта, в % к аналогичному периоду прошлого года;

M2INF – разница прироста показателей M2 и инфляции.

Независимые переменные:

ATM – количество банкоматов в расчете на 100 000 человек;

BRANCH – количество филиалов банков в расчете на 100 000 человек;

VTRADED – объём торговли компаний (исключая топ-10 компаний по торговому обороту), в % от общего объёма торгов на Московской бирже;

MCAP – капитализация компаний (исключая топ-10 компаний по капитализации), в % от общей капитализации;

NONFBONDS – доля корпоративных облигаций компаний нефинансового сектора в общем объёме стоимости корпоративных облигаций в обращении;

AR (n) – авторегрессионный процесс для удаления автокорреляции рядов.

В результате проведенных расчетов мы получили только один значимый (значим на 1% уровне) показатель финансовой инклюзии, положительно влияющий на динамику ВВП в России - доля корпоративных облигаций компаний нефинансового сектора в общем объёме стоимости корпоративных облигаций в обращении. R^2 уравнения высокий (0,95); само уравнение значимо на 1% уровне значимости.

3.2. Взаимосвязь финансовой инклюзии и эффективности финансового сектора

В зарубежной экономической литературе, представляющей результаты проведенных исследований влияния показателей финансовой инклюзии на различные эндогенные переменные, много информации о влиянии финансовой инклюзии на экономический рост и на стабильность, но отсутствуют результаты регрессий, в которых оценивается влияние финансовой инклюзии на эффективность финансового сектора. Поэтому нами были проведены

самостоятельные исследования данного взаимного влияния на глобальном уровне.

Суммируя результаты проведенных исследований зависимости показателей эффективности банковского сектора и финансовых рынков от показателей финансовой инклюзии на глобальном уровне, мы свели все основные параметры использованных регрессионных уравнений в одну таблицу (см. таблицу 2).

Таблица 2 - Обобщение результатов регрессионного анализа влияния финансовой инклюзии на эффективность финансового сектора на глобальном уровне.

| Зависимые переменные Неза- висимые переменные | WBMARG | WBSPREAD (**) | WBROA | WBROE (**) | WTURN (*) |
|---|--------|------------------|----------------|----------------|-----------------|
| Константа | -0,155 | -1,062 (**) | 0,111 | 1,414 | -69,042 (**) |
| WBACC | -0,001 | 0,008 (**) | -0,002 | -0,030 | |
| WBBRAN | -0,005 | | 0,004 | -0,580 | |
| WATM | 0,006 | 0,118 | -0,024 | -0,382 | |
| WBINV | 0,008 | 0,040 (**) | 0,002 | 0,084 | |
| WCONST | 0,001 | | 0,002 | -0,049 | |
| WVTRAD | | | | | 0,967 (**) |
| WMCAP | | | | | 0,479 |
| WNBOND | | | | | 0,233 |
| CRISIS | -0,080 | -0,338 (**) | -0,335 (**) | -4,67 (***) | |
| AR(1) | | -0,930 (**) | | | |
| R-квадрат | 8% | 93% | 80% | 95% | 40% |

Условные обозначения: (***) - 1% уровень значимости; (**) - 5% уровень значимости; (*) - 10% уровень значимости.

Объясняемые (зависимые) переменные, отражающие различные аспекты эффективности финансового сектора на глобальном уровне:

WBMARG - чистая процентная маржа банков (Bank net interest margin), в %;

WBSPREAD - спрэд между ставками по депозитам и кредитам банков (Bank lending-deposit spread);

WBROA - чистая рентабельность активов банков (Bank return on assets, after tax), в %;

WBROE - чистая рентабельность капитала банков (Bank return on equity, after tax), в %;

WTURN - коэффициент оборачиваемости фондового рынка (Stock market turnover ratio), %.

Независимые показатели, отражающие различные аспекты финансовой инклюзии на глобальном уровне:

WBACC - количество банковских счетов на 1000 человек взрослого населения (Bank accounts per 1,000 adults);

WBBRAN - количество отделений банков на 100 000 человек взрослого населения (Bank branches per 100,000 adults);

WATM - количество банкоматов на 100 000 человек взрослого населения (ATMs per 100,000 adults);

WBINV - инвестиции, финансируемые банками (Investments financed by banks), в %;

WCONST - количество фирм, определяющих доступ к финансированию как основное ограничение (Firms identifying access to finance as a major constraint), %;

WVTRAD - объем торговли акциями за вычетом 10 наиболее активно торгуемых компаний к совокупному объему торговли акциями (Value traded excluding top 10 traded companies to total value traded), %;

WMCAP - рыночная капитализация за исключением 10 наиболее капитализированных компаний к совокупной рыночной капитализации (Market capitalization excluding top 10 companies to total market capitalization), %;

WNBOND - облигации нефинансовых предприятий к совокупному объему облигаций и нот в обращении (Nonfinancial corporate bonds to total bonds and notes outstanding), %.

Рассчитано по данным Всемирного банка (GFDD).

Резюмируя полученные результаты, можно отметить, что существует один показатель эффективности банковского сектора и один показатель эффективности финансовых рынков, которые демонстрируют наличие устойчивых значимых зависимостей от показателей финансовой инклюзии на глобальном уровне.

Для банковского сектора таким показателем является показатель спреда между ставками по депозитам и кредитам банков, значимо зависящий от количества банковских счетов на 1000 человек взрослого населения и от доли инвестиций в основной капитал, финансируемой банками (банковскими кредитами).

Для финансовых рынков таким показателем является коэффициент оборачиваемости фондового рынка (соотношение объема биржевой торговли акциями и капитализации рынка акций), который значимо зависит от показателя соотношения объема торговли акциями за вычетом 10 наиболее активно торгуемых компаний и совокупного объема торговли акциями.

Полученные результаты, учитывая отсутствие ранее проводимых исследований в данной области, следует признать значимыми результатами проведенных нами исследований.

Аналогичные исследования взаимного влияния финансовой инклюзии и эффективности финансового сектора были проведены на российских данных. Нами были исследованы параметры взаимного влияния показателей финансовой инклюзии банковского сектора на показатели эффективности банковского сектора (результаты приведены в таблице 3), а также параметры взаимного влияния более широкого круга показателей финансовой инклюзии (как банковского сектора, так и финансовых рынков) на показатели эффективности банковского сектора и финансовых рынков (полученные результаты представлены в таблице 4).

Таблица 3 - Результаты регрессионного анализа влияния финансовой инклюзии на эффективность банковского сектора в России.

| Зависимые переменные Независимые переменные | RBМARG (***) | RBSREAD (*) | RBROA (***) | RBROE (***) |
|--|-----------------|-----------------|----------------|----------------|
| Константа | 4,578 (***) | 6,046 (***) | 1,519 (***) | 10,199 (***) |
| RBВВРАН | 0,429 (***) | 0,008 | 0,463 (***) | 3,099 (***) |
| RАТМ | -0,026 | -0,067 (*) | -0,040 (***) | -0,190 (**) |
| RNBOND | | | | |
| CRISIS | | 1,463 (*) | | |
| R-квадрат | 76% | 61% | 91% | 88% |

Условные обозначения: (***) - 1% уровень значимости; (**) - 5% уровень значимости; (*) - 10% уровень значимости.

Зависимые (объясняемые) переменные:

RBМARG - чистая процентная маржа банков (Bank net interest margin), в %;

RBSREAD - спрэд между ставками по депозитам и кредитам банков (Bank lending-deposit spread);

RBROA - чистая рентабельность активов банков (Bank return on assets, after tax), в %;

RBROE - чистая рентабельность капитала банков (Bank return on equity, after tax), в %;

Независимые (объясняющие) переменные:

RBВВРАН - количество отделений банков на 100 000 человек взрослого населения (Bank branches per 100,000 adults);

RАТМ - количество банкоматов на 100 000 человек взрослого населения (ATMs per 100,000 adults);

RNBOND – доля корпоративных облигаций нефинансовых предприятий в совокупном объеме корпоративных облигаций в обращении (Nonfinancial corporate bonds to total bonds and notes outstanding), %.

Расчитано по данным Всемирного банка (GFDD), Банка России, Росстата, собственным оценкам.

Таблица 4 – Параметры регрессионных уравнений влияния финансовой инклюзии финансовых рынков на эффективность финансового сектора в России.

| | VTRCAP*** | RETASS* | RETCAP* |
|-----------|--------------|--------------|--------------|
| VTRADED | -0.000801 | 0.188148** | 1.546948* |
| MCAP | 0.033908*** | -0.052865* | -0.299049 |
| NONFBONDS | -0.028673*** | -0.062663* | -0.564440* |
| CRISIS | | -1.510768*** | -12.72154*** |
| AR(1) | -0.465109*** | -0.683227** | -0.564947** |
| AR(2) | -0.378955*** | -0.430125 | -0.386527 |
| AR(3) | 0.015404 | -0.622232** | -0.691614*** |

Условные обозначения: *** значимость на 1% уровне, ** значимость на 5% уровне, * значимость на 10% уровне. Если *** или ** или * стоит рядом с зависимой переменной (см. столбцы), то этот параметр значимости уравнения в целом.

Зависимые (объясняемые) переменные:

VTRCAP – соотношение объема торговли акциями на Московской бирже и капитализации, в %;

RETASS – рентабельность банковских активов (%);

RETCAP – рентабельность банковского капитала (%).

Независимые (объясняющие) переменные:

VTRADED – объем торговли компаний (исключая топ-10 компаний по торговому обороту), в % от общего объема торгов на Московской бирже;

MCAP – капитализация компаний (исключая топ-10 компаний по капитализации), в % от общей капитализации;

NONFBONDS – доля корпоративных облигаций компаний нефинансового сектора в общем объеме стоимости корпоративных облигаций в обращении;
CRISIS – фиктивная переменная кризиса с кризисом во 2-й половине 2008, 1 и 2-й половине 2009 года, 2-й половине 2014 и 1-й половине 2015 годов (используется только там, где значима);
AR (n) – авторегрессионный процесс для удаления автокорреляции рядов.

Необходимо отметить, что российские результаты существенно отличается от результатов, полученных для глобального уровня, тем, что в России большинство значимых уравнений зависимости эффективности финансового сектора от финансовой инклюзии было получено в рамках банковского сектора, в то время как из 3 уравнений по финансовым рынкам России только одно оказалось значимым. Регрессионные уравнения по банковскому сектору России в большинстве своем отличаются высоким уровнем значимости (3 из 6 уравнений значимы на 1% уровне – аналогичных уровней значимости по глобальным данным не было достигнуто).

Исключительно сильно влияет показатель количества отделений банков на большинство показателей внутренней эффективности, при этом во всех случаях данное влияние положительно. Это означает, что в России ключевым элементом финансовой инклюзии в банковском секторе, положительно влияющим на эффективность банков, является расширение банковской сети (сети отделений банков). Увеличение количества банкоматов, напротив, отрицательно влияет на эффективность. На финансовом рынке наблюдается значимое отрицательное влияние доли нефинансовых предприятий в совокупном объеме корпоративных облигаций в обращении на коэффициент оборачиваемости фондового рынка; доля крупнейших корпораций в суммарной капитализации, напротив, влияет значимо положительно на оборачиваемость.

3.3. Взаимосвязь финансовой инклюзии и финансовой структуры

Важнейшей проблемой российского финансового сектора является его структурная субоптимальность. К наиболее важным диспропорциям структуры финансового сектора относятся: неадекватная роль секторов народного хозяйства (домохозяйств, корпораций и государства) в обмене финансовыми ресурсами; деформированная структура сбережений населения; существенная недоразвитость небанковского финансового сектора и финансовых рынков. Последняя из перечисленных диспропорций в экономической науке описывается понятием «финансовая структура».

Теория финансовой структуры Ф. Аллена и Д. Гейла [48], основанная на результатах сравнительного анализа данных по Германии, Японии, Соединенному Королевству и США, утверждает, что 1) банки и рынки предоставляют различные финансовые услуги; 2) на разных этапах своего развития экономики требуют различных сочетаний этих финансовых услуг; 3) если фактически сложившееся соотношение банков и рынков, характерное для той или иной национальной экономики, отличается от оптимального, то финансовая система не обеспечит соответствующее сочетание финансовых услуг, что может негативно сказаться на экономической деятельности [38]. В работе [49, Р. 3] было дано наиболее общее определение финансовой структуры: «Финансовая структура – это сочетание финансовых инструментов, рынков и посредников, оперирующих в экономике».

В работе [50] для количественной оценки национальных финансовых систем с точки зрения их отнесения к рыночно-ориентированным или банковско-ориентированным были предложены показатели коэффициента финансовой структуры (Financial structure ratio – FSR) и разрыва финансовой структуры (Financial structure gap – FSG). К сожалению, русскоязычная литература иногда слишком вольно обходится с важнейшим для проблематики финансового развития термином «финансовая структура», необоснованно сводя его к

описанию отдельных частных пропорций внутри банковского сектора [38]. Примером такого упрощенного подхода может служить работа [51].

Другие исследователи также оценивают финансовую структуру, как правило, с использованием соотношения, в котором одним элементом выступает банковский сегмент, а другим – финансовые рынки или небанковские финансовые институты (небанковский сегмент). В работе [52] сопоставляются, во-первых, банковские активы и совокупная капитализация рынков акций и облигаций (Bank–market ratio), во-вторых, объемы финансирования нефинансовых предприятий посредством банковских кредитов и выпуска долговых ценных бумаг.

В работе [53] для оценки структурных характеристик российского финансового сектора применялись три группы показателей, отражающих соотношение: 1) различных групп финансовых инструментов; 2) различных групп финансовых организаций; 3) емкости инструментальных сегментов рынка, с одной стороны, и стоимости активов финансовых организаций – с другой.

В рамках настоящего исследования при проведении регрессионного анализа мы использовали показатель коэффициента финансовой структуры (FSR). К сожалению, возможности регрессионного анализа с использованием показателей финансовой структуры и финансовой инклюзии российского финансового сектора крайне ограничены по причине, прежде всего, ограниченной длины используемых рядов показателей. Вследствие этого получающиеся регрессионные уравнения оказываются, в большинстве своем, незначимыми.

В рамках поиска устойчивых регрессионных зависимостей показателей финансовой структуры от показателей финансовой инклюзии нами применялись специальные инструменты, расширяющие поле таких поисков. Так, в случае, если между анализируемыми переменными проявлялась автокорреляция, мы не отбрасывали эти переменные, а использовали производные величины от этих переменных. Перед составлением уравнений данные по всем переменным

проверялись на автокорреляцию, и если она наблюдалась, то применялась дифференциация либо первой “D()”, либо второй степени “D(D()”. Кроме того, мы активизировали применение временных лагов перед объясняющими переменными. В результате мы получили несколько регрессионных уравнений с приемлемыми параметрами качества регрессионной связи (см. таблицу 5).

Таблица 5 - Параметры регрессионных уравнений взаимного влияния показателей финансовой инклюзии и коэффициента финансовой структуры в России.

| Объясняющие переменные | Объясняемая переменная (интервал) | |
|------------------------|-----------------------------------|--------------|
| | FSR (**) | FSR (*) |
| Константа | 1,089 (**) | 0,926 (**) |
| D (SEC_NBANK) (-1) | 4,236 (**) | |
| D (D (SEC_IS) | - 0,017 (***) | |
| DATA_CHNG | -0,629 | |
| CRISIS | - 2,145 (***) | |
| D (D (SH_BOND_CAP) | | 3,819 |
| CRED_CAP (-1) | | - 4,296 (**) |

Условные обозначения: *** 1% уровень значимости; ** 5% уровень значимости; * 10% уровень значимости;

(-1) – лаг в 1 год;

FSR - Коэффициент финансовой структуры (отношение кредитов, выданных частным лицам к обороту ценных бумаг на фондовом рынке);

CRED_CAP - Прирост долгосрочных кредитов (кредитов, выданных предприятиями на срок более 1 года), в отношении к объему инвестиций в основной капитал;

SEC_NBANK - Доля небанковских предприятий в общем объеме стоимости в обращении корпоративных облигаций (с учетом изменения Банком международных расчетов методики в 2005 году);

SEC_IS - Количество рыночных выпусков корпоративных облигаций в обращении по состоянию на конец года;

SH_BOND_CAP – объем привлеченных инвестиций на рынке ценных бумаг (суммарно акции и облигации), в отношении к объему инвестиций в основной капитал;

CRED_CAP - Прирост долгосрочных кредитов, в соотношении к инвестициям в основной капитал;

DATA_CHNG – фиктивная переменная для обозначения изменения методологии расчета доли небанковских предприятий в общем объеме корпоративных облигаций (начиная с 2006 года);

CRISIS – фиктивная переменная кризиса в 2008, 2009, 2014 и 2015 годах.

Второе уравнение значимо на 10% уровне значимости, R^2 небольшой, уравнение объясняет только 42% динамики зависимой переменной, полученный результат не является логичным. Поэтому в дальнейших рассуждениях мы не будем использовать полученный результат, несмотря на формальное соответствие критериям наличия регрессионной связи.

Таким образом, из полученных результатов регрессионного анализа с высоким качеством регрессии можно сделать следующие выводы в отношении зависимости финансовой структуры России от показателей финансовой инклюзии:

- среди показателей финансовой инклюзии наиболее значимо влияние показателя доли небанковских облигаций в общем объеме корпоративных облигаций в обращении; при этом такое влияние оказывается отрицательным, если рассматривать его без лагов и на темпы прироста коэффициента финансовой структуры, и положительным, если рассматривать с лагом в 1 год и на изменение динамики коэффициента финансовой структуры (в обоих случаях такое влияние можно рассматривать как положительное с точки зрения экономических последствий, поэтому можно рекомендовать стимулировать рост доли небанковских облигаций на рынке корпоративных облигаций России;

- повышение количества рыночных выпусков корпоративных облигаций отрицательно влияние на коэффициент финансовой структуры, что логично объяснить повышением объема торговли на фондовом рынке вследствие роста количества рыночных выпусков (объяснение через воздействие роста количества рыночных выпусков на знаменатель коэффициента финансовой структуры менее логично, хотя и может иметь право на существование – тогда следует предположить, что банки используют рыночные выпуски корпоративных облигаций в качестве предметов залога менее охотно, чем нерыночные выпуски).

Невозможность полноценного использования регрессионного анализа, как и любого другого математического или статистического инструмента, к проблемам влияния финансовой инклюзии на финансовую структуру заставляет обратиться к возможностям формальной логики и посмотреть, какое наиболее вероятное воздействие на финансовую структуру можно ожидать в случае роста показателей финансовой инклюзии.

Прежде всего, самое логичное предположение состоит в том, что рост инклюзии банковского сектора (особенно через показатель роста числа отделений банков на 100 тыс. человек) должен способствовать расширению ресурсной базы коммерческих банков, и при прочих равных, - росту кредитования частного сектора. Но данный показатель использовался нами в регрессионных расчетах и не показал значимого влияния на коэффициент финансовой структуры через рост знаменателя (через рост кредитования частного сектора). В России количество отделений банков незначимо для кредитования частного сектора и, соответственно, для коэффициента финансовой структуры.

Рост инклюзии финансовых рынков (через увеличение доли некрупнейших эмитентов ценных бумаг в совокупном объеме торговли ценными бумагами и в совокупной капитализации) теоретически должен способствовать снижению коэффициента финансовой структуры. Учитывая, что ранее полученные результаты свидетельствуют об отрицательной корреляции коэффициента

финансовой структуры и ВВП России, такое изменение финансовой структуры должно положительно отразиться на экономической динамике. Но проведенные расчеты показали отсутствие значимого влияния этих показателей инклюзии на коэффициент финансовой структуры. Возможно, после существенного увеличения длины используемых рядов показателей в будущем будут получены другие результаты.

3.4 Оценка финансовой инклюзии на первичных рынках ценных бумаг в России и ее влияние на показатели экономической динамики и инвестиционной активности предприятий

Финансовая инклюзия фирм традиционно рассматривается вне рамок деления на первичные и вторичные рынки ценных бумаг. В числе показателей финансовой инклюзии фирм присутствуют как показатели качества вторичных рынков ценных бумаг (например, доля торговли за вычетом объема торговли акциями 10 крупнейших фирм в общем объеме торговли акциями), так и показатели привлечения инвестиций (доля инвестиций, финансируемых за счет банковских кредитов; доля инвестиций, финансируемых за счет выпуска акций). В то же время с точки зрения самих фирм, а также с точки зрения влияния на макроэкономические параметры особое значение имеет привлечение инвестиций на финансовых рынках, в то время как характеристики вторичных рынков с этой точки зрения остаются вспомогательными параметрами.

Поэтому в рамках анализа финансовой инклюзии фирм особое значение имеет анализ финансовой инклюзии (степени вовлеченности большего количества фирм) процессов привлечения фирмами инвестиций на финансовых рынках в целом и на первичных рынках ценных бумаг, в частности.

Как уже отмечалось выше, оценки финансовой инклюзии с использованием параметров банковского сегмента, достаточно обширны (с т.з. количества таких показателей) и весьма логичны. Вместе с этим показатели

финансовой инклюзии применительно к финансовым рынкам, во-первых, крайне малочисленны, и, во-вторых, в той части, в которых они присутствуют в GFDD, вызывают существенные методологические вопросы.

Возникает естественный вопрос – почему при конструировании таких показателей в числителе из общей суммы (капитализации или объема торговли) вычитается значение первых 10 крупнейших корпораций. Как представляется, это весьма условная величина, которая в каждой стране будет соответствовать совершенно разной доле экономики не столько по причине разной вовлеченности корпораций в финансовый сектор, а по иным причинам, связанным с национальными особенностями формирования структуры корпоративной экономики в этих странах. Тем не менее, Всемирным банком в этой сфере иных показателей не предлагается, поэтому мы постарались применительно к целям анализа финансовой инклюзии в Российской Федерации усовершенствовать данный подход.

Для этого мы при конструировании аналогичных показателей решили вычитать из общего значения капитализации или объема торговли не значения ровно 10 наиболее крупных корпораций, а значения (капитализации или объема торговли акциями) тех корпораций, которые объективно являются крупнейшими российскими корпорациями. На наш взгляд, присутствие таких корпораций на рынке не может свидетельствовать о финансовой инклюзии в содержательном понимании данного термина. Так как перед нами не стоит в данном случае задача проведения межстранового анализа, количество корпораций, значения капитализации или объема торговли акций которых вычитаются, не играет ровно никакого значения.

В порядке реализации такого подхода из объёма рынка корпоративных облигаций (в части объёма размещений) вычитались данные по выпускам: Газпром, Роснефть, Сбербанк, ВТБ (включая корпорации, входящие в группу компаний – ВТБ-24, ВТБ-Лизинг), ВЭБ, АИЖК (включая дочерние компании), РЖД, Россельхозбанк, ФСК, Роснано, Русгидро. Из объёма привлеченных

средств посредством IPO (размещения акций) вычитались данные по компаниям: Газпром, Роснефть, Сбербанк, ВТБ, Русгидро, ФСК.

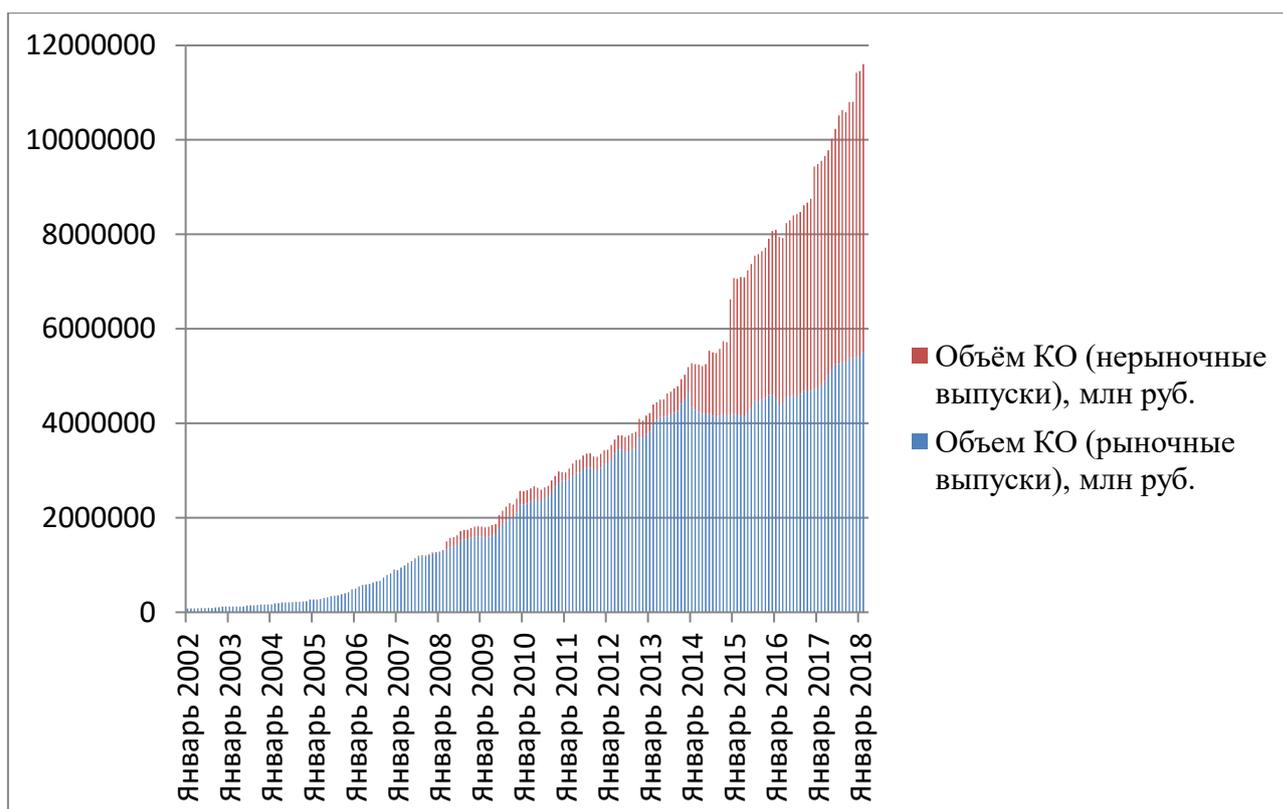
Другой поход к построению показателей инклюзии состоит в использовании вместо доли некрупнейших корпораций показателя количества корпораций, вышедших на финансовый рынок³, либо общего количества эмиссий (выпусков). Очевидно, что данные показатели вызывают не меньшее количество вопросов о правомерности использования таких показателей. Тем не менее, в порядке эксперимента, в ряде случаев мы такие показатели тоже использовали.

В дополнение к показателю количества присутствующих на рынке ценных бумаг корпораций в отдельных случаях использовался также показатель «среднее количество эмиссий на 1 эмитента», который, на наш взгляд, также отчасти улавливает процессы финансовой инклюзии.

Объединяя описанные выше подходы, в итоге мы пришли к использованию показателей «количество эмитентов», «количество эмиссий» и «среднее количество эмиссий на 1 эмитента», при расчете которых из рассмотрения были исключены крупнейшие российские корпорации и их эмиссии.

Существенной проблемой для проведения анализа является такая специфическая характеристика российского рынка корпоративных облигаций, как значительная часть нерыночных выпусков в общем объеме корпоративных облигаций в обращении (см. рисунок 3).

³ Имеющих рыночную оценку капитализации; имеющих организованный рынок акций; привлекающих инвестиции на рынке ценных бумаг с использованием публичных предложений.



Рассчитано по данным Cbonds.

Рисунок 3 – Объем российский корпоративных облигаций в обращении, с разбивкой на рыночные и нерыночные выпуски

При этом посредством нерыночных выпусков существенная часть эмитентов корпоративных облигаций привлекает большую часть инвестиций на рынке корпоративных облигаций, что в совокупности составляет значительные финансовые ресурсы. Данная проблема учитывалась при построении регрессионных уравнений.

Оценку влияния финансовой инклюзии на первичных рынках ценных бумаг на экономический рост мы провели с использованием зависимой переменной INDEX – индекс выпуска товаров и услуг по базовым видам деятельности, скорректированный на сезонность в программе Eviews методом скользящей средней. Выбор именно такой объясняемой переменной связан с наличием ежемесячных значений этой переменной. В условиях недостаточно длинных рядов годовых показателей переход на ряды месячных показателей – единственно возможное решение проблемы.

Учитывая, что ряды помесечных данных оказались достаточно длинными, появилась возможность оценить зависимости не только на всем временном промежутке, на котором существуют данные, но и на отдельных отрезках этого промежутка. Мы провели периодизацию стационарного развития российской экономики с 2002 года по настоящее время с точки зрения господства различных типов экономического роста. Различие типов экономического роста формулируется нами исходя из различного инвестиционного поведения в эти периоды частного и государственного секторов. Так как мы исследуем период с 2002 года (что в значительной мере обусловлено наличием/отсутствием необходимых данных), мы не берем во внимание период экономического роста в 1999 – 2001 гг., который является восстановительным (после кризиса 1998 года) ростом. В рамках такого роста еще не сложились инвестиционные механизмы, характерные для экономического роста инвестиционного типа в рыночной экономике.

Мы выделили следующие периоды:

- 2002 – 2004 гг. – инвестиционный рост первого типа, в рамках которого ведущая роль принадлежит частным инвестициям, темпы роста экономики высокие, отсутствует финансовый форсаж;

- 2004 – 2008 гг. – инвестиционный рост второго типа, в рамках которого государственные инвестиции вытесняют частные инвестиции, темпы роста экономики высокие, используется финансовый форсаж;

- 2009 – 2018 гг. – экономический рост крайне слабый и вялый, в значительной мере вследствие крайне малых частных инвестиций, замещение которых государственными инвестициями не ведет к росту экономики.

Основные параметры построенных регрессионных уравнений приведены в таблицах 6 и 7.

Таблица 6 – Коэффициенты перед переменными в уравнении регрессии между зависимой переменной «индекс выпуска товаров и услуг по базовым видам деятельности, сезонно скорректированный» и объясняющей переменной «прирост объёма привлечения инвестиций на рынках акций и облигаций предприятиями, исключая крупные компании»

| Зависимая переменная INDEX | 2004-2016*** | 2004-2008* | 2009-2016 |
|----------------------------|--------------|-------------|--------------|
| Константа | 100,5058*** | 100,5233*** | 99,9439*** |
| INVS | -0,000000115 | 0,00000024 | -0,00000017* |
| AVISSUE | -12,108** | -51,0688* | -3,127 |
| ISSUERS | -0,0757*** | -0,0647 | 0,0121 |
| ISSUES | 0,0145** | -0,0292 | 0,0196 |
| CRISIS | -1,4481*** | | |

Условные обозначения: *** 1% уровень значимости; ** 5% уровень значимости; * 10% уровень значимости.

Зависимая переменная: INDEX – индекс выпуска товаров и услуг по базовым видам деятельности, скорректированный на сезонность в программе Eviews методом скользящей средней.

Независимые переменные:

INVS – прирост объёма привлечения инвестиций предприятиями (суммарно акции + облигации), не входящими в крупнейшие финансовые или финансово-промышленные группы;

AVISSUE – среднее количество эмиссий на 1 эмитента (количество эмиссий (суммарно рыночные и нерыночные выпуски) / количество эмитентов (суммарно рыночные и нерыночные выпуски));

ISSUERS – количество эмитентов (суммарно рыночные и нерыночные выпуски);

ISSUES – количество размещений (эмиссий) за период (суммарно рыночные и нерыночные выпуски);

CRISIS – фиктивная переменная, учитывающая кризисные явления в 2008 и 2014 годах.

Таблица 7 – Коэффициенты перед переменными в уравнении регрессии между зависимой переменной «темпы прироста инвестиций в основной капитал, сезонно скорректированные» и объясняющей переменной «прирост объёма привлечения инвестиций на рынках акций и облигаций предприятиями, исключая крупные компании»

| Зависимая переменная | 2002-2015*** | 2002-2004 | 2004-2008*** | 2002-2008*** | 2009-2015*** |
|----------------------|--------------|-----------|--------------|--------------|--------------|
| CAPINVSA | | | | | |
| Константа | 9,8945** | 11,6788* | 8,8609*** | 7,6757*** | -35,5367** |
| INVS | -0,0000058** | 0,0004 | 0,0000028 | 0,0000023 | -0,0001*** |
| AVISSUE | -109,778 | 45,2046 | -309,2892 | 40,424 | 100,9118 |
| ISSUERS | -1,8509*** | -0,1672 | -1,0828* | -0,71 | 0,5716 |
| ISSUES | 1,0764*** | -1,2815* | -0,2155 | -0,4997 | 2,3469*** |
| CRISIS | | | | -20,0034*** | |

Условные обозначения: *** 1% уровень значимости; ** 5% уровень значимости; * 10% уровень значимости.

Зависимая переменная: CAPINV – темпы прироста инвестиций в основной капитал, скорректированные на сезонность в программе Eviews методом скользящей средней.

Независимые переменные:

INVS – прирост объёма привлечения инвестиций предприятиями (суммарно акции + облигации), не входящими в крупнейшие финансовые или финансово-промышленные группы;

AVISSUE – среднее количество эмиссий на 1 эмитента (количество эмиссий (суммарно рыночные и нерыночные выпуски) / количество эмитентов (суммарно рыночные и нерыночные выпуски));

ISSUERS – количество эмитентов (суммарно рыночные и нерыночные выпуски);

ISSUES – количество размещений (эмиссий) за период (суммарно рыночные и нерыночные выпуски);

CRISIS – фиктивная переменная, учитывающая кризисные явления в 2008 и 2014 годах.

Из полученных регрессионных уравнений можно сделать следующие основные выводы.

В уравнениях зависимости индекса выпуска товаров и услуг по базовым видам предпринимательской деятельности (INDEX) от показателей привлечения инвестиций (объём привлеченных средств от выпуска акций и облигаций, количество эмиссий ценных бумаг, количество эмитентов, среднее количество эмиссий на одного эмитента) из всех рассмотренных временных промежутков, только уравнение для 2009-2016 оказалось незначимым. Показатель средней эмиссии (AVISSUE) отрицательно и значимо влияет на индекс (INDEX) на всех значимых временных промежутках. Показатель количества эмиссий (ISSUES) положительно и значимо влияет только на одном временном промежутке (2004-2016). Показатель количества эмитентов (ISSUERS) отрицательно и значимо влияет только на одном временном промежутке (2004-2016). Показатель привлечения инвестиций без крупных компаний (INVS) незначим ни на одном временном промежутке.

Общий вывод: в данной системе уравнений 2 переменные соответствуют логике положительного влияния, а 2 – не соответствуют. Показатель количества эмиссий и привлечения инвестиций значимо и положительно влияют на одном временном промежутке. Показатели количества эмитентов и средней эмиссии влияют отрицательно.

В уравнениях зависимости инвестиций в основной капитал (CAPINVSA) от показателей привлечения инвестиций предприятиями (объём привлеченных средств от выпуска акций и облигаций, количество эмиссий ценных бумаг, количество эмитентов, среднее количество эмиссий на одного эмитента) только одно уравнение незначимо (за промежуток 2002-2004 гг.). Показатель средней эмиссии (AVISSUE) незначим во всех уравнениях. Показатель количества эмитентов (ISSUE) отрицательно и значимо влияет на временных промежутках 2002-2015 и 2004-2008, на всех остальных временных промежутках показатель незначим. Показатель количества эмиссий положительно влияет на промежутке 2009-2015, в остальных случаях показатель либо незначим, либо является частью

незначимого уравнения. Показатель привлечения инвестиций без крупных компаний (INVS) значимо и отрицательно влияет на временных промежутках 2002-2015 и 2009-2015. На остальных промежутках он незначим.

Глава 4. Рекомендации для экономической политики

Проблемы с полнотой и адекватностью показателей финансовой доступности и финансовой инклюзии в целом характерны не только для России, но и для международных финансовых организаций. Можно указать следующие наиболее значительные недостатки:

- структурные проблемы (существенные перекосы в пользу показателей доступности банковских услуг; показателей финансовой доступности домохозяйств);

- крайне короткие ряды данных (что особенно актуально для России);

- сомнительная адекватность отдельных показателей.

В России мегарегулятор начал формировать систему показателей финансовой доступности с 2015 года. Данная система характеризуется большим количеством заявленных показателей, при этом Банк России намерен существенно расширить перечень наблюдаемых показателей [54, с. 3].

Однако сложившаяся система еще весьма далека от совершенства. Наиболее существенным недостатком данной системы представляется отсутствие информации о вовлеченности населения в финансовые операции инвестиционного характера. Основные рекомендации концептуального характера по совершенствованию системы показателей финансовой доступности состоят в следующем:

- повысить долю показателей финансовой доступности для фирм;

- повысить долю показателей, характеризующих доступность услуг небанковских финансовых организаций;

- кардинально увеличить долю показателей доступности услуг инвестиционного характера;
- учесть структурные различия (гендерное; поколенческое; для городской и сельской местности) в доступности финансовых услуг;
- повысить долю показателей финансовой доступности финансовых рынков;
- учитывать характеристики конкурентной среды на рынках финансовых услуг, в том числе параметры концентрации на данных рынках.

Важнейшей составной частью совершенствования систем показателей финансовой доступности является решение проблемы повышения адекватности уже используемых показателей. Дополнительно для системы показателей финансовой доступности Банка России представляется целесообразным включить все показатели финансовой доступности, присутствующие в базе данных GFDD Всемирного Банка.

В целях повышения финансовой инклюзии предприятий и домохозяйств необходимо:

- отдавать более высокий приоритет мерам по повышению уровня финансовой инклюзии фирм по сравнению с мерами повышения уровня финансовой инклюзии домохозяйств;
- максимально стимулировать рост кредитования малых и средних предприятий, в том числе за счет снижения норм резервирования под такие кредиты, компенсируя рост рисков невозврата отдельных кредитов максимальной диверсификацией портфеля таких кредитов, а также за счет секьюритизации портфелей таких кредитов;
- стимулировать расширение спектра финансовых продуктов для формирования сбережений у максимально большого числа фирм;
- в период кризиса усилить меры по стимулированию организации сбережений фирм в формальных финансовых институтах, включая стимулирование развития индексных финансовых продуктов;
- стимулировать расширение использования страховых услуг;

- стимулировать максимальный рост числа домохозяйств, участвующих в формировании сбережений в формальных финансовых институтах;
- стимулировать максимально активное увеличение залоговой массы из числа активов, принадлежащих фирмам, включая меры по приданию рыночной оценки этим активам;
- стимулировать развитие рынков погодных деривативов;
- продолжать стимулирование перевода расчетов с участием физических лиц в безналичную форму, включая стимулирование банков к установлению льготных тарифов на открытие, и ведение счетов физических лиц, а также на проведение ими финансовых операций;
- реализовать отраслевую программу перевода валютнообменных операций физических лиц в безналичную форму на основе использования выгод прямого доступа к торгам на валютной секции Московской биржи;
- повысить значимость наличия ликвидного рынка акций корпорации за счет учета в нормативах резервирования при выдаче такой корпорации кредита и повышения роли показателей ликвидности в критериях листинга;
- предусмотреть ответственность должностных лиц за недобросовестную деятельность и неразумные заявления, снижающие доверие потребителей финансовых услуг к размещению финансовых активов в финансовых организациях (требования возврата денежных средств в общую конкурсную массу, изъятых их собственником из финансовой организации; заявления о «дедолларизации»; заявления о намерениях облагать налогом все поступления на банковскую карточку или банковский счет физического лица);
- стимулировать повышение доли облигаций небанковских эмитентов в общем объеме корпоративных облигаций в обращении;
- стимулировать количество рыночных выпусков корпоративных облигаций в обращении.

Исходя из выявленного характера влияния показателей финансовой инклюзии на финансовую структуру, представляется целесообразным:

- стимулировать рост количества рыночных выпусков корпоративных облигаций;

- стимулировать рост долгосрочных кредитов предприятиям.

Предлагается три основных направления государственной политики по совершенствованию процесса привлечения инвестиций на рынке корпоративных ценных бумаг:

- стимулирование роста количества предприятий, осуществляющих выпуск корпоративных облигаций;

- стимулирование роста количества рыночных эмиссий корпоративных облигаций и дестимулирование практик выпуска нерыночных облигаций.

Кроме совершенствования процессов привлечения инвестиций на рынке корпоративных облигаций, необходимо решать проблему фактического исчезновения в России первичного рынка акций. Основная задача в отношении данного сектора, как представляется, - существенное (как минимум в 5 – 10 раз в среднесрочной перспективе) увеличение объема данного рынка. Очевидно, что данная задача чрезвычайно сложна и требует специального исследования. Вместе с тем, существует и задача максимизации дисперсности процесса привлечения инвестиций на рынке акций. Все это требует существенного улучшения инвестиционного климата, создания у предприятий стимулов к использованию рынка акций в качестве источника инвестиций, а также обеспечения должного уровня их защиты от поглощения более крупными, но менее эффективными корпорациями. Такие предложения были нами разработаны ранее, они были сформулированы в работе [55], но они требуют достаточно длительного времени.

Вместе с тем следует упомянуть меру, которая может быть реализована относительно быстро: проводить размещения акций в ходе приватизации с использованием биржевых механизмов, при этом должен быть обеспечен беспрепятственный доступ для максимально возможного числа инвесторов, в первую очередь – мелких частных и институциональных инвесторов.

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ

- 1 Ianchovichina E., Lundstrom S. 2009. Inclusive Growth Analytics Framework and Application. Policy Research Working Paper 4851. – World Bank.
- 2 Rahul Anand, Saurabh Mishra, and Shanaka J. Peiris. 2013. Inclusive Growth: Measurement and Determinants. IMF Working Paper WP/13/135.
- 3 Режим доступа: <http://www.oecd.org/inclusive-growth/>
- 4 Rafael Ranieri, Raquel Almeida Ramos. 2013. Inclusive Growth: Building up a Concept. Working Paper number 104. - Brasilia, International Policy Centre for Inclusive Growth (IPC - IG).
- 5 McKinley, T. (2010). 'Inclusive Growth Criteria and Indicators: An Inclusive Growth Index for Diagnosis of Country Progress', ADB Sustainable Development Working Paper Series, No. 14. Mandaluyong City, Philippines, Asian Development Bank.
- 6 Rauniyar, G. and Kanbur, R. (2010). Inclusive Development: Two Papers on Conceptualization, Application, and the ADB Perspective. Mandaluyong City, Philippines, Asian Development Bank.
- 7 Ali, I. and Son, H.H. (2007). 'Measuring Inclusive Growth', Asian Development Review, Vol. 24, No. 1, Pp. 11–31.
- 8 OECD. (2018). Opportunities for All: The Framework for Policy Action on Inclusive Growth, OECD Publishing, Paris.
- 9 Норт Д.; Уоллис Д.; Вайнгаст Б. (2011). Насилие и социальные порядки. Концептуальные рамки для интерпретации письменной истории человечества. - М.: Изд. Института Гайдара.
- 10 Васильев С. (2017). Как перейти от государства для элит к государству для всех. Рецензия на книгу «Насилие и социальные порядки». - Московский Центр Карнеги, 28.09.2017. Режим доступа: <https://carnegie.ru/commentary/73238>
- 11 Rajan R., Zingales L. (2003). The great reversals: the politics of financial development in the twentieth century // Journal of Financial Economics, № 69, Pp. 5–50.
- 12 Sarma, M. (2008), Index of Financial Inclusion, ICRIER Working Paper, August 2008.
- 13 Čihák M., Mare D., Melecký M. (2016). The nexus of financial inclusion and financial stability: A study of trade-offs and synergies. World Bank Policy Research Working Paper, No. 7722.
- 14 Аджемоглу Д., Робинсон Дж. (2016). Почему одни страны богатые, а другие бедные. Происхождение власти, процветания и нищеты. – М.: Издательство АСТ.
- 15 Ratna Sahay, Martin Čihák, Papa N'Diaye, Adolfo Barajas, Srobona Mitra, Annette Kyobe, Yen Nian Mooi, and Seyed Reza Yousefi (2015). Financial Inclusion: Can It Meet Multiple Macroeconomic Goals? IMF SDN 15/17.
- 16 Allen, F., A. Demirguc-Kunt, L. Klapper, M.S. Martinez-Peria, (2016). "The Foundations of Financial Inclusion." Journal of Financial Intermediation.
- 17 Schoemaker, Dirk. 2017. Investing for the Common Good: A Sustainable Finance Framework. – Brussels: Bruegel.
- 18 Д. Норт. 1997. Институты, институциональные изменения и функционирование экономики. - М.: Начала.
- 19 Schoemaker D., Schramade W. (2018). Investing for long-term value creation. Erasmus Platform for Sustainable Value Creation Working paper series 01. – Rotterdam, Erasmus University.
- 20 World Federation of Exchanges, United Nations Conference on Trade and Development. (2017). The role of stock exchanges in fostering economic growth and sustainable development. Available at: <https://www.world-exchanges.org/home/index.php/research/wfe-research>
- 21 Режим доступа: <https://www.bourse.lu/bonds>.
- 22 World Federation of Exchanges. (2018). WFE sustainability principles. Available at: <https://www.world-exchanges.org/home/index.php/research/wfe-research>
- 23 UN. (2015). Transforming our world: The 2030 agenda for sustainable development.

- 24 HLEG. (2018). Financing a European economy. Final report 2018 by the high-level expert group on sustainable finance.
- 25 Levitt A. (2017). Five sustainable investing trends in 2017. Available at: <http://etfdb.com/etf-education/5-sustainable-investing-trends-2017/>
- 26 King, R. G. and Levine, R. (1993). Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right, *Quarterly Journal of Economics* 108, 717–738.
- 27 Levine, Ross, 2005, "Finance and Growth: Theory and Evidence," *Handbook of Economic Growth*, in: Philippe Aghion & Steven Durlauf (ed.), *Handbook of Economic Growth*, edition 1, volume 1, chapter 12, pp. 865–934.
- 28 Demirgüç-Kunt, Asli, and Ross Levine, 2008, "Finance, Financial Sector Policies, and Long Run Growth," M. Spence Growth Commission Background Paper, No 11, World Bank, Washington, DC.
- 29 Arcand, Jean-Louis, Enrico Berkes, and Ugo Panizza. 2012. "Too Much Finance?" IMF Working Paper 12/161, International Monetary Fund Washington
- 30 Boris Cournède, Oliver Denk, Peter Hoeller. Finance and Inclusive Growth. OECD Economic Policy Paper. June 2015.
- 31 Данилов Ю.А. Оценка опережающего развития финансового сектора. // Российское предпринимательство. 2017. Том 18. № 2.
- 32 Данилов Ю.А. Анализ Опережающего Развития Финансового Сектора в Мировой Экономике (Analysis of the Advancing Development of the Financial Sector in the Global Economy). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2968423>. - М., РАНХиГС, 2017.
- 33 Martin Čihák, Asli Demirgüç-Kunt, Erik Feyen, Ross Levine (2012). Benchmarking Financial Systems around the World. Policy Research Working Paper № 6175. The World Bank.
- 34 Martin Čihák, Asli Demirgüç-Kunt, Erik Feyen, Ross Levine (2013). Financial Development in 205 Economies, 1960 to 2010. NBER Working Paper 18946. Режим доступа: <http://www.nber.org/papers/w189>
- 35 Demirgüç-Kunt, Asli; Klapper, Leora; Singer, Dorothe; Van Oudheusden, Peter. 2015. The Global Findex Database 2014: measuring financial inclusion around the world. Policy Research working paper; no. WPS 7255. Washington, D.C.: World Bank Group.
- 36 Thorsten Beck, Erik Feyen. (2013). Benchmarking Financial Systems Introducing the Financial Possibility Frontier. Background Paper to the 2014 World Development Report. Policy Research Working Paper 6615. .
- 37 Gould, David Michael, and Martin Melecky. 2017. Risks and Returns: Managing Financial Trade-Offs for Inclusive Growth in Europe and Central Asia. Washington, DC: World Bank.
- 38 Данилов Ю.А. (2018). Современное развитие глобальной научной дискуссии в области финансового развития. // Вопросы экономики (в печати).
- 39 Beck, Thorsten, Ross Levine, and Norman Loayza. (2000). "Finance and the Sources of Growth." *Journal of Financial Economics* 58: 261–300.
- 40 Мински Х. 2017. Стабилизируя нестабильную экономику. – М.; Спб.: Изд-во Института Гайдара, Факультет свободных искусств и наук СПбГУ.
- 41 Димитри Пападимитриу, Рэндалл Рэй. 2016. «Стабилизируя нестабильную экономику» Хаймана Мински — двадцать лет спустя. // Экономическая политика. Т. 11. № 2.
- 42 Stanford J. Grossman; Joseph E. Stiglitz. 1980. "On the impossibility of informationally efficient markets" // *The American Economic Review*, Vol. 70, No. 3 (Jun., 1980), pp. 393-408.
- 43 Peress J., Schmidt D. 2017. "Noise Traders Incarnate: Describing a Realistic Noise Trading Process". C.E.P.R. Discussion Papers 12434. Режим доступа: <http://www.daniel-schmidt.eu/pdf/paper5.pdf>
- 44 Эффективный рынок капитала: Экономический либерализм и государственное регулирование. Под общ. ред. И.В.Костикова. В 2 т. М.: Наука, 2004.
- 45 Евстигнеев В.Р. Портфельные инвестиции в мире и в России: выбор стратегии. – М.: Эдиториал УРСС, 2002.

46 Han, R., and M. Melecky. (2013). "Financial Inclusion for Stability: Access to Bank Deposits and the Deposit Growth during the Global Financial Crisis." Policy Research Working Paper 6577, World Bank, Washington, DC.

17 Levine, Ross, Norman Loayza, and Thorsten Beck. (2000). "Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes." *Journal of Monetary Economics* 46 (1): 31–77.

48 Allen, F., Gale, D. 2000. *Comparing Financial Systems*. MIT Press, Cambridge, MA.

49 Asli Demirguc-Kunt, Ross Levine. (2004). *Financial Structure and Economic Growth: Perspectives and Lessons / Financial Structure and Economic Growth: A Cross-country Comparison of Banks, Markets, and Development*. – Mass.: MIT Press.

50 Demirgüç-Kunt A., Feyen E., Levine R. (2011). The evolving importance of banks and securities markets. Policy Research Working Paper, No. WPS5805. The World Bank.

51 Мамонов М., Солнцев О., Ахметов Р., Пестова А., Панкова В., Дешко А. (2018). Поиск оптимальной глубины и структуры финансового сектора с точки зрения экономического роста, макроэкономической и финансовой стабильности. // *Деньги и кредит*. № 3.

52 Langfield S., Pagano M. (2015). Bank bias in Europe: Effects on systemic risk and growth. ECB Working Paper, No. 1797.

53 Данилов Ю.А., Пивоваров Д.А. (2018). Финансовая структура в России: выводы для государственной политики. // *Вопросы экономики*. № 3.

54 Банк России. (2018). *Обзор состояния финансовой доступности в Российской Федерации в 2017 году*. – М., Банк России.

55 Данилов Ю.А., Абрамов А.Е., Буклемишев О.В. *Реформа финансовых рынков и небанковского финансового сектора*. – М.: Центр стратегических разработок, июль 2017. Режим доступа: <http://csr.ru/wp-content/uploads/2017/07/Report-Financial-markets-v2-web.pdf>.