

27/21

ПРЕПРИНТЫ



Ю. А. Данилов, Д. А. Пивоваров, И. С. Давыдов

**ЭФФЕКТИВНОСТЬ
ФИНАНСОВОГО СЕКТОРА
КАК ФАКТОР МАКСИМИЗАЦИИ
ДОЛГОСРОЧНЫХ ТЕМПОВ ЭКОНОМИЧЕСКОГО РОСТА**

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

Данилов Ю.А., Пивоваров Д.А., Давыдов И.С.

**Эффективность финансового сектора
как фактор максимизации долгосрочных темпов
экономического роста**

Москва 2021

Аннотация. В работе анализируются различные концепции эффективности финансового сектора, на основе этого анализа были построены показатели финансового сектора, в наибольшей степени приемлемые для проведения эмпирических исследований и для построения ключевых показателей эффективности для финансовых регуляторов. Авторами был сформирован комплекс показателей эффективности, на основании которого проведен анализ изменения различных аспектов эффективности российского финансового сектора, включая его полезность для реципиентов инвестиций и для домохозяйств, как основного сектора поставщиков инвестиционных ресурсов. На основе российских данных были проведены эмпирические исследования влияния эффективности на экономический рост. Сформулированы предложения по построению комплекса ключевых показателей эффективности, оценивающих выполнение финансовым сектором своих социально-экономических функций, его участие в достижении стратегических национальных целей и уровень финансового развития.

Abstract. The paper analyzes various concepts of financial sector efficiency, and, based on this analysis, the authors established financial sector indicators that are the most appropriate for empirical research and for the establishment of key performance indicators for financial regulators. The authors develop a set of performance indicators, based on which they analyze changes in various aspects of efficiency of the Russian financial sector, including its usefulness for the investment recipients and for households, as the main suppliers of investment resources. Based on the Russian data, empirical studies of the impact of efficiency on economic growth have been conducted. Proposals for the construction of a set of key performance indicators that evaluate the performance of social and economic functions by the financial sector, its participation in the achievement of strategic national objectives and the level of financial development are formulated.

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

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

Давыдов И.С., младший научный сотрудник лаборатории структурных исследований ИПЭИ Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ

Данная работа подготовлена на основе материалов научно-исследовательской работы, выполненной в соответствии с Государственным заданием РАНХиГС при Президенте Российской Федерации на 2021 год.

Содержание

Введение	5
Глава 1. Подходы к оценке эффективности финансового сектора	6
1.1. Классификация подходов к оценке эффективности финансового сектора	6
1.2. Выделение подходов, в наибольшей степени пригодных для проведения прикладных расчетов влияния эффективности финансового сектора на экономическую динамику и для разработки ключевых показателей эффективности финансовых регуляторов	11
Глава 2. Система показателей эффективности финансового сектора	16
2.1. Показатели эффективности финансового сектора в целом	16
2.1.1. Показатели выполнения функции трансформации сбережений в инвестиции ...	16
2.1.2. Показатели эффективности финансовой структуры	20
2.1.3. Обобщающие показатели эффективности национального финансового сектора	22
2.1.4. О проблеме увязки показателей эффективности национального финансового сектора с целевыми показателями социально-экономического развития	23
2.2. Показатели эффективности финансовых институтов	25
2.3. Показатели эффективности финансовых рынков	27
Глава 3. Влияние эффективности финансового сектора на экономический рост: подходы и оценки	32
3.1. Основные результаты ранее проведенных эмпирических исследований: сложности и попытки их обхода	32
3.2. Краткое описание результатов проведенных эмпирических исследований по оценке влияния показателей эффективности финансового сектора на экономический рост в России	35
Глава 4. Рекомендации по разработке ключевых показателей эффективности (КПЭ) финансовых регуляторов	42
4.1. Подходы к построению системы КПЭ и факторы, предопределяющие их применение в системе стратегического планирования развития финансового сектора ...	42
4.2. Предлагаемый комплекс целевых индикаторов (КПЭ) Стратегии развития финансового сектора	44
Список использованных источников	48

Введение

Проблема оценки эффективности финансового сектора и его влияния на социально-экономическое развитие заметно актуализировалась в последние 10-12 лет в связи с ростом роли финансового сектора в социально-экономическом развитии. Оценка эффективности финансового сектора лежит в основе стратегического планирования национального финансового развития, которое в значительной мере предопределяет глобальную конкурентоспособность национального финансового сектора, а также вклад финансового развития в экономическую динамику.

Стратегии финансового развития (количество которых после кризиса 2007 – 2009 гг. выросло многократно [1]) и соответствующие им ключевые индикаторы эффективности государственных органов, проводящих политику финансового развития, остро нуждаются в научном обосновании подходов к оценке эффективности финансового сектора. Дополнительную остроту проблеме оценке эффективности финансового сектора придает тот факт, что традиционные подходы к определению эффективности финансового сектора (аллокативная эффективность и информационная эффективность) не подходят для решения проблем оценки вклада финансового сектора в экономическую динамику и для оценки деятельности государственных органов, отвечающих за финансовое развитие.

Как показывают исследования Всемирного банка, рост эффективности финансового сектора особенно актуален для условий региона «Европа и Центральная Азия». В этом регионе при изменении индекса финансовой эффективности на 1 пункт долгосрочный экономический рост увеличивается на 0,6% [2]. Результаты этого исследования, как представляется, недостаточно учитываются российскими государственными органами, ответственными за проведение политики финансового развития.

В числе основных задач проведенной работы:

- формирование системы показателей эффективности финансового сектора, на основе которых может проводиться анализ текущего состояния эффективности финансового сектора и оценка ее влияния на темпы экономического роста;
- формирование системы ключевых показателей эффективности для финансовых регуляторов.

Отдельные результаты настоящей работы уже были использованы государственными органами при формировании целевых индикаторов Стратегии развития финансового рынка на период до 2030 года.

Глава 1. Подходы к оценке эффективности финансового сектора

1.1. Классификация подходов к оценке эффективности финансового сектора

Исторически первым понятием эффективности применительно к финансовому сектору было понятие «распределительной эффективности» (allocational efficiency). Несмотря на то, что термин «распределительная эффективность» применяется не только к финансовым ресурсам, но и к любым другим ресурсам и товарам, именно для финансового сектора этот подход имеет дополнительную ценность. Как подметил Ричард Уэст [6], особенностью использования данного понятия применительно к проблематике финансового сектора было то, что его использовали для «оценки эффективности выполнения фондовым рынком своих функций в народнохозяйственном комплексе» [3]. Привязка распределительной эффективности к оценке выполнения финансовым сектором своих социально-экономических функций представляется очень важной. Последующий период господства гипотезы эффективного рынка, которая не предполагает такой привязки, на наш взгляд, серьезно сократил (есть мнения, что полностью устранил) возможности оценки вклада финансового сектора в социально-экономическое развитие, а, следовательно, и возможности оценки финансового сектора с макроэкономической точки зрения.

Появление работы Ю.Фама [4], оформившей появление нового подхода, получившего наименование «гипотеза эффективного рынка» (Efficient Market Hypothesis – EMH), очень быстро существенно увеличило применение понятия эффективности как ценовой эффективности. Но при этом термин «распределительная эффективность» продолжал использоваться в научных исследованиях и университетских учебниках.

Новая трактовка эффективности финансового сектора, предложенная Ю.Фама, учитывает все те факторы, которые определяют случайное движение цен на финансовом рынке – информацию, а также ее наличие и равнодоступность. Концепция распределительной эффективности была связана с представлением о том, что эта эффективность определяется только одним фактором - справедливостью рыночных цен. Как отмечал Р.Уэст, такое упрощенное представление об эффективности на финансовых рынках было неверным [3].

Предложив еще одну трактовку эффективности финансового сектора – «операционную» эффективность, Уэст открыл возможность для дальнейшего уточнения различных аспектов эффективности на финансовых рынках. При этом он выявил важнейшую взаимо-

связь, которая существует между понятиями операционной эффективности и распределительной эффективности: «для эффективного распределения капитала обязательным условием являются низкие транзакционные издержки, связанные с таким распределением, т.е. высокая операционная эффективность» [3].

Гипотеза эффективного рынка понимает эффективный рынок как некий идеальный объект с нулевыми издержками. В соответствии с условиями (предпосылками) этой гипотезы, на эффективном рынке «все затраты на поиск, получение и анализ информации равны нулю, а сама информация становится известна одновременно всем участникам рынка, и максимально адекватно отражается в ценах финансовых активов» [4].

Гипотеза эффективного рынка относится к мейнстриму современной экономической мысли. Она опирается на классический («математический») подход, в соответствии с которым эффективный рынок понимается как «рационально функционирующий». Как отмечал академик А.Н.Ширяев, «в рамках данного подхода основной начальной целью концепции эффективного рынка признается нахождение аргументации в защиту применения вероятностной идеологии, и, в ее рамках, естественности гипотезы случайного блуждания и более общей гипотезы мартингальности» [5, С. 47-48].

Отпochкование от гипотезы эффективного рынка концепции операционно-эффективного рынка было лишь самым первым, но далеко не последним шагом в направлении формирования принципиально новой группы концепций оценки эффективности финансового сектора, которая тяготеет к оценке эффективности на микроуровне.

Введение понятия операционно-эффективного рынка позволило учесть затраты инвесторов на проведение операций с финансовыми активами, которые в соответствии с гипотезой эффективного рынка принимались равными нулю. Понятие операционно-эффективного рынка предполагает, что инвесторы могут получить операционные услуги по ценам, отражающим реальные издержки, связанные с оказанием таких услуг. На операционно-эффективном рынке размер брокерских комиссионных стремится к некоторому минимальному уровню, определяемому такими реальными издержками; размер дилерского спреда также стремится к нулю. Кроме брокерской комиссии и дилерского спреда, впоследствии были выделены и другие виды затрат инвесторов на проведение операций, при этом Брюс Коллинз и Фрэнк Фабозци охарактеризовали все эти затраты как транзакционные издержки [6, pp. 27-36].

Современный этап развития концепций эффективности финансового сектора (примерно с 2010 года) характеризуется многообразием подходов, каждый из которых нацелен на решение своего круга вопросов, при этом не наблюдается «войны» между сторонника-

ми различных подходов, потому что в большинстве своем (за исключением, возможно, сторонников гипотезы эффективного рынка) они не отвергают альтернативные подходы.

Мощный толчок в развитии групп концепций оценки эффективности финансового сектора на микроуровне придала активная работа Всемирного банка по построению обширной комплексной системы показателей, с разных сторон оценивающих финансовое развитие (развитие финансового сектора). В работе [7] впервые был представлен общий замысел и принципиальный каркас новой базы данных, а в работе [8] приведено описание современной архитектуры этой базы данных, с обоснованием принципиального изменения структуры базы данных.

Новая база данных получила наименование «Глобальная база данных финансового развития» (Global Financial Development Database – далее GFDD) [9]. Общее количество используемых показателей достигло 111, среди которых присутствуют 10 показателей эффективности финансовых институтов и 1 показатель эффективности финансовых рынков.

Следует отметить, что сотрудники Всемирного банка, попытавшиеся оценить эффективность выполнения финансовым сектором своих функций в народном хозяйстве, на уровне предложенных ими показателей фактически апеллируют к категориям издержек потребителей финансовых услуг. Безусловно, эти параметры могут быть охарактеризованы и с другой стороны - как оценки эффективности финансового бизнеса (рентабельности финансовых институтов). Но если рассматривать их как транзакционные издержки, то они ближе к параметрам «внутренней» эффективности, чем к оценкам экстерналий финансового сектора, т.е. к оценке эффективности финансового сектора на микроуровне (эффективность финансовых институтов и финансовых рынков).

В рамках группы концепций, оценивающих эффективность финансового сектора на микроуровне, сложилось следующее определение эффективности финансового сектора. «Эффективность - это широкое понятие, отражающее степень, в которой учреждения и рынки могут устойчиво предоставлять финансовые услуги, востребованные клиентами, по ценам, которые делают их привлекательными и доступными, особенно для более уязвимых или маргинальных групп (например, отдельных физических лиц или менее крупных и известных юридических лиц). Измерителями эффективности являются показатели, связанные с финансовыми учреждениями (например, выручка, маржа прибыли, операционные расходы и прибыль их владельцев и инвесторов), а также рыночные показатели ликвидности (например, коэффициенты оборачиваемости фондового рынка)» [10, р. 503].

Одновременно в последние годы активизировались исследования в части оценки эффективности финансового сектора с точки зрения его влияния на социально-

экономическое развитие, и даже более широко, с точки зрения оценки внешних экстерналий, производимых финансовым сектором. В рамках данного направления в дополнение к традиционному подходу оценки распределительной эффективности появляются все новые и новые подходы, отражающие растущее понимание того, что финансовый сектор влияет на самые различные аспекты функционирования общества.

Однако в реальности спектр факторов (экстерналий), которые сегодня берутся во внимание при описании понятия эффективности финансового сектора при рассмотрении его с макроэкономической точки зрения, оказался намного шире. Так, в последние 5 лет мы видим попытки оценить социальные эффекты, производимые финансовым сектором, а также попытки оценить его ESG-эффективность. Весьма вероятно, что будут сделаны попытки описать эффективность финансового сектора и через другие эффекты, которые он производит в рамках социально-экономических систем (национальной и глобальной).

С развитием концепции устойчивых финансов ее последователи также посчитали необходимым, чтобы при оценке эффективности финансового сектора учитывались ESG-экстерналии. Они отмечают, что эффективные рынки не имеют социальных и экологических проблем. Однако вместе с тем в моделях, описывающих эффективность финансового сектора, не учитываются экологические и социальные факторы. Но включение информации ESG в цены акций - это адаптивный процесс, зависящий от количества фундаментальных аналитиков, учитывающих ESG-факторы при разработке инвестиционных рекомендаций [11].

Существует достаточно много работ, касающихся влияния финансового сектора на политическую систему, либо на социально-политическую систему. В рамках настоящего аналитического отчета мы не анализировали подробно данное направление исследований, но очевидно, что представители данного направления формулируют свои требования к понятию эффективности финансового сектора, которые учитывают влияние финансового сектора на социально-политические процессы. В качестве примера можно привести концепцию экономического популизма, которая утверждает, что исключительно большое влияние на уровень популизма (экономического, а вслед за ним и политического) оказывает денежно-кредитная политика [12]. Кроме того, существуют работы, которые прямо увязывают формирование политической системы фашизма в Германии с конкретными провалами в области функционирования германского финансового сектора [13].

Таким образом, в настоящее время группа концепций, оценивающих «макроэкономическую эффективность» финансового сектора, учитывает (либо требует учитывать) исключительно большой спектр параметров воздействия, в том числе:

- социально-экономическую эффективность финансового сектора, основанную на оценке выполнения финансовым сектором своих функций в национальной социально-экономической системе (выросшую из концепции распределительной эффективности, апеллирующей к эффективности распределения капитала в рамках народного хозяйства);
- социально-культурную эффективность финансового сектора, основанную на оценке вклада финансового сектора в формирование социального капитала и культурного капитала;
- эффективность финансового сектора с точки зрения формирования экстерналий, обеспечивающих устойчивое развитие (развитие социально-экономической системы с учетом ESG-принципов);
- социально-политическую эффективность финансового сектора;
- «глобальную эффективность» национального финансового сектора на основе оценки глобальной конкурентоспособности национального финансового сектора.

Следует остановиться на различном отношении различных групп концепций эффективности финансового сектора к принципу рациональности. В рамках традиционного подхода между понятиями эффективности и рациональности фактически ставился знак равенства. Именно это стало причиной критики гипотезы эффективного рынка в ценовом смысле со стороны многих исследователей. Одним из таких критиков был Роберт Шиллер, который критиковал ее, опираясь на относительно новую концепцию поведенческих финансов. Фактически он доказал, что без уточнений, связанных с выводами и тезисами теории поведенческих финансов, данная гипотеза несостоятельна [14]. Действительно, существует достаточный объем экономических исследований, обзор которых приведен в [15], который показывает отсутствие рациональности в поведении людей, в том числе в инвестиционных решениях. Авторы [15] указывают, что первыми это убедительно доказали Тверски и Канеман, но они были только первыми из довольно большого количества исследователей, которые совместными усилиями отвергли принцип рациональности, на котором была построена гипотеза эффективного рынка.

Дискуссия о рациональности, часть участников которой опровергали гипотезу эффективного рынка, привела к формированию еще одного важного альтернативного представления об эффективности финансового сектора, сформировавшегося сначала в рамках поведенческих финансов, а затем в рамках концепции адаптивных рынков, позиционируемой ее создателем Эндрю Ло как согласующую, примиряющую гипотезы эффективных рынков и поведенческих финансов [16].

Роберт Шиллер, отмечая закономерность формирования концепции поведенческих финансов, указывал на логичность такого формирования. По его мнению, академическая

теория финансов прошла долгий путь с момента, когда доминировала идея эффективных рынков, которая считалась догмой. Поведенческие финансы – это финансы, рассматриваемые через более широкую призму, включая социологию и психологию, что сейчас является наиболее распространенной и изучаемой темой [14].

Таким образом, мы можем следующим образом классифицировать существующие в настоящее время наиболее известные подходы к определению эффективности финансового сектора:

1) Концепции, опирающиеся на макроэкономический подход («макроэффективность»): аллокативная (распределительная) эффективность; эффективность на основе оценок интернализации внешних эффектов финансового сектора, в том числе социально-экономическая эффективность.

2) Концепция ценовой или информационной эффективности: гипотеза эффективного рынка.

3) Концепции, опирающиеся на микроэкономический подход («микроэффективность»): концепции операционно-эффективного рынка; корпоративного управления и защиты инвесторов; концепция интегральной эффективности на микроуровне, или эффективности с т.з. транзакционных издержек; оценка эффективности на основе подхода Всемирного банка.

4) Концепция адаптивных рынков (оценка эффективности рынка как самообучающейся системы), в определенном смысле концепция эффективности как конкуренции.

1.2. Выделение подходов, в наибольшей степени пригодных для проведения прикладных расчетов влияния эффективности финансового сектора на экономическую динамику и для разработки ключевых показателей эффективности финансовых регуляторов

Анализ подходов к определению эффективности финансового сектора позволяет сформулировать некоторые методологические обобщения, касающиеся, в основном, трех параметров:

- уровень, на котором рассматривается эффективность финансового сектора или его структурных элементов: макроуровень (рассматривается эффективность финансового сектора как подсистемы национальной социально-экономической системы или глобальной финансовой системы), мезоуровень (рассматривается эффективность финансового сектора как такового или отдельно взятых финансовых рынков), или микроуровень (рассматривается эффективность отдельных финансовых институтов);

- признание в рамках того или иного подхода к эффективности принципа рациональности экономических агентов (рациональность признается, либо отвергается);

- учет в рамках того или иного подхода к эффективности концепции транзакционных издержек (можно ли свести оценку эффективности к оценке транзакционных издержек).

Результаты такого обобщения приведены в таблице 1.

Таблица 1

Методологические особенности групп концепций эффективности финансового сектора

Группы концепций	1	2	3	4
Критерии	Значения критериев			
На каком уровне рассматривается	Макро	Мезо	Микро	Мезо
Признание принципа рациональности	Рациональность признается			Отвергается
Учет транзакционных издержек	нет / да	да		нет

Примечания.

1 Условные обозначения: в строке «группы концепций»: 1 – «концепции макроэффективности»; 2 – «концепция ценовой эффективности»; 3 – «концепции микроэффективности»; 4 – концепция адаптивных рынков. «Учет транзакционных издержек» = Соответствие определений эффективности, используемых в рамках группы концепций, принципу минимизации транзакционных издержек. «нет / да» указывает на то, что классическая концепция распределительной эффективности учитывает условия существования совершенных рынков, которые в современной терминологии означают учет фактора транзакционных издержек, а современные подходы к оценке макроэффективности финансового рынка – в основном не учитывают.

2 Составлено авторами.

Среди рассмотренных нами подходов к определению эффективности финансового сектора необходимо выделить те подходы, которые будут наиболее приемлемы для проведения прикладных расчетов влияния эффективности финансового сектора на экономическую динамику и для разработки ключевых показателей эффективности финансовых регуляторов.

Безусловно, для того, чтобы решать задачи вклада финансового сектора в обеспечение экономического роста, в наибольшей степени подходят показатели эффективности, характеризующие участие финансового сектора в решении тех или иных проблем национальной экономики, и прежде всего, - содействие инвестиционным процессам. Для целей разработки ключевых показателей эффективности финансовых регуляторов данный подход к эффективности также приемлем, так как показатели, формируемые в рамках данного подхода, позволяют увидеть непосредственный вклад финансового сектора в изменение

тех или иных важных социально-экономических параметров. Но в данном случае существует и своя специфика. Если в сферу ответственности финансового регулятора входят задачи обеспечения такого развития финансового сектора, при котором будет замечен его вклад в социально-экономическое развитие, то данный подход представляется наиболее точным для целей формирования ключевых показателей эффективности. Но, однако, в противном случае – когда финансовый регулятор не несет ответственности за вклад финансового сектора в социально-экономическое развитие, то для оценки работы такого финансового регулятора в большей мере подойдет «микроподход к эффективности», или, с меньшей степенью вероятности, подход, предполагающий оценку информационной эффективности финансового рынка.

В целом же подход, основанный на гипотезе эффективного рынка, крайне сложно использовать для применения показателей эффективности, основанных на таком подходе, как для целей оценки качества финансового регулирования, так и для оценки вклада финансового сектора в обеспечение экономического роста. Причин этого несколько. Во-первых, крайне сложно разработать показатели, которые бы одновременно и точно отражали степень информационной эффективности финансового рынка, и могли бы рассматриваться в качестве экзогенных переменных в регрессионных моделях, построенных с целью определить влияние параметров финансового сектора на темпы экономического роста (как эндогенной переменной). Во-вторых, сама концепция информационной эффективности финансового сектора нацелена на оценку внутренних процессов финансового рынка, игнорируя его взаимодействие с социально-экономической системой. Как следствие – существующие попытки увязать информационную эффективность финансовых рынков с показателями инвестиционной активности экономики и экономической динамики оказывались не слишком успешными. Так, в работе [17] был получен результат, свидетельствующий о том, что ценовая эффективность фондового рынка незначима для его экономической (инвестиционной) эффективности. Последующие работы в данном направлении, насколько нам известно, не привели к более значимым результатам.

Показатели, сформированные в рамках концепций эффективности финансового сектора, относящихся к группе «микроэффективности», прежде всего, из числа показателей Глобальной базы данных финансового развития Всемирного банка, достаточно часто используются в исследованиях влияния финансового сектора на экономическую динамику и в целом на параметры социально-экономического развития. Главная причина здесь очевидна – наличие обширной базы данных, позволяющая строить межстрановые панели, которые, вследствие этого, повышающие вероятность получения значимых результатов. Кроме того, очевидно, что уровень транзакционных издержек, связанных с функциониро-

ванием финансовых организаций и финансовых рынков, самым непосредственным образом влияет на эффективность национальной экономики, что является важным фактором экономической динамики. Для целей оценки эффективности финансового регулирования показатели, основанные на концепциях данной группы, также могут предельно эффективно использоваться – по тем же самым причинам.

Концепция адаптивных рынков намного меньше приспособлена для целей определения вклада финансового сектора в экономическую динамику и оценки качества финансового регулирования. Но следует учитывать важный момент, связанный с «идеологией» данного подхода. Реализуя предположение о применимости законов биологии к оценке эффективности финансовых рынков, мы неизбежно приходим к выводу о возможности и целесообразности использования показателей конкуренции как оценок эффективности финансового сектора. Биологическая борьба за выживание – прямой аналог конкуренции на финансовых рынках, поэтому такой подход к построению показателей, оценивающих эффективность финансовых рынков в рамках концепции адаптивных рынков, представляется вполне оправданным. Данная концепция является достаточно перспективной для целей оценки влияния эффективности финансового сектора на экономическую динамику и оценки качества финансового регулирования. Вместе с тем на сегодняшний день пока отсутствуют работы в данном направлении, поэтому это предположение достаточно условно.

В таблице 2 мы свели наши оценки применимости отдельных концепций эффективности финансового сектора к задачам оценки влияния финансового сектора на экономическую динамику и оценки качества финансового регулирования.

Таблица 2

Применимость отдельных групп концепций эффективности финансового сектора к задачам оценки влияния финансового сектора на экономическую динамику и оценки качества финансового регулирования

Группы концепций эффективности финансового сектора	Цель использования показателей концепций	
	Оценка вклада финансового сектора в экономическую динамику	Оценка качества финансового регулирования
Концепции «макроэффективности»	+++	++
Гипотеза эффективного рынка	-	+
Концепции «микроэффективности»	++	+++
Концепция адаптивных рынков	+	+

Примечание. Условные обозначения: «+++» - подходит в наибольшей степени; «++» - подходит при определенных условиях; «+» - подходит частично и при определенных условиях; «-» - не подходит.

Во втором разделе настоящего аналитического отчета мы проводим отбор показателей эффективности финансового сектора, рекомендуемых для использования в эмпирических исследованиях и для формирования ключевых показателей эффективности финансовых регуляторов, на основе выводов, сведенных в таблице 2.

Глава 2. Система показателей эффективности финансового сектора

В рамках настоящей главы мы разделили все анализируемые и предлагаемые показатели эффективности финансового сектора на 3 группы:

- показатели эффективности финансового сектора в целом (подпункт 2.1 настоящего препринта);
- показатели эффективности финансовых институтов (подпункт 2.2);
- показатели эффективности финансовых рынков (подпункт 2.3).

2.1. Показатели эффективности финансового сектора в целом

2.1.1. Показатели выполнения функции трансформации сбережений в инвестиции

Невозможно сконструировать какой-либо один показатель, вобравший в себя характеристики эффективности финансового сектора для обеих сторон данной функции – как сбережений, так и инвестиций. В литературе практически отсутствуют показатели, характеризующие эффективность финансового рынка со стороны организации сбережений, но при этом есть определенное количество работ, в которых предлагаются показатели, характеризующие эффективность финансового сектора как поставщика финансовых ресурсов (инвестиций) для фирм (сектора народного хозяйства «Корпорации»).

В работе [10, р. 514] предложен показатель «Дефицит финансирования фирмы», позиционируемый как новый показатель финансовой адекватности. Фактически это показатель, оценивающий достаточность кредитования фирм, основанный на ответах на опросы предприятий. Он рассчитывается как разница между компаниями, сообщающими о наличии гарантированной ссуды или кредитной линии (т.е. имеющими гарантированный доступ к кредитованию), и компаниями, сообщающими о потребности во внешнем финансировании (т.е. желающих получить доступ).

Очевидная слабость данного показателя, как подавляющего большинства других показателей, характеризующих инвестиционную деятельность фирм, состоит в том, что он строится на основе опросов. Кроме тех очевидных обстоятельств, что результаты опросов могут приносить элемент субъективизма, а выборки опросов могут характеризоваться различными смещениями относительно средней или медианной («идеальной») выборки, либо относительно всей выборки фирм, существует также фактор, который серьезно ограничивает возможность использования таких показателей для построения регрессионных

моделей. Дело в том, что частота опросов предприятий (фирм) недостаточна для того, чтобы построить ряд годовых значений таких показателей. Но, несмотря на это, мы пробуем воспользоваться данным подходом.

На наш взгляд, существует другой удобный вариант формирования подобных показателей, который предполагает использование GFDD Всемирного банка. На основе двух показателей данной базы данных, характеризующих финансовую инклюзию, можно построить следующий показатель:

$$\text{Разрыв финансирования фирм} = (1 - \text{ФННВФ}) - \text{ФИК} \quad (1)$$

где ФИК – фирмы, имеющие кредит (показатель AI.03 из базы данных GFDD: «Firms with a bank loan or line of credit,%»);

ФННВФ – фирмы, не нуждающиеся во внешнем финансировании (показатель AI.32 из базы данных GFDD: «Firms not needing a loan, %»).

Применительно к России, подобный показатель также можно построить только на основе данных GFDD Всемирного банка, в которых данные по данному показателю по России есть только за 2009 и 2012 годы. К сожалению, массивный объем данных по финансовой доступности, собранный на основе опросов, проводимых Банком России, не включает в себя данные по количеству фирм, имеющим (или не имеющим) потребность во внешнем финансировании. Кроме того, данные о количестве фирм, имеющих банковские кредиты (а также займы от микрофинансовых организаций) собираются Банком России только по мелким и средним предприятиям. В целом комплекс показателей финансовой стабильности, собираемых Банком России, ориентирован преимущественно на доступность финансовых услуг для физических лиц, в то время как финансовая инклюзия фирм в России остается в значительной мере за пределами внимания регулятора.

Вместе с тем, на наш взгляд, данный показатель крайне важен и полезен для оценки эффективности финансового сектора со стороны сектора корпораций. Поэтому данные для его расчета должны собираться Росстатом, либо каким-либо исследовательским учреждением, специализирующимся на опросах предприятий.

Другой показатель выполнения функции трансформации сбережений в инвестиции со стороны фирм-реципиентов инвестиций был предложен нами ранее в работе [18, с. 18]: соотношение объемов инвестиций, привлеченных предприятиями и организациями на финансовом рынке, и объема инвестиций в основной капитал, осуществленных этими предприятиями и организациями. Осознавая недостатки данного показателя (например, привлеченные на финансовом рынке инвестиции могут быть направлены не только на финан-

сирование инвестиций в основной капитал, но и на другие цели), мы, тем не менее, считаем, что его очевидное преимущество в объективности перед показателями, рассчитываемых Росстатом на основании опросов предприятий, заведомо компенсирует эти недостатки.

Объем инвестиций, привлеченных предприятиями и организациями на финансовом рынке, складывается из трех элементов:

- объем долгосрочных инвестиций, привлеченных предприятиями через размещение акций (учитывается в части размещения акций эмитентами без учета продаж продающих акционеров на внутреннем рынке);

- объем долгосрочных инвестиций, привлеченных предприятиями на рынке корпоративных облигаций (рассчитывается как прирост стоимости корпоративных облигаций в обращении, со сроком обращения более 1 года, за соответствующий год, учитывая макроэкономический характер данного показателя);

- объем долгосрочных инвестиций, привлеченных предприятиями посредством банковских кредитов (рассчитывается как прирост совокупной задолженности организаций, без учета финансовых организаций, по банковским кредитам сроком более 1 года в рублях и иностранной валюте за соответствующий год).

Оценить эффективность финансового сектора со стороны домохозяйств, как основного сберегающего сектора в экономике, проще всего по показателю доли финансовых активов в богатстве домохозяйств. При использовании данных Росстата для расчета этого показателя принципиально возможны две методики, различающиеся содержательно:

- соотношение финансовых активов и брутто-богатства;
- соотношение чистых финансовых активов и нетто-богатства.

Выбор из этих двух вариантов зависит от отношения к учету задолженности домохозяйств: в первом варианте долги не учитываются, во втором учитываются. С методической и политической точек зрения, безусловно, корректнее второй вариант, так как в нем государственная политика нацеливается на превышение финансовых активов над задолженностью. В первом варианте цели могут быть достигнуты как ростом богатства домохозяйств, так и попаданием в долговую яму. Далее приводятся методики для обоих вариантов.

Методика расчета показателя доли финансовых активов домохозяйств (ДБ) в брутто-богатстве домохозяйств следующая.

$$ДБ = \Phi A / Б \quad (2)$$

где ΦA – финансовые активы домохозяйств,

B – брутто-богатство домохозяйств, которое рассчитывается по формуле:

$$B = OK + ЗПТ + \Phi A \quad (3)$$

где OK – основной капитал в собственности домашних хозяйств. При расчете данного показателя учитываются жилые здания (это примерно 96% всего основной капитал в собственности домашних хозяйств), нежилые здания, машины и оборудование, транспортные средства;

$ЗПТ$ – запасы потребительских товаров долговременного пользования в домашних хозяйствах населения.

Методика расчета показателя доли чистых финансовых активов домохозяйств ($ДЧ$) в чистом богатстве домохозяйств следующая:

$$ДЧ = Ч\Phi A / ЧБ \quad (4)$$

где $Ч\Phi A$ – чистые финансовые активы домохозяйств,

$ЧБ$ – чистое богатство домохозяйств.

$Ч\Phi A$ рассчитывается по формуле:

$$Ч\Phi A = \Phi A - Д \quad (5)$$

где $Д$ – долги (обязательства) домохозяйств (на 96% состоит из кредитов и займов, взятых домохозяйствами).

$ЧБ$ рассчитывается по формуле:

$$ЧБ = B - Д \quad (6)$$

Можно также использовать показатели, основанные на публикуемом Росстатом балансе денежных доходов и расходов населения. Сохраняя оговорки относительно надежности получаемой информации, тем не менее, предлагаем рассмотреть следующие показатели, которые могут характеризовать эффективность выполнения финансовым сектором функции по трансформации сбережений в инвестиции:

- доля дивидендов в совокупном объеме доходов домашних хозяйств;

- доля доходов по государственным и другим ценным бумагам в совокупном объеме доходов домашних хозяйств;
- доля суммы дивидендов и доходов по государственным и другим ценным бумагам в совокупном объеме доходов домашних хозяйств;
- доля суммы дивидендов, доходов по государственным и другим ценным бумагам и доходов от предпринимательской деятельности в совокупном объеме доходов домашних хозяйств.

2.1.2. Показатели эффективности финансовой структуры

Важнейшей частью показателей эффективности финансового сектора в целом представляются показатели, которые могут характеризовать эффективность его структуры, т.е. эффективность финансовой структуры. Важность финансовой структуры и ее показателей для эффективности функционирования финансового сектора достаточно детально описал еще в 1955 году [19]. Мы ранее уже отмечали важность работ Голдсмита для последующей глобальной дискуссии о финансовом развитии: «в которых было показано, что банковский сектор развивается медленнее других институциональных сегментов финансового сектора, и сформулированы типы финансовых систем — рыночно-ориентированные или банковско-ориентированные (market-based и bank-based)» [20].

По мнению Голдсмита, взаимосвязь между накоплением капитала и экономическим ростом выражается тем, что разница в уровне, скорости и структуре накапливаемого капитала влияет на скорость и структуру экономического роста. В то же время, выбор источников и каналов финансирования в капиталистических странах также влияет на природу экономического роста [19].

Интерес к проблематике финансовой структуры в настоящее время высок и в России. Следует выделить работу [21], в которой были представлены эмпирические оценки изменений финансовой структуры после мирового финансового кризиса, и показано, что национальные финансовые системы периодически трансформируются из рыночно-ориентированных моделей в банковско-ориентированные, и/или в обратном направлении.

Оценка сбалансированности финансового сектора опирается на понятие «финансовая структура» [22]. Именно поэтому финансовая структура может являться основой для оценки эффективности финансового сектора — ведь его сбалансированность, несомненно, один из признаков эффективности.

Существует достаточно много работ, в которых ставится вопрос о необходимости оптимизации финансовой структуры для максимизации экономической динамики или объема инвестиций. Но необходимо учитывать, что в данном случае под оптимизацией

понимается не максимизация доли банков или фондовых рынков в национальной финансовой системе; гораздо важнее соответствие этой пропорции национальным потребностям (в отдельных работах – особенностям).

Различные показатели финансовой структуры как важнейшей качественной характеристики финансового сектора в различных моделях демонстрировали значимое влияние на важнейшие макроэкономические параметры. «Однако показатели финансовой структуры значительно отличаются от других показателей финансового сектора в плане их влияния на показатель ВВП на душу населения, который чаще других макроэкономических параметров использовался в качестве объясняемой переменной при эмпирических исследованиях» [23].

Они не показывают, как правило, значимого влияния на показатель ВВП на душу населения для больших выборок стран. Изначально исследователями это воспринималась как неудача (см., например, реакцию Росса Левайна в работе [24]). Но затем был сформулирован «более гибкий и более интересный результат. В определенной мере результирующим выводом о влиянии финансовой структуры на экономическую динамику стал вывод о том, что максимизация темпов экономического роста достигается при приближении национального значения показателей финансовой структуры к «ожидаемому» (исходя из национальных особенностей) уровню показателей финансовой структуры. Это свидетельствует о том, что структурные характеристики финансового сектора (в частности, сочетание банков и рынков), а не только уровень развития финансовой системы в целом, важны для экономического развития» [23].

Отклонение фактической финансовой структуры от ее ожидаемого (для конкретных национальных условий) уровня, что означает увеличение показателя разрыва финансовой структуры (Financial structure gap – FSG), ведет к снижению темпов экономического роста [25]. Исходя из этого, эффективность финансовой структуры в качестве показателя должна использовать разрыв финансовой структуры (FSG), рассчитываемый по следующей формуле:

$$FSG = \text{Ln}(|[\text{фактический показатель финансовой структуры} - \text{ожидаемый показатель финансовой структуры}]| / \text{значение ошибки в прогнозе}) \quad (7)$$

Фактический и ожидаемый показатели финансовой структуры рассчитываются по методике, предложенной в [25].

Упрощенный вариант расчета показателя FSG может использовать просто разницу между фактическим и ожидаемым значениями коэффициента финансовой структуры (FSR).

К показателям эффективности финансовой структуры следует отнести и показатель структуры привлечения долгосрочных инвестиций предприятиями в финансовом секторе. Этот показатель оценивает соотношение объема инвестиций, привлеченных на внутреннем рынке ценных бумаг, и объема новых кредитов, выданных предприятиям. Соответственно, он рассчитывается по следующей формуле:

$$\text{ФСПИ} = (\text{ПИА} + \text{ПИКО}) / \text{КП} \quad (8)$$

где ФСПИ – финансовая структура привлеченных инвестиций;

ПИА - объем долгосрочных инвестиций, привлеченных предприятиями через размещение акций (без учета продаж продающих акционеров) на внутреннем рынке;

ПИКО - объем долгосрочных инвестиций, привлеченных предприятиями на рынке корпоративных облигаций;

КП - прирост совокупной задолженности организаций (без учета финансовых организаций) по банковским кредитам сроком более 1 года в рублях и иностранной валюте за соответствующий год.

2.1.3. Обобщающие показатели эффективности национального финансового сектора

Затронув в предыдущем подпункте проблему использования показателей конкурентоспособности национального финансового сектора в качестве показателей его эффективности, мы не можем обойти вниманием вопрос об использовании в качестве таких показателей различного рода обобщающих индексов и рейтингов, расчет которых стал исключительно популярен в последние годы. После кризиса 2007 – 2009 гг. наступил период исключительно интенсивной работы по конструированию индексов и рейтингов, которые были призваны оценить уровень развития национальных финансовых систем и международных финансовых центров. Наиболее известными примерами таких обобщающих характеристик могут служить:

- 1) Индекс глобальных финансовых центров «Z/Yen Group»;
- 2) Рейтинг национальных финансовых рынков Всемирного экономического форума;
- 3) Индекс финансового развития Международного валютного фонда;

4) Релевантные оценки рейтинга «Doing Business» Всемирного банка в части оценок финансового сектора («Легкость получения кредитов» и «Защита миноритарных инвесторов»);

5) Страновой индекс исламских финансов от «Edbiz Consulting».

Детальный анализ данных показателей показал, что в целом некорректно использовать их для оценки эффективности национального финансового сектора. Наиболее близок к оценке эффективности финансового сектора через оценку уровня глобальной конкурентоспособности индекс глобальных финансовых центров «Z/Yen Group». Но особенности его расчета (высокая роль субъективных оценок при расчете итоговой оценки - см. [26], а также оценку финансового центра, не всегда совпадающего с национальным финансовым сектором и т.д.) становятся недостатками при рассмотрении данного показателя в качестве показателя эффективности. Рейтинг национальных финансовых рынков Всемирного экономического форума и Индекс финансового развития Международного валютного фонда также содержат определенный элемент субъективности, но самое главное – они оценивают уровень финансового развития, по отношению к которому эффективность выступает одним из элементов. Субиндексы рейтинга «Doing Business» и страновой индекс исламских финансов от «Edbiz Consulting» не являются оценками финансового сектора в целом, равно как и не являются оценками собственно эффективности.

Вместе с тем, при определенных условиях, индекс глобальных финансовых центров «Z/Yen Group» и индекс финансового развития Международного валютного фонда теоретически могут использоваться при конструировании обобщающих показателей эффективности национального финансового сектора, в рамках которого они сопоставляются с оценками экономического развития страны в целом. В этом случае трактовка эффективности состоит в ответе на вопрос, опережает ли развитие финансового сектора общеэкономическое развитие страны. Такие оценки эффективности могут формироваться в виде сопоставления места страны в рейтинге, составленном на основе одного из перечисленных выше показателей финансового развития, и места страны в рейтинге по размеру или по динамике показателей ВВП. Методологически данный подход уже был использован в научных работах (см., например, [27]), поэтому мы считаем его принципиально применимым в данном случае.

2.1.4. О проблеме увязки показателей эффективности национального финансового сектора с целевыми показателями социально-экономического развития

Крайне важна увязка финансового развития и социально-экономического развития. В течение 2013 – 2021 гг. на уровне целевых показателей такая увязка в России отсутство-

вала, так как Банк России считал себя ответственным за регулирование финансового сектора, но никак не учитывал при этом стратегические национальные цели. С началом разработки Правительством среднесрочной Стратегии развития финансового рынка в 2021 году основания для такой увязки были созданы. Поэтому возникла потребность в разработке и расчете таких показателей эффективности финансового сектора, которые увязывают цели (и, соответственно, целевые индикаторы) развития финансового сектора с национальными целями, определенными в Указе Президента РФ от 21 июля 2020 г. № 474 «О национальных целях развития Российской Федерации на период до 2030 года» (целями социально-экономического развития).

Прямо или косвенно финансовое развитие способно воздействовать на достижение всех национальных целей, определенных в данном Указе, но непосредственное влияние, которое может быть формализовано в целевых индикаторах, развитие финансового сектора оказывает в основном в отношении национальной цели «Достойный, эффективный труд и успешное предпринимательство», характеризующейся следующими целевыми показателями:

- обеспечение темпа роста валового внутреннего продукта страны выше среднемирового при сохранении макроэкономической стабильности;
- обеспечение темпа устойчивого роста доходов населения и уровня пенсионного обеспечения не ниже инфляции;
- реальный рост инвестиций в основной капитал не менее 70 процентов по сравнению с показателем 2020 года;
- реальный рост экспорта несырьевых неэнергетических товаров не менее 70 процентов по сравнению с показателем 2020 года;
- увеличение численности занятых в сфере малого и среднего предпринимательства, включая индивидуальных предпринимателей и самозанятых, до 25 миллионов человек.

Безусловно, развитие финансового сектора и его эффективность оказывают комплексное воздействие на все перечисленные выше цели, и в рамках такого тезиса невозможно предложить показатель эффективности, который отразит такое комплексное воздействие. Но, вместе с тем, можно предложить ряд показателей эффективности финансового сектора, максимально тесно связанных с отдельными конкретными целями социально-экономического развития. Такие показатели эффективности прямо оценивают эффективность текущего состояния и изменений в рамках финансового сектора с точки зрения достижения национальных стратегических целей.

В качестве показателя, оценивающего вклад финансового сектора в обеспечение устойчивого роста доходов населения, может быть использован показатель доли финансовых активов в накопленном богатстве домохозяйств (см. подпункт 2.1.1 настоящего препринта). В качестве показателя, оценивающего вклад финансового сектора в достижение цели обеспечения реального роста инвестиций в основной капитал, может быть использован показатель соотношения объемов инвестиций, привлеченных предприятиями и организациями на финансовом рынке, и объема инвестиций в основной капитал (см. подпункт 2.1.1 настоящего препринта). На наш взгляд, росту экспорта несырьевых неэнергетических товаров сопутствует рост таких показателей эффективности финансового сектора, как может оцениваться по показателям доли производителей несырьевых неэнергетических товаров в национальной капитализации и в объеме выпущенных облигаций.

Важной особенностью показателей эффективности финансового сектора, увязывающих показатели финансового развития с целями социально-экономического развития, представляется возможность их использования в качестве ключевых показателей эффективности органов государственной власти, отвечающих за развитие финансового сектора, в документах стратегического планирования.

2.2. Показатели эффективности финансовых институтов

Что касается показателей эффективности банков, то они в достаточном количестве представлены в GFDD Всемирного банка:

- чистая процентная маржа банков (Bank net interest margin), %;
- спрэд между ставками процентов по кредитам и депозитам банков (Bank lending-deposit spread);
- соотношение непроцентных доходов и совокупных доходов банков (Bank noninterest income to total income), %;
- соотношение накладных расходов и совокупных активов банков (Bank overhead costs to total assets), %;
- прибыль на активы банков (Bank return on assets), %, после налогообложения;
- прибыль на капитал банков (Bank return on equity), %, после налогообложения;
- прибыль на активы банков (Bank return on assets), %, до налогообложения;
- прибыль на капитал банков (Bank return on equity), %, до налогообложения;
- соотношение затрат и доходов банков (Bank cost to income ratio), %;
- кредит государственным органам и государственным предприятиям (Credit to government and state owned enterprises), в % к ВВП.

Имея данные по столь широкому комплексу показателей, мы можем иметь полный анализ всех аспектов деятельности банков с точки зрения ее эффективности. Однако за рамками мониторинга и анализа эффективности остаются небанковские финансовые организации. В период, когда роль небанковских финансовых организаций в функционировании финансового сектора и экономики в целом растет, это существенно снижает потенциал оценки эффективности финансового сектора в целом.

Учитывая данное обстоятельство, мы попытались предложить показатели эффективности небанковских финансовых организаций. Проведя объемную аналитическую работу в этом направлении, мы убедились, что отсутствие таких показателей в перечне показателей Всемирного банка, равно как и других международных финансовых организаций, неслучайно. Сконструировать такие показатели – сложная задача.

Нетривиальность данной задачи обусловлена следующими обстоятельствами:

- деятельность банков существенно легче подвержена формализации, в том числе на уровне показателей, чем деятельность небанковских финансовых организаций: предлагаемые Всемирным банком показатели описывают большую часть видов деятельности банков одними и теми же формулами, в то время как для небанковских финансовых организаций это сделать невозможно;

- обобщающие показатели финансовой эффективности банков могут быть сведены к показателям одной и той же размерности, и значительная часть из них может быть выражена в процентных платежах (получаемых и выплачиваемых);

- долгосрочность инвестиций институциональных инвесторов (являющихся подмножеством небанковских финансовых организаций) не позволяет корректно учесть их эффективность на годовом интервале, пользуясь относительно простыми показателями;

- сбор информации о результатах деятельности небанковских финансовых организаций налажен в относительно небольшом количестве стран, при этом полноценные ряды данных с ненулевыми значениями относительно коротки (для России большинство таких рядов начинаются в период 2012 – 2014 гг.).

Поэтому на данном этапе целесообразно просто распространить подход Всемирного банка на небанковские финансовые организации. Применительно к российским условиям (в данном случае имеет место ограниченность данных, что снижает количество показателей, которые потенциально могут быть рассчитаны) целесообразно рассчитывать показатели соотношения чистой прибыли к активам и соотношения чистой прибыли к собственным средствам по каждой категории небанковских финансовых организаций, функционирующих на российском финансовом рынке. При этом необходимо учитывать терминологические различия между этими категориями (так, например, применительно к

страховым организациям собственные средства будут именоваться собственным капиталом).

Все перечисленные выше показатели могут быть рассчитаны на основе публикуемых Банком России аналитических материалов по развитию соответствующего сегмента рынка услуг небанковских финансовых организаций; некоторая часть из них уже рассчитана Центральным банком и приведена в указанных аналитических материалах.

2.3. Показатели эффективности финансовых рынков

В GFDD Всемирный банк включил только один показатель - Коэффициент оборачиваемости фондового рынка (Stock market turnover ratio), в%. Как представляется, данный показатель исключительно важен, так как он оценивает эффективность, точнее, его самого важного сегмента финансового рынка – фондового рынка – в контексте ликвидности. Ликвидность традиционно рассматривалась, во-первых, как одна из важнейших характеристик эффективности финансового рынка, и во-вторых, как характеристика, оказывающая значимое влияние на долгосрочную экономическую динамику (по крайней мере, начиная с работы Левайна и Зервоса 1998 года [28]).

Но проблема состоит в том, что в GFDD предложен только один показатель эффективности финансового рынка, при том, что изначально специалисты Всемирного банка рассматривали намного более широкий круг показателей, характеризующих эффективность финансовых рынков. В работе [8, р. 9] специалисты Всемирного банка также перечислили показатели эффективности финансовых рынков, которые они рассматривали, но не включили в перечень показателей GFDD:

1. Синхронность цен (совместное движение; Price synchronicity (co-movement)).
2. Торговля на основе частной информации (Private information trading).
3. Влияние размера заявки на цену (Price impact).
4. Соотношение премии за ликвидность и транзакционных издержек (Liquidity/transaction costs).
5. Спрэд между котировками спроса и предложения по государственным облигациям (Quoted bid-ask spread for government bonds).
6. Оборот облигаций (частных, государственных) на бирже ценных бумаг (Turnover of bonds (private, public) on securities exchange).
7. Показатель эффективности расчетов (Settlement efficiency).

Мы рассмотрели эти показатели более подробно и проанализировали возможность расчета этих показателей на российских данных. Все эти показатели, кроме показателя эффективности расчетов, могут использоваться для оценки эффективности российских

финансовых рынков. При этом показатель торговли на основе частной информации уже используется исследователями применительно к российским финансовым рынкам (см., например, [29]).

Важной характеристикой эффективности финансовых рынков представляется соответствие их структуры структуре экономики. Безусловно, данный вопрос не имеет тривиального решения. При первом рассмотрении мы предполагаем, что критерием эффективности будет являться как можно более полное соответствие данных структур, исходя из тезиса о том, что эффективный финансовый рынок должен представлять всю экономику. Это означает, что все сектора экономики вовлечены в финансиализацию, а ценные бумаги, выпущенные предприятиями всех секторов экономики, вовлечены в официальный финансовый оборот. Но вопрос может быть поставлен и по-другому: эффективный финансовый рынок предполагает преимущественное предоставление возможности привлекать инвестиции для новых инновационных секторов экономики.

Применительно к этим двум подходам к определению эффективности финансового рынка могут быть предложены два показателя, характеризующую эффективность в данном понимании:

- степень совпадения отраслевой структуры рынка акций и отраслевой структуры экономики;
- соотношение доли инновационных отраслей (доли «новой экономики») в фондовом индексе (или в капитализации рынка акций) и в структуре экономики.

Совпадение структуры капитализации рынка акций и структуры экономики оценивается по следующему показателю:

$$\sum_{i=1}^N |KS_i - KE_i| \quad (9)$$

где KS_i - доля в индексе ММВБ i -го сектора экономики (сектора ВВП);

KE_i – доля в ВВП i -го сектора экономики (сектора ВВП).

Соотношение доли инновационных отраслей в фондовом индексе и в экономике оценивается простой разницей этих долей.

В российской статистике выделяется лишь один сектор в классификации секторов, производящих ВВП, который можно отнести к инновационной («новой») экономике. Под наименованием «Цифровая экономика» в единый сектор объединены разработка компьютерного программного обеспечения, консультационные услуги в данной области и другие сопутствующие услуги; деятельность в области информационных технологий. Однако

выделить инновационные сегменты в других секторах народного хозяйства существующая в России государственная статистика не позволяет.

Еще одной группой структурных показателей, расчет которых целесообразен, учитывая содержания национальных стратегических целей, являются показатели доли производителей несырьевых неэнергетических товаров:

- в стоимостной оценке национальной капитализации;
- в объеме эмиссии корпоративных облигаций.

Логика построения данных показателей состоит в следующем. Чем больше представлены данные предприятия в структуре капитализации, тем выше их оценка со стороны рынка, а также шире возможности для привлечения инвестиций. Чем выше доля таких предприятий в объеме эмиссии корпоративных облигаций, тем создается больше возможностей для финансирования процесса расширения производства и экспорта такой продукции.

Преимущество финансовых рынков над другими секторами экономики заключается в наличии огромного количества данных, из которых можно сконструировать самые разнообразные показатели. Данные финансовых рынков также более многочисленны и более доступны по сравнению с любым другим набором данных, который требуется для реализации иных подходов к оценке эффективности финансового сектора. Особенно «плодовитым» в плане поставки информации среди всех финансовых рынков является рынок акций. Поэтому мы можем предложить несколько новых показателей, основанных на статистике рынка акций, которые могут в той или иной степени характеризовать различные аспекты эффективности финансовых рынков.

Уже существующие активно используемые в оценке эффективности финансовых рынков показатели отраслевой концентрации, как правило, применительно к России, ориентируются на долю корпораций нефте- и газодобывающего сектора в капитализации и в совокупном биржевом обороте акций. Эта доля уже традиционно достаточно давно принимается в качестве основного показателя отраслевой концентрации рынка акций [30]. Более традиционные в общемировом понимании показатели концентрации (доля 4 крупнейших, доля 8 крупнейших) применительно к российскому рынку акций малоэффективны, так как изменения этих показателей весьма незначительны в течение длительных промежутков времени.

Мы считаем, что для сегодняшнего дня применительно к российскому рынку акций более актуальным показателем, который ранее не использовался в научной литературе, представляется показатель доли двух отраслей, корпорации которых наиболее активно представлены на российском рынке акций – как в терминах капитализации, так и в терми-

нах объема торгов. Второй такой отраслью, в дополнение к корпорациям нефте- и газодобывающего сектора, является финансовый сектор, и, соответственно, финансовые организации.

В российской экономической литературе также редко используется такой традиционный (для целей анализа концентрации) показатель, как Индекс Херфиндаля-Хиршмана. В тех случаях, когда он используется, то применяется, как правило, с целями анализа концентрации в сегментах рынка финансовых услуг, и, соответственно, для анализа конкуренции финансовых организаций (см., например, [31]). Вместе с тем нам неизвестны случаи, когда данный показатель используется для целей анализа отраслевой концентрации.

Мы предлагаем рассчитывать два показателя Херфиндаля –Хиршмана:

- отраслевой структуры совокупной капитализации индекса ММВБ;
- отраслевой структуры капитализации доли акций в свободном обращении (free-float) индекса ММВБ.

Следует отметить, что показатель доли акций в свободном обращении в совокупной капитализации (или в капитализации фондового индекса) сам по себе является очень важным показателем эффективности рынка акций. Его отдельный расчет крайне актуален для России, в которой данный показатель, в силу как общих условий ведения бизнеса, так и в силу специфики нормативных требований на рынке акций и в корпоративном управлении, имеет крайне низкое относительно других стран с крупными развивающимися рынками и стран с развитыми рынками значение.

В определенной мере аналогом показателя free float для рынка корпоративных облигаций может служить показатель доли рыночных выпусков в совокупном объеме корпоративных облигаций в обращении. Рыночность обращающихся на организованном рынке облигаций – важнейший параметр эффективности этого рынка, показывающий, какая часть рынка имеет традиционные цели, а какая – сомнительные. Интенсивный рост доли нерыночных сделок и выпусков на российском рынке корпоративных облигаций после 2013 года воспринимается профессиональными участниками рынка как явная проблема данного рынка [32].

Следует отметить, что сама НАУФОР рассчитывает показатели концентрации не только на рынке акций, но и на рынке корпоративных облигаций. Показатели, которые использует данная ассоциация применительно к рынку корпоративных облигаций, - доля первых десяти по ликвидности эмитентов корпоративных облигаций в совокупном объеме биржевой торговли корпоративными облигациями [32].

Показатели спреда признаются в качестве показателей эффективности финансовых рынков большим массивом научной литературы, начиная с работы Ричарда Уэста [3].

Спрэд между лучшей ценой заявки на покупку и лучшей ценой заявки на продажу ценных бумаг, равно как и дилерский спрэд признаются главными показателями, характеризующими операционную эффективность финансового рынка. Всемирный банк также использовал один из показателей спреда – спрэд между котировками спроса и предложения по государственным облигациям – в качестве показателя эффективности финансовых рынков [8, р. 9].

Глава 3. Влияние эффективности финансового сектора на экономический рост: подходы и оценки

3.1. Основные результаты ранее проведенных эмпирических исследований: сложности и попытки их обхода

Многочисленные эмпирические исследования влияния финансового развития на экономический рост обращаются в основном к показателям финансовой глубины, в то время как характеристики других направлений финансового развития встречаются в эмпирических исследованиях значительно реже. Количество эмпирических работ, в которых было выявлено значимое влияние эффективности финансового сектора на экономический рост, крайне невелико.

В работе [33] авторами был изучен эффект влияния индикаторов эффективности финансового сектора (чистой банковской процентной маржи и коэффициента оборачиваемости акций) на экономический рост, а также на показатели других направлений финансового развития. Влияние эффективности на рост оказалось фактически ограниченным отрицательным влиянием банковской маржи на экономический рост (показатель оборачиваемости на фондовом рынке продемонстрировал крайне слабое положительное влияние на экономический рост). Вместе с тем результаты влияния показателей эффективности финансового сектора на показатели финансовой глубины оказались более информативны: показатель чистой процентной маржи банков показал значительную отрицательную корреляцию с частным кредитом к ВВП (-0.71) и капитализацией фондового рынка (-0.44). Показатель оборотов на фондовом рынке демонстрирует более слабую положительную корреляцию с частным кредитом к ВВП (0.47) и капитализацией рынка (0.33).

В контексте влияния эффективности финансового сектора на экономический рост нужно особо остановиться на результатах, полученных при использовании обобщающих показателей эффективности. Эконометрический анализ на основе панельных данных стран Европы и Центральной Азии показал, что самыми значимыми мультипликаторами экономического роста оказались два показателя: эффективность финансового сектора и финансовая инклюзия фирм. При изменении индекса финансовой эффективности или индекса финансовой инклюзии фирм на 1 пункт долгосрочный экономический рост увеличивается на 0,6% [2, p.11].

В этой же работе было проверено влияние некоторых частных показателей эффективности финансового сектора на экономический рост в регионе Европы и Центральной Азии. Три показателя эффективности – соотношение накладных расходов банка и банков-

ских активов, спрэд между ставками по кредитам и депозитам и чистая процентная маржа банка - отрицательно коррелируют с экономическим ростом. Влияние процентного спрэда на экономический рост фиксируется на 1-процентном доверительном интервале, а влияние доли накладных расходов в активах и чистой маржи – на 5-процентном доверительном интервале [2, р.54-55]. В данном случае отрицательная корреляция указывает на то, что более высокая эффективность банковской системы с точки зрения общества (более низкая маржа, более низкий спрэд и более низкие расходы банка означают снижение транзакционных издержек для клиентов банка, и, соответственно, для экономики в целом).

Более или менее значимые результаты влияния эффективности финансового сектора на экономический рост были получены в двух работах, выполненных на основе межстрановой панели одного и того же региона, который в одной работе был обозначен как Средиземноморские страны [34], а в другой как страны Юго-Восточной Европы [35]. В работе [36] в регрессии с показателем ВВП на душу населения как зависимой переменной в качестве одного из регрессоров использовался показатель спрэда между ставками депозита и кредита, который имел отрицательный коэффициент с 1-процентным доверительным интервалом.

Обобщая обзор результатов эмпирических исследований, следует отметить, что из числа использованных в них показателей эффективности финансового сектора чаще всего демонстрировали устойчивое влияние на экономический рост два показателя – чистая процентная маржа и спрэд между ставками процента по кредитам и депозитам. Имеется весьма устойчивый консенсус: чем ниже эти показатели, тем выше экономический рост. Содержательно это почти один и тот же показатель, и, как мы видим, он вполне однозначно указывает на положительное влияние финансовой эффективности на экономический рост.

Другие показатели, характеризующие эффективность банков – рентабельность активов, рентабельность капитала и соотношение накладных расходов банка и банковских активов – также иногда показывают положительное влияние эффективности на экономический рост, но результаты с использованием этих показателей более редки и, как правило, менее устойчивы.

Несколько раз в эмпирических работах, оценивающих влияние эффективности финансового сектора на экономический рост, фиксировалось преимущественно положительное значимое влияние показателя оборачиваемости акций, но это влияние было либо слабым (слабо выраженным), либо противоречивым.

Кроме небольшого количества успешных попыток вычленить влияние показателей эффективности финансового сектора на экономический рост, существует также множе-

ство свидетельств о неудачных попытках обнаружить это влияние. Исследователи задумывались о поиске иных методов вычленения данного влияния и даже поиска иных (непрямых) каналов влияния финансовой эффективности на экономический рост.

Проанализировав большой объем литературы, мы можем выделить, по крайней мере, несколько альтернативных (по отношению к «стандартным эконометрическим процедурам») подходов к выявлению связи между показателями эффективности финансового сектора и экономического роста:

- использование менее традиционных методов выявления взаимосвязи (например, в [2, р.199-201] на первом этапе строится регрессия зависимости экономического роста от многочисленных контрольных переменных; далее от полученной регрессии выделяются остатки, которые интерпретируются как необъясненная часть роста, и на втором этапе строится регрессия, где остатки из регрессии первого этапа используются как зависимая переменная, а в качестве независимой выбирается одна из переменных финансового развития);

- учет микроэкономических каналов передачи воздействия финансовой эффективности на экономический рост (например, Р.Левайн указывает, что финансовое развитие происходит эффективно в случае, если финансовые институты, рынки и финансовые посредники оказывают влияние на издержки получения информации, транзакционные издержки и издержки неисполнения контракта, вследствие чего более эффективно распределяются ресурсы и фирмы увеличивают выпуск [37, р.12]);

- расширение поиска альтернативных макроэкономических каналов, через которые осуществляется передача воздействия финансовой эффективности на экономический рост (в той же работе [37] Р.Левайн ищет возможность объяснить влияние эффективности финансового сектора на экономический рост через сокращение неравенства);

- попытка оценить эффективность финансового сектора через оценку эффективности выполнения им своих социально-экономических функций;

- учет каналов передачи воздействия финансовой эффективности на экономический рост через другие направления финансового развития (как, например, в работе [33]);

- использование нетрадиционных (для проблематики взаимосвязи финансового развития и экономического роста) моделей (например, М.И.Столбов [38] для оценки влияния эффективности финансового сектора на экономическую динамику использует модель, в основе которой лежит производственная функция, а эффективность финансового сектора трактуется в качестве переменной, предопределяющей, наряду с объемом сбережений, функцию издержек финансового посредничества).

Еще один подход, который мы пытались уже частично реализовать в работах [18], [39] и [40], связан с трактовкой эффективности финансового сектора как эффективности выполнения им своих социально-экономических функций.

3.2. Краткое описание результатов проведенных эмпирических исследований по оценке влияния показателей эффективности финансового сектора на экономический рост в России

Эмпирические исследования в рамках настоящей научно-исследовательской работы мы проводили на основании российских данных.

В качестве первого шага мы проверили наличие статистически значимой связи между субиндексами Индекса финансового развития МВФ, которые характеризуют эффективность финансового сектора (субиндекс эффективности финансовых институтов и субиндекс эффективности финансовых рынков) и динамикой ВВП на душу населения. Была построена регрессионная модель в 3 вариациях, различающихся количеством учитываемых в бинарной переменной кризисов. В число регрессоров были включены все субиндексы Индекса финансового развития (не только оценивающие эффективность, но и оценивающие финансовую глубину и финансовую инклюзию). Ни в одной из вариаций моделей субиндексы Индекса финансового развития, оценивающие эффективность финансового сектора, не являются значимыми в уравнениях, оценивающих их влияние на экономическую динамику.

На следующем шаге мы построили регрессии, в которых среди регрессоров нет других субиндексов Индекса финансового развития, кроме субиндексов эффективности, но используются разные наборы контрольных переменных, отражающие основные макроэкономические показатели. Однако ни при одном наборе контрольных переменных значимость субиндексов эффективности не была зафиксирована.

Следующим шагом мы составили регрессионное уравнение зависимости показателя экономического роста от первичных показателей эффективности финансового сектора, включенных в базу данных GFDD Всемирного банка. Из первоначального набора зависимых переменных была исключена переменная рентабельности банковских активов, так как корреляция приростов показателей рентабельности банковских активов и рентабельности капитала банков близка к 0.9. Из двух переменных было решено оставить только рентабельность капитала, т.к. корреляция с ВВП на душу населения у данного показателя выше.

В различных версиях данного уравнения значимыми переменными оставались только константа и переменная кризиса. Введение различных наборов контрольных пере-

менных, в том числе таких показателей как прямые иностранные инвестиции, экспорт и инфляция, не улучшали коэффициенты при переменных. Так как R^2 достаточный и f -статистика значима, можно сделать вывод о том, что показатели эффективности финансового сектора не влияют на прирост ВВП на душу населения.

Полученный результат в целом подтвердил выводы из анализа ранее проведенных эмпирических исследований по поиску зависимости экономической динамики от эффективности финансового сектора – в рамках традиционных подходов к построению регрессионных моделей крайне редко удается получить значимые зависимости.

Поэтому на следующем шаге мы применили метод, использованный в работе [2]. Но в отличие от данного подхода, реализованного в [2] в полном объеме, мы не смогли его полностью копировать, учитывая значительно более короткие ряды российских данных (в частности, оказалось неприменимо использование 10-летних средних для регрессоров на первом этапе). На первом этапе было построено регрессионное уравнение зависимости экономического роста от контрольных переменных, в числе которых: чистый приток иностранных инвестиций, экспорт товаров и услуг, потребительская инфляция.

В результате построенной регрессии получились остатки, которые на втором этапе использовались как зависимые переменные, а в качестве независимых переменных использовались показатели эффективности финансового сектора и показатели финансовой стабильности, из числа включенных в базу данных GFDD Всемирного банка. Так как в актуальной версии базы GFDD все ряды заканчиваются 2017 годом, они были продлены в результате самостоятельно проведенных расчетов с использованием в качестве исходных данных показателей Банка России.

Результаты показали, что чистая процентная маржа и рентабельность банковских активов отрицательно влияют на экономический рост на 5-процентном уровне значимости. Остальные переменные не показали влияния (см. таблицу 3).

Комментируя полученные результаты, следует остановиться на вопросе соотношения между эффективностью финансового сектора и финансовой стабильностью. Исходя из теоретических представлений, существует противоречие (trade-off) между целью обеспечения финансовой стабильности и повышением эффективности финансового сектора. Однако на российских данных это показать не удалось, так как примененные нами в отдельных регрессионных исследованиях показатели финансовой стабильности не продемонстрировали никакого влияния на экономическую динамику.

Таблица 3

Результаты попарных регрессий второго этапа анализа зависимости экономического роста от эффективности и стабильности финансового сектора

Переменная	Коэффициент перед переменной	Значимость уравнения	R2
BANK_NIM	-0.02**	0.23**	0.07
BANK_RA	-0.01**	0.37**	0.04
BANK_RE	-0.00	0.51	0.02
CRED_GOV	-0.02	0.52	0.02
STOCK_M_TURNOVER	0.04	0.45	0.03
STOCK_VOL	-0.00	1.33	0.06
ZSCORE	-0.01	0.17	0.01

Примечания

1 Обозначения: ** - 5% уровень значимости. BANK_NIM - Чистая банковская процентная маржа; BANK_RA - Рентабельность банковских активов; BANK_RE - Рентабельность банковского капитала; CRED_GOV – Кредит государственным организациям; STOCK_M_TURNOVER – Оборачиваемость акций; STOCK_VOL – Волатильность российского индекса акций Московской биржи; ZSCORE – Z-счёт банковской системы. Независимые переменные были дифференцированы.

2 Составлено авторами.

Для проверки гипотезы о том, что импульс эффективности финансового сектора транслируется в повышение экономической динамики не прямо, а через каналы инвестиций, мы построили регрессионную модель, в число независимых показателей которой включили характеристики привлечения инвестиций российскими предприятиями на внутреннем финансовом рынке. В качестве основы была взята модель, в которой в качестве независимых переменных изначально были использованы чистая банковская процентная маржа (показатель gfddei01 в GFDD); рентабельность банковского капитала (показатель gfddei06 в GFDD); кредит организациям с государственным участием (показатель gfddei08 в GFDD); оборачиваемость акций (показатель gfddei01 в GFDD), а также бинарная переменная кризиса с 1 в 1998, 2009, 2015 и 2020 годах. Эта модель в исходном виде не выявила значимого влияния показателей эффективности финансового сектора на темпы экономического роста. Поэтому к независимым переменным этой модели были добавлены показатели, характеризующие интенсивность процесса привлечения инвестиций на внутреннем финансовом рынке:

- соотношение годового объема привлечения инвестиций на рынке акций и национальной капитализации на конец того же года;

- соотношение объема долгосрочных инвестиций, привлеченных предприятиями через размещение акций, корпоративных облигаций, а также посредством банковских кредитов, и объема инвестиций в основной капитал;

- соотношение долгосрочных инвестиций, привлеченных предприятиями через размещение акций и корпоративных облигаций, и инвестиций в основной капитал.

Таким образом, была сформирована следующая регрессионная модель.

Было построено несколько спецификаций данной модели, из них со значимыми коэффициентами получилось только 4 уравнения, параметры которых приводятся в таблице 4.

Таблица 4

Параметры регрессионной зависимости динамики ВВП на душу населения от показателей эффективности финансового сектора, включая показатели привлечения инвестиций на финансовом рынке

	Уравнение 1	Уравнение 2	Уравнение 3	Уравнение 4
C	913.7	1018.1	716.8	752.1
D(BANK_NIM)	-406.1**	-387.9**	-45.9	-68.7
D(BANK_RE)	25.4		94.0	78.6
D(CRED_GOV)	-598.4	-543.8***	-489.7*	-490.8**
D(STOCK_M_TURNOVER)	14.0	10.0	17.9	
D(IPO_TO_CAP)	627.4	608.2	757.9	697.2
D(IPO_BONDS_DEBT_TO_INV)	-3.5			
D(IPO_BONDS_TO_INV)			-136.2*	-125.2*
CRISIS	-4 896.1***	-5047.0***	-3 162.9**	-3 068.0**
AR(1)	0.64*	0.6**	0.7**	0.6*
R ²	0.77	0.76	0.81	0.80
F-статистика	0.02***	0.00***	0.00***	0.00***
Временной период	2002 - 2020	2002 – 2020	2002-2020	2002 - 2020

Примечания

1 Обозначения: * - 10% уровень значимости; ** - 5% уровень значимости; *** - 1% уровень значимости. Уравнение 1 - все переменные с IPO_BONDS_DEBT_TO_INV; уравнение 2 - только значимые переменные с IPO_BONDS_DEBT_TO_INV; уравнение 3 - все переменные с IPO_BONDS_TO_INV; уравнение 4 - только значимые переменные с IPO_BONDS_TO_INV.

2 Расшифровка обозначений регрессоров: BANK_NIM - чистая банковская процентная маржа; BANK_RE - рентабельность банковского капитала; CRED_GOV – кредит организациям с государственным участием; STOCK_M_TURNOVER – оборачиваемость акций; IPO_TO_CAP – соотношение годового объема привлечения инвестиций на рынке акций и капитализации на конец того же года; IPO_BONDS_TO_INV – соотношение объема долгосрочных инвестиций, привлечен-

ных предприятиями через размещение акций, корпоративных облигаций, а также посредством привлечения банковских кредитов, и инвестиций в основной капитал; IPO_BONDS_DEBT_TO_INV - соотношение объема долгосрочных инвестиций, привлеченных предприятиями через размещение акций и корпоративных облигаций, и инвестиций в основной капитал; CRISIS – бинарная переменная кризиса в 1998, 2009, 2015 и 2020 годах; AR(1) – Авторегрессионный процесс первого порядка.

3 Составлено авторами.

Необходимо прокомментировать выбор вариантов спецификаций модели. В первых двух спецификациях модели были оставлены только либо IPO_BONDS_DEBT_TO_INV, либо IPO_BONDS_TO_INV, т.к. эти показатели идентичные и отличаются только на размер включаемого долга (была также проверена регрессия с обоими показателями – она оказалась незначимой). Формирование третьей и четвертой спецификаций производилось поочерёдным исключением из первой и второй спецификаций переменных с самыми незначимыми коэффициентами.

В уравнениях все переменные были продифференцированы. Для удаления гомоскедастичности остатков был использован метод преобразования Уайта с корректировкой количества степеней свободы. Все уравнения с 1 по 4 значимы на 1% уровне. При использовании переменной IPO_BONDS_DEBT_TO_INV отрицательно значимой на 5% уровне становится только переменная чистой банковской маржи. При использовании переменной IPO_BONDS_TO_INV отрицательно значимыми переменными на 10% уровне становятся кредит государственным организациям и соотношение объема долгосрочных инвестиций, привлеченных предприятиями через размещение акций, корпоративных облигаций, а также посредством банковских кредитов, и инвестиций в основной капитал. Вторая спецификация уравнения (без трех новых переменных) содержит две значимые переменные: чистая банковская маржа отрицательно значима на 5% уровне, а переменная кредита государственным организациям отрицательно значима на 1% уровне значимости. Относительно хорошие результаты показала четвертая спецификация уравнения с отрицательной значимостью кредита государственным организациям на 5% уровне и отрицательной значимостью соотношения финансирования через выпуск ценных бумаг (акций и корпоративных облигаций) к инвестициям в основной капитал на 10% уровне.

Нами также были проведены расчеты коэффициентов корреляции между переменными, в результате которых выяснилось, что переменная CRED_GOV имеет значительную отрицательную корреляцию с STOCK_M_TURNOVER и

IPO_BONDS_DEBT_TO_INV. Однако исключение переменной CRED_GOV не повысило качество регрессии.

Результаты построения модели с включением показателей привлечения инвестиций российскими предприятиями на финансовом рынке можно оценить как успешные с точки зрения статистики, но они очевидно неоднозначны с содержательной точки зрения.

Включение показателей привлечения инвестиций российскими предприятиями на финансовом рынке в регрессионную модель зависимости экономической динамики от показателей эффективности финансового сектора совершенно явно улучшает эту модель. Во-первых, в ней появляются значимые переменные, причем это не обязательно добавляемые переменные, но и часть из тех переменных, которые изначально были включены в модель, но значимого влияния не показывали. Во-вторых, включение новых переменных заметно повысило объясняемость модели (R-квадрат вырос с 0,52 – 0,56 в спецификациях изначальной модели до 0,76 – 0,81 в спецификациях итоговой модели). Следовательно, со статистической точки зрения действия были предприняты правильные, и статистически модель улучшилась, показав статистически значимые результаты.

Вместе с тем, в итоговой версии модели были получены содержательно неоднозначные результаты. Добавление в модель показателей привлечения инвестиций привело к выявлению значимого влияния на экономическую динамику у показателей чистой банковской маржи и кредитов предприятиям с государственным участием. Влияние этих показателей отрицательное, что соответствует консенсусным представлениям о характере влияния этих показателей. Но с другой стороны, сами показатели привлечения инвестиций на финансовом рынке показывают отрицательное влияние на экономический рост, что с точки зрения сложившихся представлений о влиянии инвестиций на экономический рост. Причем показывает это отрицательное влияние показатель привлечения инвестиций на рынке ценных бумаг, что устраняет возможную причину такого поведения показателя, связанную с неоптимальным кредитным поведением банков (что могло бы быть объяснено как общей спецификой банков предпочтения кредитования лично знакомых предпринимателей, так и маргинально высокой долей государства в российском банковском секторе).

Безусловно, стоит учитывать, что значимость показателя привлечения инвестиций на рынке ценных бумаг в данной модели невысока (она проявляется только на 10-процентном уровне значимости), но она проявляется в обеих спецификациях модели, в которых используется данная переменная. Поэтому полученный нелогичный результат стоит сопроводить формулировкой гипотез о возможных причинах получения такого результата.

Как нам представляется, можно сформулировать три гипотезы относительно причин отрицательного влияния показателя привлечения инвестиций на рынке ценных бумаг на экономический рост в России. При этом необходимо учитывать, что привлечение инвестиций на российском рынке ценных бумаг – это в основном привлечение инвестиций на рынке корпоративных облигаций (за 23 года наблюдений лишь 6 раз доля рынка корпоративных облигаций в совокупном объеме привлеченных предприятиями инвестиций на российском рынке ценных бумаг снижалась ниже уровня 98%). Первая гипотеза чисто статистическая – на качество связи может оказывать серьезное искажающее влияние экспоненциальный характер роста показателя объема роста инвестиций, привлеченных российскими предприятиями на рынке корпоративных облигаций, вплоть до 2016 года. Вторая гипотеза связана с растущей неэффективностью самого рынка корпоративных облигаций, заключающейся в росте доли нерыночных облигаций, цели эмиссии которых могут отличаться от экономически целесообразных мотивов. Третья гипотеза связана с тем обстоятельством, что все более значительную долю рынка корпоративных облигаций по мере его развития занимают предприятия с прямым или косвенным участием государства. Как показали результаты рассматриваемой модели, кредитование предприятий с государственным участием негативно влияет на экономический рост. Логично предположить, что и на рынке корпоративных облигаций рост доли предприятий с государственным участием ровно таким же образом влияет на экономический рост.

Однако для обоснования правомерности той или иной гипотезы нужны дополнительные исследования, которые выходят за рамки настоящей работы.

Глава 4. Рекомендации по разработке ключевых показателей эффективности (КПЭ) финансовых регуляторов

4.1. Подходы к построению системы КПЭ и факторы, предопределяющие их применение в системе стратегического планирования развития финансового сектора

Опираясь на результаты проведенных исследований, мы сформулировали 4 принципиальных подхода к построению системы целевых индикаторов. Эти подходы могут быть использованы при разработке различных документов стратегического планирования развития финансового сектора:

- 1) Подход, основанный на комплексной оценке качества выполнения финансовым сектором своих функций в народном хозяйстве.
- 2) Подход, основанный на комплексной оценке различных аспектов финансового развития.
- 3) Подход, основанный на оценке глобальной конкурентоспособности российского финансового сектора.
- 4) Подход, основанный на оценке качества финансового регулирования и надзора.

Методологически первый подход базируется на представлениях о социально-экономических функциях финансового сектора, сформулированных в работах последних 20 лет. На наш взгляд, при разработке документов стратегического планирования в Российской Федерации целесообразно ориентироваться на перечень этих функций, сформулированный в Докладе ЦСР 2017 года:

- трансформация сбережений в инвестиции, прежде всего в долгосрочные;
- трансформация (распределение, перераспределение и диверсификация) рисков;
- обеспечение эффективной аллокации ресурсов в рамках народного хозяйства, включая приумножение стоимости накопленного богатства и обеспечение финансовой безопасности граждан;
- обеспечение эффективного (справедливого) ценообразования на финансовые активы [39, с. 8].

Данный перечень основан на международных исследованиях, учитывающих особенности развивающихся рынков (в данном случае, кроме работы [41], следует выделить также более раннюю работу [42]). Более поздние варианты перечня функций финансовой системы, в том числе детально рассмотренное в настоящем аналитическом отчете совре-

менное описание основных функций финансового сектора [37], мы не используем, так как они ориентируются в основном на более высокий уровень развития финансовой системы.

Второй подход предполагает, что финансовое развитие является сложным многофакторным процессом. Поэтому для его оценки используется матрица характеристик финансовой системы размером 4х2 (по показателям глубины, доступности, эффективности и стабильности, отдельно рассчитываемым в отношении финансовых институтов и в отношении финансовых рынков), разработанная Всемирным банком.

Третий подход используется при составлении различных рейтингов финансового развития (включая рейтинги Международных финансовых центров) для оценки глобальной конкурентоспособности национальных финансовых систем. Подход более подробно описан в ряде работ, в том числе [18] и [26]. Данный подход может иметь ограниченное применение, он ориентирован в основном на стратегические документы, устанавливающие цели по международному позиционированию российского финансового сектора.

Четвертый подход разрабатывается, в том числе, для целей оценки качества финансового регулирования и надзора, при этом в центре внимания находится не столько финансовое развитие, а именно финансовое регулирование.

Следует также выделить 4 фактора, формируемых особенностями современной ситуации и требованиями документов более высокого уровня, которые должны предопределять применение вышеуказанных подходов к построению системы целевых индикаторов в процессе разработке Стратегии развития финансового рынка Российской Федерации:

- 1) Наличие перечня национальных целей, определенных в указе Президента Российской Федерации от 21 июля 2020 г. № 474 «О национальных целях развития Российской Федерации на период до 2030 года».
- 2) Требования Федерального закона от 28 июня 2014 г. № 172-ФЗ «О стратегическом планировании в Российской Федерации», в том числе к целевым индикаторам (далее – Закон № 172-ФЗ).
- 3) Переход к двухуровневой системе стратегических документов в области развития финансового сектора, включающей два стратегических документа: Стратегия развития финансового рынка (как документ более высокого иерархического уровня, аналог национальной финансовой стратегии, используемой в практике стратегического планирования многих стран), и Основные направления развития финансового рынка (как документ более оперативного характера, аналог стратегических планов финансовых регуляторов, используемых в других странах).

- 4) Наличие геополитической напряженности, формирующей значительные риски для финансового развития в Российской Федерации.

Прямо или косвенно финансовое развитие способно воздействовать на достижение всех национальных целей, но непосредственное влияние, которое может быть формализовано в целевых индикаторах, развитие финансового сектора оказывает в основном в отношении национальной цели «Достойный, эффективный труд и успешное предпринимательство», характеризующейся целевыми показателями, которые были перечислены в подпункте 2.1.4 настоящего препринта.

Большинство целевых индикаторов Стратегии развития финансового рынка и часть целевых индикаторов Основных направлений развития финансового рынка должны быть увязаны с этими показателями.

При установлении целевых индикаторов они должны соответствовать требованиям Закона № 172-ФЗ, по крайней мере, должны быть учтены три принципиальных момента:

- они должны позволять объективно оценить достижение целей того или иного документа стратегического планирования;
- соответствовать принципу измеряемости¹;
- должно соблюдаться соответствие целевых индикаторов сформулированным в стратегии целям².

4.2. Предлагаемый комплекс целевых индикаторов (КПЭ) Стратегии развития финансового сектора

Переход к двухуровневой системе стратегических документов в области развития финансового сектора полностью соответствует передовой международной практике и целям увязки финансового развития с социально-экономическим развитием, но вместе с тем накладывает дополнительные требования к целевым индикаторам. На наш взгляд, весь комплекс целевых индикаторов развития финансового сектора должен быть разделен на две группы показателей:

- 1) обобщающие целевые показатели, характеризующие наиболее общие цели финансового развития, и устанавливающие связь между развитием финансового сектора и целями социально-экономического развития (целями более высокого уровня), прежде всего, с национальными целями;
- 2) прочие целевые показатели, характеризующие достижение всех остальных целей и подцелей финансового развития (составляющих, в идеальной ситуации,

¹ Пункт 11 статьи 7 Закона № 172-ФЗ.

² Пункт 12 статьи 7 Закона № 172-ФЗ.

непротиворечивое дерево целей), а также, возможно, отдельных задач и даже наиболее важных мероприятий.

Первая группа целевых показателей (число которых не может быть большим) отражается в Стратегии развития финансового рынка, вторая группа целей – в Основных направлениях развития финансового рынка. При этом Стратегия может (в наших условиях - должна) содержать указание на ряд целевых показателей, включение которых в Основные направления должно быть обязательным.

Наличие геополитической напряженности, скорее всего, исключает возможность использования показателей, характеризующих глобальную конкурентоспособность национального финансового сектора, в качестве целевых индикаторов Стратегии развития финансового рынка. Вместе с тем, на наш взгляд, учет данного аспекта косвенным образом должен сохраняться в системе целевых показателей.

Учитывая все требования и ограничения, перечисленные выше, предлагается сформировать целевые индикаторы Стратегии развития финансового рынка, следуя в основном первому подходу из описанных в подпункте 4.1 настоящего препринта. Поэтому в качестве целевых индикаторов Стратегии развития финансового рынка предлагается использовать:

1) Показатель, характеризующий привлечение российскими предприятиями инвестиций на финансовых рынках.

2) Показатель, характеризующий роль финансовых рынков в повышении благосостояния населения.

3) Показатель, характеризующий участие финансового сектора в развитии малого и среднего предпринимательства (в том числе в создании новых рабочих мест в малых и средних предприятиях) – доля кредитов, предоставленных предприятиям малого и среднего бизнеса, в общем объеме кредитов, выданных российским предприятиям.

4) Показатель, характеризующий участие финансового сектора в совершенствовании структуры экономики (и, скорее всего, экспорта) в форме повышения доли производителей несырьевых неэнергетических товаров.

5) Индекс финансового развития России, рассчитываемый МВФ. Может рассматриваться как интегральный показатель финансового развития, учитывающий все аспекты финансового развития (т.е. реализовывать второй подход), а также, частично, как показатель глобальной конкурентоспособности российского финансового сектора.

6) Показатель качества финансового регулирования: соотношение прироста индекса финансового регулирования к приросту Индекса финансового развития. Данный индекс рассчитывается как среднее геометрическое приростов следующих индексов: Индекс прав

собственности (например, Heritage Foundation); Индекс силы защиты инвесторов (Strength of investor protection); Индекс уровня регулирования фондовых бирж (Regulation of securities exchanges).

7) Обобщающий показатель, характеризующий емкость финансового сектора в экономике России: сумма национальной капитализации, стоимости облигаций в обращении и банковских активов в % к ВВП.

Конкретный вид показателя, характеризующего привлечение российскими предприятиями инвестиций на финансовых рынках, может иметь быть одним из следующих, либо (применительно к Основным направлениям развития финансового рынка), включать все нижеследующие индикаторы:

- соотношение объема привлеченных предприятиями инвестиций на внутреннем рынке ценных бумаг (первичные рынки акций и корпоративных облигаций) и инвестиций в основной капитал (либо суммы инвестиций в основной капитал и долгосрочных финансовых вложений);

- соотношение объема привлеченных предприятиями долгосрочных инвестиций на внутреннем финансовом рынке (долгосрочные кредиты, а также на первичных рынках акций и облигаций) и инвестиций в основной капитал (либо суммы инвестиций в основной капитал и долгосрочных финансовых вложений).

Для корректности при оценке объема IPO/SPO необходимо учитывать только тот объем, который поступает в распоряжение компании-эмитента, без учета выручки продающих акционеров³.

Конкретный вид показателя, характеризующего роль финансовых рынков в повышении благосостояния населения, может иметь быть одним из следующих:

- доля ценных бумаг, страховых полисов и пенсионных прав в накопленном богатстве домохозяйств;

- доля всех финансовых активов в накопленном богатстве домохозяйств;

- доля чистых финансовых активов в чистом накопленном богатстве домохозяйств;

- доля суммы дивидендов и доходов по государственным и другим ценным бумагам в совокупном объеме доходов домашних хозяйств;

- доля всех доходов инвестиционного характера (дивидендов, доходов по государственным и другим ценным бумагам и доходов от предпринимательской деятельности) в совокупном объеме доходов домашних хозяйств.

³ Для получения такой информации потребуются ввести в отчетности об итогах размещения ценных бумаг соответствующую строку применительно к размещению акций. Примером в данном случае может являться китайское регулирование раскрытия информации об итогах размещения акций.

Конкретный вид показателя, характеризующего участие финансового сектора в совершенствовании структуры экономики (и экспорта) в форме повышения доли производителей несырьевых неэнергетических товаров, может иметь быть одним из следующих:

- доля производителей несырьевых неэнергетических товаров в общем объеме инвестиций, привлеченных российскими предприятиями на первичном рынке акций;
- доля производителей несырьевых неэнергетических товаров в общем объеме долгосрочных инвестиций, привлеченных российскими предприятиями на внутреннем финансовом рынке акций;
- доля производителей несырьевых неэнергетических товаров в стоимостной оценке национальной капитализации.

Если проанализировать предлагаемые показатели с точки зрения увязки целей финансового развития с национальными целями, реализацией тех или иных подходов к построению системы целевых индикаторов и учета требований Закона № 172-ФЗ, то получится следующая система характеристик (см. таблицу 5).

Таблица 5

Оценка предложенных КПЭ на предмет увязки целей финансового развития с национальными целями, реализацией тех или иных подходов к построению системы целевых индикаторов и учета требований Закона № 172-ФЗ

№ показателя	Связь с национальными целями	Реализуемые подходы	Учет требований Закона № 172-ФЗ
1	+	1	+
2	+	1	+
3	+	1	+
4	+	1	+
5		2, 3	+
6		4	+
7		2	+

Примечание - Составлено авторами.

Как представляется, предложенный комплекс показателей является наилучшей основой для формирования ключевых показателей эффективности (КПЭ) финансовых регуляторов в рамках документов стратегического планирования, определяющих цели, задачи и основные направления развития финансового сектора Российской Федерации.

Список использованных источников

1. Maimbo S. M., Melecky M. (2014). Financial sector policy in practice. Benchmarking financial sector strategies around the world. *World Bank Policy Research Working Paper*, No. 6746.
2. Gould D. M., Melecky M. (2017). Risks and returns: Managing financial trade-offs for inclusive growth in Europe and Central Asia. Wash.: World Bank.
3. Richard R. West (1975). On the Difference between Internal and External Market Efficiency. // *Financial Analysts Journal*. Vol. 31, No. 6 (Nov. - Dec.).
4. Fama, E. F. (1970) Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. // *The Journal of Finance*, vol. 25, # 2, pp. 383–417.
5. Ширяев А.Н (1998). Основы стохастической финансовой математики. Т. 1. Факты. Модели. - М: ФАЗИС. 512 с.
6. Bruce M. Collins and Frank J. Fabozzi (1991). A Methodology for Measuring Transaction Costs. // *Financial Analysts Journal*. Vol. 47, No. 2.
7. Thorsten Beck, Asli Demirgüç-Kunt and Ross Levine, (2000), "A New Database on Financial Development and Structure," *World Bank Economic Review* 14, 597-605.
8. Martin Cihak, Asli Dermiguc-Kunt, Erik Feyen, Ross Levine, «Benchmarking Financial Systems Around the World», Policy Research Working Paper No. 6175, World Bank, August 2012.
9. Martin Čihák, Asli Demirgüç-Kunt, Erik Feyen, Ross Levine. Financial Development in 205 Economies, 1960 to 2010. NBER Working Paper Series. Working Paper 18946. – NBER, April 2013. Режим доступа: <http://www.nber.org/papers/w18946>
10. Thorsten Beck and Henry Mooney (2021). Financial Development in the Caribbean / Moisés J. Schwartz Diether W. Beuermann, Editors. *Economic Institutions for a Resilient Caribbean*. Washington, Inter-American Development Bank.
11. Schoenmaker D., Schramade W. (2019). Investing for long-term value creation. // *Journal of Sustainable Finance & Investment*. Vol. 9, No. 4, pp. 356-377, DOI: 10.1080/20430795.2019.1625012
12. Donato Masciandaro and Federico Favaretto (2020). Populism, Group Thinking and Banking Policy. Bocconi Working Paper N 133. February 2020.
13. Doerr, Sebastian and Gissler, Stefan and Peydro, Jose-Luis and Voth, Hans-Joachim, From Finance to Fascism (November 3, 2020). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3146746> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3146746>

14. Robert J. Shiller (2003). From Efficient Markets Theory to Behavioral Finance. // Journal of Economic Perspectives. Volume 17, Number 1. Pages 83–104.
15. Barberis N. and Thaler R. (2003). A Survey of Behavioral Finance. / G.Constantinides, M.Harris and R. Stulz (eds). Handbook of the Economics of Finance, 1(2). - Amsterdam: Elsevier Publishers.
16. Lo, A. Reconciling Efficient Markets with Behavioral Finance: The Adaptive Markets Hypothesis. Journal of Investment Consulting, 2005, vol. 7, no. 2, pp. 21-44.
17. James Dow and Gary Gorton (1997). Stock Market Efficiency and Economic Efficiency: Is There a Connection? // The Journal of Finance, Vol. 52, No. 3, pp. 1087-1129.
18. Данилов Ю.А. (2017). Эффективность финансового рынка России: выполнение социально-экономических функций и глобальная конкурентоспособность. - М.: Издательский дом «Дело» РАНХиГС (Научные доклады: экономика).
19. Goldsmith R. (1955). Financial structure and economic growth in advanced countries: An experiment in comparative financial morphology. In: Capital formation and economic growth. Princeton University Press, pp. 112–167. <http://www.nber.org/books/univ55-2>
20. Данилов Ю.А. Современное состояние глобальной научной дискуссии в области финансового развития. // Вопросы экономики. — 2019. — № 3. Стр. 29-47.
21. Дорошенко М.Е., Дубинин С.К., Лолейт А.С. Рыночно-ориентированные и банк-ориентированные финансовые системы: посткризисные соотношения в России и в мире. // Экономическая политика. 2019. Т. 14. № 5. С. 100–123. DOI: 10.18288/1994-5124-2019-5-100-123.
22. Данилов Ю.А., Пивоваров Д.А. Финансовая структура в России: выводы для государственной политики // Вопросы экономики. 2018. № 3. С. 30 – 47.
23. Данилов Ю.А., Подлесная А.В. Финансовая структура и ее влияние на стабильность экономического роста и инвестиций. // Экономическое развитие России. 2020. Т. 27, № 8. С. 40 – 49.
24. Levine, Ross. Bank-based or market-based financial systems: which is better? // Journal of Financial Intermediation. 2002. Vol. 11. No. 4. Pp. 398-428.
25. Demirgüç-Kunt, Asli, Erik Feyen, Ross Levine. The Evolving Importance of Banks and Securities Markets // Policy Research Working Paper. WPS5805. The World Bank, 2011.
26. Данилов Ю.А. Оценка места Российской Федерации на глобальном финансовом рынке. // Вопросы экономики. 2016. № 11, с. 100-116. Режим доступа: <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2016-11-100-116>.

27. Абрамов А.Е. А. Д. Радыгин, М. И. Чернова. Российский фондовый рынок: тенденции, вызовы, ориентиры развития. // Вопросы экономики. 2021, № 11, с. 5 – 32. Режим доступа: <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2021-11-5-32>.
28. Levine R., Zervos S. Stock Market, Banks, and Economic Growth. // The American Economic Review. 1998. Vol. 88. P. 537 – 558.
29. Grishchenko, Olesya V. and Litov, Lubomir P. and Mei, Jianping, Measuring Private Information Trading in Emerging Markets (April 2002). NYU Department of Finance Working Paper; EFA 2002 Berlin Meetings Presented Paper, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=301098> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.301098>
30. НАУФОР. Российский фондовый рынок и создание международного финансового центра. Идеальная модель фондового рынка России на долгосрочную перспективу (до 2020 года). – М., НАУФОР, 2008.
31. Авдашева С.Б., Данилов Ю.А., Кокорев Р.А., Ленская Е.В., Плахотная Д.Г., Руденский П.О., Трухачев С.В., Шаститко А.Е. Конкуренция на рынках небанковских финансовых услуг. - М., ТЕИС, 2002.
32. Текущее состояние фондового рынка России и основные направления его развития. Доклад НАУФОР. - М., НАУФОР, 2021.
33. Iftekhar Hasan, Roman Horvath, and Jan Mares (2018). What Type of Finance Matters for Growth? Bayesian Model Averaging Evidence // The World Bank Economic Review, Vol. 32, No. 2, Pp. 383–409. doi: 10.1093/wber/lhw029
34. Ayadi R., Arbak E., Naceur S.B., De Groen W.P. (2015) Financial Development, Bank Efficiency, and Economic Growth Across the Mediterranean. In: Ayadi R., Dabrowski M., De Wulf L. (eds) Economic and Social Development of the Southern and Eastern Mediterranean Countries. Springer, Cham. Available at: https://doi.org/10.1007/978-3-319-11122-3_14.
35. Veton Zeqiraj, Shawkat Hammoudeh, Omer Iskenderoglu & Aviral Kumar Tiwari (2020). Banking sector performance and economic growth: evidence from Southeast European countries. // Post-Communist Economies, Vol. 32. No. 2, Pp. 267-284. DOI: 10.1080/14631377.2019.1640988.
36. Najia Saqib (2013). Impact of Development and Efficiency of Financial Sector on Economic Growth: Empirical Evidence from Developing Countries. // SSRN Electronic Journal 3(3):1-15. DOI: 10.2139/ssrn.3288737
37. Ross Levine. Finance, Growth, and Inequality. IMF Working Paper # WP/21/164 - International Monetary Fund, 2021
38. Столбов М.И. (2008). Финансовый рынок и экономический рост: контуры проблемы. – М.: Научная книга.

39. Данилов Ю. А., Абрамов А. Е., Буклемишев О. В. Реформа финансовых рынков и небанковского финансового сектора. М.: ЦСР — РАНХиГС, 2017.
40. Данилов Ю.А., Пивоваров Д.А., Давыдов И.С. Исследование детерминант финансового развития в Российской Федерации. Препринт. - М., РАНХиГС, 2020. Режим доступа: <https://ssrn.com/abstract=3650023>.
41. Ross Levine (1997). Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda // Journal of Economic Literature, Vol. 35, No. 2 (Jun., 1997), pp. 688-726.
42. Joseph E. Stiglitz (1993). Financial Systems for Eastern Europe's Emerging Democracies. Occasional papers (International Center for Economic Growth). No. 38. - San Francisco: An International Center for Economic Growth publication.

В СЕРИИ ПРЕПРИНТОВ
РАНХиГС РАССМАТРИВАЮТСЯ
ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ
И ПРАКТИЧЕСКИЕ ПОДХОДЫ
К СОЗДАНИЮ, АКТИВНОМУ
ИСПОЛЬЗОВАНИЮ
ВОЗМОЖНОСТЕЙ
ИННОВАЦИЙ В РАЗЛИЧНЫХ
СФЕРАХ ЭКОНОМИКИ
КАК КЛЮЧЕВОГО УСЛОВИЯ
ЭФФЕКТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ



РАНХиГС

РОССИЙСКАЯ АКАДЕМИЯ НАРОДНОГО ХОЗЯЙСТВА
И ГОСУДАРСТВЕННОЙ СЛУЖБЫ
ПРИ ПРЕЗИДЕНТЕ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ