

Надежда А. Львова
**КОНЦЕПЦИЯ СРАВНИТЕЛЬНОЙ ОЦЕНКИ
ФИНАНСОВЫХ СИСТЕМ**

В статье рассмотрены концептуальные основы международных финансовых сравнений. Показано, что комплексный подход к оценке финансовых систем, ориентированный на качественную характеристику институционального климата, позволяет весьма свободно манипулировать результатами. Подчеркиваются преимущества количественного подхода, апеллирующего к статистическим сведениям о функционировании финансовых рынков и финансовых институтов.

Ключевые слова: национальные финансовые системы; финансовое развитие; финансовые рынки; количественный подход.

Рис. 2. Табл. 3. Лит. 22.

Надія О. Львова
**КОНЦЕПЦІЯ ПОРІВНЯЛЬНОГО ОЦІНЮВАННЯ
ФІНАНСОВИХ СИСТЕМ**

У статті розглянуто концептуальні основи міжнародних фінансових порівнянь. Показано, що комплексний підхід до оцінювання фінансових систем, орієнтований на якісну характеристику інституційного клімату, допускає досить вільне маніпулювання результатами. Підкреслено переваги кількісного підходу, що звертається до статистичних даних щодо функціонування фінансових ринків та фінансових інститутів.

Ключові слова: національні фінансові системи; фінансовий розвиток; фінансові ринки; кількісний підхід.

Nadezhda A. Lvova¹
**THE CONCEPT OF FINANCIAL SYSTEMS'
COMPARATIVE EVALUATION**

The article considers the conceptual basis of international financial comparisons. It demonstrates that the comprehensive approach to financial systems' evaluation, largely focused on qualitative features of institutional climate, allows manipulating the results quite freely. The emphasis is made on the advantages of the quantitative approach, which appeals to statistical information on financial markets and financial institutions.

Keywords: national financial systems; financial development; financial markets; quantitative approach.

Постановка проблемы. Мировые социально-экономические катаклизмы неизбежно меняют взгляд на функционирование финансовых систем. Усиливаются опасения, касающиеся деструктивной роли финансовых механизмов в общественном развитии. Впрочем, демонизация финансовой индустрии в средствах массовой информации сопровождается достаточно сдержанной риторикой по этому вопросу в научной литературе. Эффективность финансовой системы продолжает рассматриваться как один из ключевых драйверов устойчивого экономического роста и национального благосостояния. В этой связи все большую актуальность приобретают методы и модели сравнительной оценки финансовых систем.

Анализ последних исследований и публикаций. Существенные результаты по данному направлению представлены в научных исследованиях, которые

¹ Saint Petersburg State University, Russia.

проводятся под эгидой международных проектов «Финансовое развитие» (Всемирный экономический форум) и «Глобальное финансовое развитие» (Всемирный банк). В этом отношении, прежде всего, следует отметить программные статьи «Индекс финансового развития: к оценке финансовых систем мира» [19] и «Ведущие финансовые системы мира» [15]. Международные финансовые сравнения представлены в работах многих авторов [4; 8; 10; 12; 13]. Вместе с тем, методология сравнительной оценки финансовых систем, как правило, остается за рамками научного дискурса.

Цель исследования заключается в обосновании концепции сравнительной оценки финансовых систем с учетом следующих ключевых вопросов: 1) какие представления о сущности, институциональной структуре и типах финансовых систем лежат в основе международных сравнений; 2) каковы принципы и критерии сравнительной оценки финансовых систем; 3) в чем заключаются особенности применения и перспективы развития соответствующих методик?

Основные результаты исследования. Выбор методических подходов к сравнительной оценке финансовых систем, очевидно, является нетривиальной задачей, решение которой во многом зависит от характера исследования, доступных источников информации, субъективных факторов и пр. Существенное значение имеет концепция сравнительной оценки, определяющая особенности применяемой методики, в т.ч. базовые допущения. К числу наиболее важных аспектов международных финансовых сравнений, с нашей точки зрения, необходимо отнести следующие:

– *Объект оценки:* следует ли рассматривать финансовую систему в широком смысле, оценивая состояние финансов по всем экономическим субъектам, или сосредоточить внимание на функционировании финансовых механизмов?

– *Типология финансовых систем в целях оценки:* необходимо ли учитывать специфику отдельных типов финансовых систем, и какая типология в этом отношении наилучшим образом соответствует специфике международных сравнений?

– *Характер применяемых показателей:* должна ли соответствующая методика ограничиваться количественными параметрами функционирования финансовых систем или необходимо учитывать их качественные характеристики?

– *Представление результатов оценки:* следует ли ориентироваться на агрегированные показатели финансового развития или проводить международные сравнения по отдельным показателям?

Ответы на эти вопросы неоднозначны. В частности, термин «финансовая система» используется в разных смыслах, все многообразие которых можно подразделить на две основные группы²:

1) Финансовая система может определяться в широком смысле с учетом всех субъектов финансовых отношений. Таким подходом, в частности, руководствуется Международный Валютный Фонд, определяя финансовую систе-

² В некоторых источниках выделяют и третий подход, восходящий к классической традиции, когда приоритетным значением в финансовой системе наделяется сфера публичных финансов [3].

му как совокупность «институциональных единиц и рынков, которые взаимодействуют между собой, обычно сложным образом, в целях привлечения средств для инвестиций и обеспечения работы механизмов финансирования коммерческой деятельности, в том числе платежных систем» [7].

2) Альтернативный подход предполагает, что содержание финансовой системы сводится к финансовым механизмам и поддерживающей инфраструктуре. Например, в отчетах Всемирного банка финансовая система рассматривается как «система, включающая а) финансовые институты (банки, страховые компании и другие небанковские финансовые институты); б) финансовые рынки (рынки акций, облигаций и производных финансовых инструментов); в) финансовую инфраструктуру (в том числе, например, систему обмена кредитной информацией, платежно-расчетную систему)» [22].

Для сравнительной оценки наиболее уместен второй подход, корреспондирующий с традиционной типологией финансовых систем. Впрочем, и в этом случае объект оценки вызывает значимые разногласия. Причем, если по вопросу финансовых рынков и финансовых институтов достигнут относительный компромисс, границы поддерживающей инфраструктуры однозначно не определены. Последняя, как было указано выше, обычно понимается как «финансовая инфраструктура» или «инфраструктура финансового рынка», т.е. «совокупность организаций, обеспечивающих клиринг, расчеты или учет платежей, ценных бумаг, производных финансовых инструментов (включая контракты на товары)» [1]. Перечень инфраструктурных единиц может быть, с нашей точки зрения, дополнен как минимум институтами финансовой информации [9]. В наиболее широком смысле речь идет о базовых условиях функционирования финансовой системы, требуя оценки качества институционального климата по таким основным направлениям, как законодательство, правоприменение, культура корпоративного управления, человеческий капитал и пр.

Немаловажный вопрос, касающийся международных финансовых сравнений, связан с типологией финансовых систем. В литературе финансовые системы, ориентированные на фондовые рынки, традиционно противопоставляются финансовым системам, ориентированным на банки. Явные различия между данными типами проявляются как в архитектуре финансовых рынков и институтов, так и в относительной значимости финансовых механизмов в экономике. К наиболее дискуссионным вопросам международных финансовых сравнений в данном случае относятся преимущества в отношении долгосрочного экономического роста. Однако эмпирически доказано, что ни тот, ни другой тип соответствующих абсолютных преимуществ не обеспечивает [17]. Объяснение данного обстоятельства предлагается в рамках концепции общего уровня финансовых услуг, подчеркивающей определяющее значение эффективного функционирования национальной финансовой системы *в целом*, вне зависимости от преобладающей роли тех или иных финансовых механизмов [11]. Таким образом, с нашей точки зрения, приоритетное внимание в международных финансовых сравнениях следует уделять *уровню финансового развития*. В частности, различают развитые и развиваю-

щиеся финансовые системы, между которыми наблюдаются существенные качественные и количественные различия.

Развитые системы в среднем опережают развивающиеся по уровню финансовой глубины, обеспечивают более высокий уровень финансового проникновения, более разнообразный перечень финансовых услуг, характеризуются более качественной инфраструктурой и пр. Отдельного внимания в этой связи заслуживают формирующиеся финансовые системы (или системы с формирующимися финансовыми рынками), которые по отдельным параметрам достаточно успешно выдерживают конкуренцию с развитыми. Отметим, однако, что содержание терминов «формирующиеся финансовые системы» и «формирующиеся финансовые рынки» понимается неоднозначно. В некоторых случаях они отождествляются с любыми недостаточно развитыми³, но в целях международных финансовых сравнений такая трактовка представляется непродуктивной. Примечательно, что профессиональное сообщество, как правило, рассматривает формирующиеся финансовые рынки как особую группу, занимающую промежуточное положение между развитыми и неразвитыми рынками. В частности, именно с таких позиций проводится классификация стран в целях формирования глобальных индексов акций FTSE и S&P Dow Jones⁴ (табл. 1).

Таблица 1. Страны с развитыми и с формирующимися финансовыми рынками*

Источник классификации	Страны с развитыми финансовыми рынками	Страны с формирующимися финансовыми рынками	
S&P Dow Jones Indices	Австралия, Австрия, Бельгия, Великобритания, Германия, Гонконг, Греция, Дания, Израиль, Ирландия, Испания, Италия, Канада, Люксембург, Нидерланды, Новая Зеландия, Норвегия, Португалия, Сингапур, США, Финляндия, Франция, Швейцария, Швеция, Южная Корея, Япония.	Бразилия, Венгрия, Греция, Египет, Индия, Индонезия, Катар, Китай, Колумбия, Малайзия, Мексика, Марокко, ОАЭ, Перу, Польша, Российская Федерация, Тайвань, Таиланд, Турция, Филиппины, Чехия, Чили, ЮАР.	
FTSE Group		Страны с более развитыми формирующимися рынками	Страны с менее развитыми формирующимися рынками
		Бразилия, Венгрия, Малайзия, Мексика, Польша, Тайвань, Таиланд, Турция, Чехия, ЮАР.	Египет, Индия, Индонезия, Китай, Колумбия, ОАЭ, Российская Федерация, Пакистан, Перу, Филиппины, Чили.

* составлено по [14; 16].

Классификация стран по уровню финансового развития, с нашей точки зрения, весьма полезна при выборе критериев сравнительной оценки. Например, анализ стран БРИК уместно проводить, прежде всего, в контексте специфики функционирования формирующихся финансовых систем. Что

³ О проблеме терминологической неоднозначности в отношении понятия «формирующийся рынок» см. подробнее [5].

⁴ Речь идет о «FTSE Global Equity Index Series» и «S&P Global BMI (Total Stock Market Index)» соответственно.

касается методики международных финансовых сравнений, в т.ч. в отношении используемых показателей и представления полученных результатов, основные возможные подходы можно представить следующим (матричным) способом (табл. 2).

Таблица 2. Методические подходы к сравнительной оценке финансовых систем, авторская разработка

Состав показателей оценки финансовых систем Порядок сравнительной оценки финансовых систем	Качественные и количественные показатели функционирования финансовых систем, включая характеристику институционального климата	Количественные (статистические) показатели функционирования финансовых рынков и финансовых институтов
Сравнительный анализ финансовых систем проводится на основе агрегированных показателей финансового развития	Комплексная оценка на основе обобщающего показателя	Количественная оценка на основе обобщающего показателя
Сравнительный анализ финансовых систем проводится по отдельным ключевым показателям	Комплексная оценка по системе показателей	Количественная оценка по системе показателей

Проанализируем примеры применения комплексного и количественного подхода к сравнительной оценке финансовых систем. В первом случае рассмотрим методики Всемирного экономического форума (ВЭФ). В отчетах ВЭФ по финансовому развитию оценка финансовой системы определяется 7 равнозначными факторами, составляющим три группы: политика и институты, финансовое посредничество и доступность капитала. Каждый из факторов, в свою очередь, характеризуется набором качественных и (или) количественных показателей, которые приводятся в сопоставимый вид по семи-балльной шкале, взвешиваются и формируют обобщающий индекс финансового развития [18].

С позиции ВЭФ, институциональные условия функционирования финансовых систем имеют не менее высокое значение, чем показатели финансовой глубины, доступности финансовых ресурсов и пр. Данные условия оцениваются по двум направлениям: «институциональный климат», характеризуемый уровнем либерализации финансового сектора, корпоративного управления, нормативно-правового обеспечения и контрактной дисциплины, а также «бизнес-климат», определяемый качеством национального человеческого капитала, эффективностью налоговой системы, состоянием физической инфраструктуры и стоимостью ведения бизнеса.

Рассмотрим результаты сравнительной оценки финансовых систем стран БРИК, представленные в отчетах ВЭФ. Судя по индексу финансового развития, положение российской финансовой системы в 2012 г. в целом сопоставимо с положением других стран выборки: по данному показателю РФ занимает 39-ое место в мире, тогда как Бразилия, Индия и Китай – 32-ое, 40-ое и 23-ье места соответственно. Россия лидирует по качеству бизнес-климата, уступая

по некоторым другим параметрам [2], в т.ч. по уровню корпоративного управления и нормативно-правового обеспечения (рис. 1).

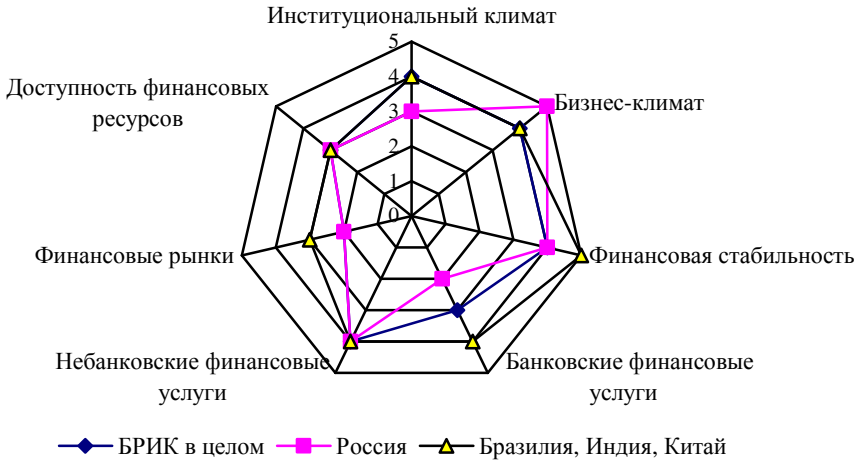


Рис. 1. Декомпозиция индексов финансового развития стран БРИК (2012 г.), построено по данным [20]

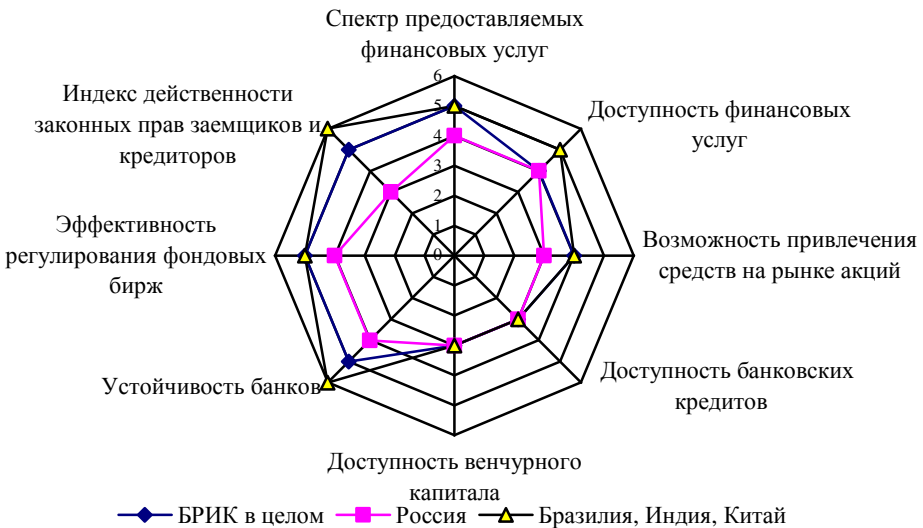


Рис. 2. Декомпозиция индексов конкурентоспособности финансовых систем⁵ стран БРИК (2013–2014 г.), построено по данным [21]

Если обратиться к результатам оценки финансовых систем в отчетах о глобальной конкурентоспособности, в следующем году ситуация кардинально меняется: российской финансовой системе присваивается 121-ое место, бразильской – 50-ое, индийской – 19-ое, а китайской – 54-ое. Необходимо

⁵ В отчетах о глобальной конкурентоспособности в отношении данного индикатора применяется термин «финансовый рынок». Однако, как следует из состава показателей, речь идет о финансовой системе в целом.

признать, что в анализируемый период изменение финансовой конъюнктуры не было столь существенным. Подобная динамика обеспечена преимущественно особенностями самой методики. Оценка в данном случае формируется по тому же принципу, что и в отчетах о финансовом развитии: используется индексный показатель, представляющий средневзвешенное значение индикаторов, нормированных по семибалльной шкале. Вместе с тем, состав используемых индикаторов отличается: сильные стороны России, касающиеся бизнес-климата, исключены из оценки, тогда как вес «нежелательных» факторов, включая индекс действенности законных прав кредиторов и заемщиков, увеличивается (рис. 2).

Сложно не согласиться с тем, что институты имеют значение. Однако при выборе соответствующих индикаторов сложно провести четкую грань между более и менее существенными факторами. В то же время состав показателей может оказать значимое влияние на полученный результат. Причем комплексные методики, включающие широкий спектр индикаторов, предоставляют наиболее удобные возможности для манипулирования итоговыми оценками⁶. Поэтому, с нашей точки зрения, предпочтение следует отдавать количественным и, прежде всего, статистическим показателям, характеризующим состояние ключевых элементов финансовой системы – финансовых рынков и финансовых институтов.

Данная логика прослеживается в отчетах Всемирного банка (ВБ) о глобальном финансовом развитии. Сравнительная оценка финансовых систем проводится по двум направлениям: финансовые рынки и финансовые институты, которые детализируются в 4 измерениях: финансовая глубина, доступность, эффективность, стабильность. Методика ВБ не предполагает построение обобщающего показателя. Сравнительные оценки основаны на ключевых статистических характеристиках финансового сектора (табл. 3).

Таблица 3. Матрица ключевых характеристик финансовых систем*

	Финансовые институты	Финансовые рынки
Глубина	Банковские кредиты нефинансовым компаниям к ВВП	Капитализация рынка акций и корпоративных долговых ценных бумаг национальных эмитентов к ВВП
Доступность	Доля взрослого населения, располагающего счетами в финансовых институтах	Доля капитализации компаний, не являющихся 10 крупнейшими
Эффективность	Кредитно-депозитный спрэд	Объем сделок к капитализации рынка акций
Стабильность	Средневзвешенный Z-счет для коммерческих банков	Волатильность цен финансовых активов

* составлено по [15; 22].

⁶ Противопоставление интегрального и простого (комплексного и количественного соответственно – прим. автора) подходов применительно к оценке отдельных характеристик финансовой системы (банковской стабильности) приводится в [6] (в частности, отмечается, что в отношении соответствующих интегральных оценок возникает множество вопросов, касающихся выбора базовых показателей, порядка их согласования в агрегированном показателе, статистической достоверности полученных результатов).

Следует отметить, что значения статистических показателей в отчетах ВБ нормируются по единой (стобальной) шкале. Таким образом, обеспечивается возможность сформировать индекс финансового развития, который, как представляется, не менее востребован в международных финансовых сравнениях, чем отдельные стороны оценки.

Выводы. Методология сравнительной оценки финансовых систем апеллирует к функционированию финансового сектора и, прежде всего, финансовых рынков и финансовых институтов. Ключевое значение в международных финансовых сравнениях приобретает оценка уровня финансового развития, тогда как типология финансовых систем по критерию преобладающих финансовых механизмов не является определяющей.

Все многообразие методических подходов к сравнительной оценке финансовых систем в целом сводится к четырем основным способам. Во-первых, соответствующая методика может быть комплексной или количественной, ориентированной на статистические характеристики финансовой глубины, эффективности, стабильности и пр. Во-вторых, результат оценки может быть представлен системой показателей или агрегированным показателем (индексом финансового развития).

Комплексный подход к международным финансовым сравнениям предполагает оценку базовых условий функционирования финансовых систем, что, как правило, требует анализа качества институционального климата и обеспечивает широкие возможности для манипуляции. Поэтому, с нашей точки зрения, наиболее перспективные направления дальнейших исследований по данной проблематике должны быть связаны с развитием количественных методов сравнения финансовых систем, в т.ч. с обоснованием индекса финансового развития на основе статистических характеристик финансового сектора.

1. Грицаюк О.Ю., Пряжников Ю.А. Инфраструктура финансового рынка // Деньги и кредит.— 2013.— №12.— С. 66—68.
2. Дарушин И.А., Львова Н.А. Российские эмитенты: вызовы формирующегося рынка // Финансы и кредит.— 2014.— №10.— С. 42—50.
3. Ермолаев Е.А., Завьялов Ю.С. Теоретические аспекты определения понятия «финансовая система» // Деньги и кредит.— 2014.— №7.— С. 63—72.
4. Иванов В. Функционирование финансовых рынков: организационно-правовые аспекты // Проблемы теории и практики управления.— 2014.— №6.— С. 73—79.
5. Квинт В. Глобальный формирующийся рынок — влияние на стратегию России и стратегическое развитие российских компаний // Эффективное антикризисное управление.— 2012.— №3.— С. 50—61.
6. Погореленко Н.П. Розкриття стабільності банківської системи через множинну оцінок її функціонування // Междунар. науч.-практ. конференция «Научный диспут: вопросы экономики и финансов». — К.; Прага; Вена, 2015 // www.inter-nauka.com.
7. Показатели финансовой устойчивости. Руководство по составлению. — Вашингтон: Международный Валютный Фонд, 2007. — 312 с.
8. Рубцов Б.Б. Глобальные финансовые рынки: масштабы, структура, регулирование // Век глобализации.— 2011.— №2.— С. 73—98.
9. Соколов Б.И. Институты финансовой информации // Финансы и кредит.— 2013.— №31.— С. 2—16.
10. Столбов М.И. Финансовый рынок и экономический рост: контуры проблемы. — М.: Научная книга, 2008. — 201 с.

11. Финансовые институты и экономическое развитие / Отв. ред. Д.В. Смыслов. – М.: ИМЭМО РАН, 2006. – 196 с.
12. Финансовые стратегии модернизации экономики: мировая практика / Под ред. Я.М. Миркина. – М.: Магистр, 2014. – 496 с.
13. Шевченко Л.М. Комплексная оценка устойчивости национальной финансовой системы // Финансовая аналитика: проблемы и решения.– 2013.– №45. – С. 23–31.
14. Annual Country Classification Review. S&P Dow Jones Indices. McGraw Hill Financial. August 2015. 22 p.
15. Cihak, M., Demirgüç-Kunt, A., Feyen, E., Levine, R. (2012). Benchmarking Financial Systems around the World. The World Bank Financial and Private Sector Development Vice Presidency & Development Economics Vice Presidency. Policy Research Working Paper 6175. 56 p.
16. FTSE Annual Country Classification Review. FTSE. September 2015. 3 p.
17. Gambacorta, L., Yang, J., Tsatsaronis, K. (2014). Financial Structure and Growth. BIS Quarterly Review. 35 p.
18. Reuttner, I., Glass, T. (2012). The Financial Development Index 2012: Stalled Recovery – In Search of Growth. In: The Financial Development Report 2012 (pp. 3–38). Geneva, NY: World Economic Forum.
19. Roubini, N., Bilodeau, J. (2009). The Financial Development Index: Assessing the World's Financial Systems. In: The Financial Development Report 2009 (pp. 3–25). Geneva, NY: World Economic Forum.
20. The Financial Development Report 2012. Geneva, NY: World Economic Forum. 405 p.
21. The Global Competitiveness Report 2013–2014: Full Data Edition. Geneva, NY: World Economic Forum. 551 p.
22. The Global Financial Development Report 2015. Long-Term Finance. Washington: The World Bank, 2015. 189 p.

Стаття надійшла до редакції 26.10.2015.