

# Оценка роли финансового рынка в развитии реального сектора экономики России

К.Е. Мануйлов

*Статья посвящена анализу современного состояния, тенденций развития и основных показателей финансового рынка России, характеризующих его воздействие на реальный сектор экономики. Особое внимание уделено методу количественной оценки макроэкономической эффективности финансового рынка как источника ресурсов для реального сектора экономики.*

**П**роблема влияния финансового рынка на реальный сектор экономики была достаточно актуальна и до проявившихся в последние годы кризисных явлений, а в современных условиях ее актуальность только возросла. Исторически финансовый рынок возник именно как механизм финансирования реального сектора экономики и перераспределения ресурсов в его пользу. Однако к настоящему времени его роль значительно изменилась. Феномен отрыва финансового рынка от реальной экономики и формирования так называемого фиктивного капитала был замечен еще К. Марксом, хотя и касался скорее рынка ценных бумаг, чем других сегментов финансового рынка. В XX–XXI вв. в условиях глобализации и стремительного развития финансового сектора проблема макроэкономической эффективности финансового рынка отошла на второй план. В развитых странах, длительное время вовлеченных в процесс международного движения капитала, эта тенденция в целом была оправданна. Однако современный финансовый кризис в значительной степени заставил пересмотреть прежние подходы к развитию экономики, в том числе и к модели деиндустриализации с ориентацией исключительно на финансовый рынок. Для стран с переходной экономикой развитие финансового рынка определяется именно тем, в какой степени он является источником средств для

предприятий реального сектора. Таким образом, именно анализ финансового рынка с точки зрения выполнения им перераспределительной функции представляется наиболее актуальным.

В сегодняшних условиях привлечение заемных средств является неотъемлемой частью финансирования деятельности реального сектора экономики. При невысокой по сравнению с финансовым сектором рентабельности и больших сроках окупаемости быстрое обновление производственных мощностей, необходимое в условиях стремительного технологического развития, только за счет собственных средств весьма затруднительно. Хотя современный финансовый кризис выявил и негативные стороны зависимости предприятий от финансового рынка, кризисные явления на котором распространились и в реальный сектор, необходимо признать, что, несмотря на подобные риски, в сложившейся экономической ситуации фирмы, активно прибегающие к использованию заемных ресурсов, оказываются в более выгодном положении, чем их конкуренты.

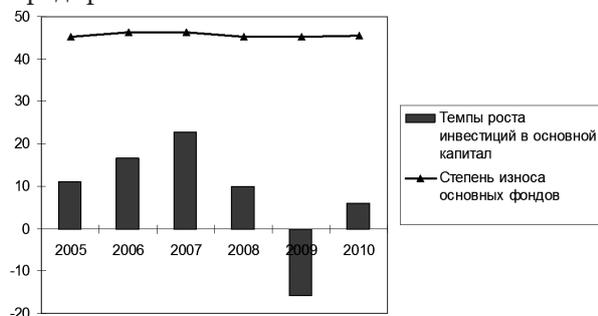
Применительно к российской экономике актуальность проблемы подкрепляется еще и тем, что в условиях растущего финансового сектора большая часть отраслей, особенно обрабатывающей промышленности, демонстрирует весьма скромные показатели, формируя, таким образом, не слишком сбалансированную

**Мануйлов Константин Евгеньевич** – аспирант кафедры международных финансов МГИМО(У) МИД РФ.  
E-mail: manu@rambler.ru

отраслевую структуру экономики. Несмотря на попытки внедрения ряда государственных концепций, посвященных направлениям долгосрочного социально-экономического развития России и необходимости перехода от сырьевой модели экономики к другим моделям, заметных изменений в структуре экономики не наблюдается. При анализе современного состояния и динамики развития предприятий реального сектора нельзя не заметить весьма существенные межотраслевые различия.

Показательно, что данные об индексе промышленного производства, позволяющем оценить динамику масштабов выпуска продукции в натуральном вещественном выражении в отличие от стоимостного объема выпуска продукции, публикуются в том числе и в сравнении с объемами выпуска 1991 г., который вряд ли можно назвать самым успешным для производственного сектора экономики России. Тем более показательным является тот факт, что лишь несколько отраслей и только в 2005–2007 гг. превзошли объемы выпуска в базисном году, а средние значения по отраслям обрабатывающей промышленности достигли максимальных 85% только к 2008 г., после чего произошло их снижение<sup>1</sup>.

Кроме того, затрагивая вопрос инвестиций в наращивание и обновление основных фондов, отметим достаточно высокий уровень их износа, который существенно не изменялся, несмотря на растущие темпы инвестиций в докризисный период, что свидетельствует о недостатке доступных долгосрочных ресурсов предприятий.



**Рис. 1. Динамика инвестиций в основной капитал и степень износа основных фондов**

Источник: Построено по данным «Россия в цифрах. 2011»: Крат.стат.сб./Росстат – М., Р76 2011. – 581 с.

В этой связи анализ роли финансового рынка и его эффективности в части предоставления средств отраслям реального сектора экономики позволил бы выявить степень его влияния и причины того или иного характера его воздействия на предприятия. Подходы к самому понятию «финансовый рынок» весьма разнообразны и основываются на различных аспектах его функционирования. В контексте проблем, рассматриваемых в данной статье, логично ориентироваться на определения, связанные прежде всего с перераспределительной ролью финансового рынка. Такой подход по-

пулярен среди отечественных и зарубежных авторов. Так, по мнению Ф. Мишкина, финансовый рынок – это «рынок, на котором происходит перекачка средств от тех людей, у которых наблюдается избыток средств, к тем, у кого их не хватает»<sup>2</sup>, М. Ю. Алексеев полагает, что это «рынок, обеспечивающий распределение денежных средств между участниками экономических отношений»<sup>3</sup>. Определение, которое приводит Эдвин Дж. Долан, сформулировано так: «Финансовые рынки – рыночные институты, являющиеся каналами для потока денежных средств от тех, кто сберегает, к тем, кто занимает»<sup>4</sup>.

По видам инструментов и услуг к сегментам финансового рынка относят кредитный рынок, рынок ценных бумаг и валютный рынок. Также некоторые авторы указывают на такие сегменты, как рынок драгоценных металлов, в частности золота, и страховой рынок. Как правило, термин «фондовый рынок» используется в современной экономической литературе как синоним термина «рынок ценных бумаг», а иногда и всего финансового рынка. Однако некоторые авторы под фондовым рынком понимают именно рынок классических долгосрочных ценных бумаг: акций и облигаций, то есть инструментов, предназначенных для финансирования инвестиций в основной капитал<sup>5</sup>. Именно в таком понимании термин «фондовый рынок» и применяется в данной статье.

Финансовый рынок выполняет в той или иной степени несколько основных функций:

- перераспределительную, обеспечивая трансформацию сбережений в инвестиции;
- информационную;
- функцию ценообразования;
- перераспределения риска;
- обеспечивает взаимосвязь национального финансового рынка с мировым.

В контексте рассматриваемой проблемы первичной является именно перераспределительная функция финансового рынка, то есть обеспечение перетока средств в пользу реального сектора экономики, что, по сути, и определяет уровень его эффективности. Чрезвычайно важно точно определить понятие эффективности финансового рынка, поскольку его трактовки весьма разнообразны, и в научной литературе этот термин применяется совершенно в разных значениях.

Если не учитывать подходы, основанные на выполнении финансовым рынком иных функций кроме распределительной, понятие эффективности финансового рынка рассматривается чаще всего с точки зрения издержек финансового посредничества. В этом случае в качестве показателя эффективности могут быть использованы такие величины, как накладные расходы коммерческих банков, издержки по оформлению сделок на рынке ценных бумаг, или величина, обратная разнице процентных ставок по кредитам и депозитам, характеризую-

ющая потери, возникающие в банковской системе<sup>6</sup>. Другой подход к оценке эффективности представляет собой оценку роли финансового рынка в экономике через отношение объема рыночных операций к ВВП, а при анализе банковской системы используются два показателя – чистая процентная маржа и накладные расходы, большее значение которых соответствует низкой эффективности банковской системы.

Эта модель, безусловно, вполне применима с точки зрения оценки взаимодействия финансового рынка с реальным сектором экономики, но в то же время не позволяет оценить последствия перераспределения средств для отдельных отраслей экономики, поскольку не учитывает характер получателя ресурсов и их роль в инвестиционном процессе. Этот метод, хотя и позволяет в некоторой степени оценить эффективность рынка в целом, не отражает понятия эффективности как степени выполнения финансовым рынком перераспределительной функции в качестве посредника при финансировании именно предприятий реального сектора экономики.

При оценке эффективности основополагающим является выбор показателей, характеризующих степень и динамику развития реального сектора экономики, поскольку именно от них зависит полученный результат. Подавляющее большинство зарубежных исследований, посвященных в той или иной степени проблеме влияния финансового рынка на реальный сектор экономики, основывались на показателе ВВП, как величине, отражающей динамику развития предприятий. Практически все авторы, пользующиеся таким подходом, приходили к выводу о сильной положительной связи темпов экономического роста и степени развития финансового рынка.

В то же время немногочисленные методики исследующих зависимость таких показателей, как, например, предельная производительность капитала<sup>7</sup>, от масштабов финансового рынка, приводили к диаметрально противоположным выводам, выявляя отрицательную зависимость между ними. При анализе влияния финансового рынка на такие экономические показатели, как валовая добавленная стоимость и коэффициент доходности инвестиций (ROI)<sup>8</sup>, авторы не отмечали какой-либо значимой связи между рассматриваемыми величинами.

Эффективность финансового рынка, по нашему мнению, определяется тем, в какой степени он выполняет перераспределительную функцию, то есть в какой степени обеспечивает предприятия реального сектора экономики привлеченными и заемными средствами. В данном контексте под заемными подразумеваются ресурсы, привлеченные на условиях возвратности и платности – кредиты коммерческих банков и средства от выпуска корпоративных облигаций предприятий, а под

привлеченными – средства, полученные при размещении акций. Таким образом, заемными являются как ресурсы кредитного рынка, так и отчасти ресурсы рынка ценных бумаг.

Для оценки эффективности финансового рынка необходимо учитывать его масштабы по сравнению с размером экономики, что позволяет в некоторой степени судить о степени его развития и объеме ресурсов, которые он способен предоставить. Совокупный показатель масштабов рынка основывается на сумме объемов кредитного и фондового рынков. Такой подход предлагали многие зарубежные исследователи<sup>9,10</sup>. В то же время существуют и методики, включающие в систему оценки также и объем рынка долговых ценных бумаг<sup>11</sup>. В этой связи представляется возможным производить оценку масштаба финансового рынка на основе модели Д. Блюма, К.Федермайера, Г. Финка, П. Хаисса<sup>12</sup>.

Количественно масштаб рынка может быть выражен величиной суммарных финансовых активов: масштаб финансового рынка равен внутренним требованиям банковской системы плюс капитализация рынка акций плюс облигации в обращении. Величина капитализации рынка акций может содержать значительный ценовой компонент, то есть разницу между рыночной оценкой ценной бумаги и величиной средств, привлеченных с ее помощью предприятием-эмитентом. Необходимо отметить, что предпринимались попытки решить эту проблему. Так, М. Тиль пришел к выводу, что существует высокая корреляция между капитализацией фондового рынка и объемом эмиссии ценных бумаг в большинстве стран<sup>13</sup>.

Относительный масштаб рынка может быть представлен как отношение активов финансового рынка к ВВП. По этому показателю финансовый рынок России еще не достиг высокого уровня, несмотря на позитивную динамику 2000–х гг., кроме того, нельзя не заметить очень значительных колебаний в его динамике – от 65% в 2005 г. до 120% и 50% в 2007 и 2008 гг. соответственно. Для сравнения: в некоторых развивающихся странах относительные масштабы рынка достигают 250%, а в развитых – и 300–350%. Отметим, однако, что значительное снижение в 2008 г. было связано в основном с динамикой фондового рынка и наблюдалось в подавляющем большинстве стран<sup>14</sup>.

Эффективность финансового рынка с точки зрения предоставления ресурсов реальному сектору экономики можно выразить как отношение суммы, привлеченной им к совокупному масштабу рынка, то есть как долю средств, предоставленных предприятиям в общем объеме рынка. Это требует хотя бы приблизительных данных об объеме средств, что связано с рядом проблем ввиду недостатка статистической информации и может привести к снижению точности расчетов.

**Таблица 1**  
**Динамика основных сегментов и масштабы финансового рынка (млрд руб.)**

	2006	2007	2008	2009	2010
Капитализация рынка акций	25 482	32 740	11 017	23 091	29 253
Объем рынка облигаций	902	1257	1597	2526	2966
Кредиты, выданные нефинансовому сектору	4422	6260	9317	12 772	13 632
Отношение объема рынка к ВВП, %	115	120	50	91	101

*Источник:* Составлено по данным Бюллетеня банковской статистики Банка России, информационного агентства Cbonds.ru, ММВБ, Standart&Poor's, НАУФОР за соответствующие периоды.

Особенность российского рынка акций такова, что только 0,8%<sup>15</sup> всех эмитентов размещают свои акции на организованных торговых площадках. Можно, однако, предположить, что это крупнейшие эмитенты и объем средств, привлеченных ими, настолько велик, что остальными можно пренебречь.

**Таблица 2**  
**Показатели эффективности финансового рынка России**

	2006	2007	2008	2009	2010
Эффективность перераспределения ресурсов	0,16	0,17	0,47	0,38	0,31
Отношение инвестиций в основной капитал к объему привлеченных средств, %	96	102	92	60	65
Доля нефинансовых предприятий в объеме средств, привлеченных на финансовом рынке, %	21,7	21,4	76,4	88,6	66,2

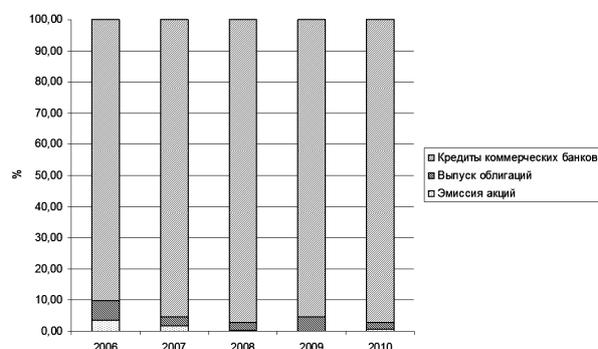
*Источник:* Составлено по данным Госкомстата РФ, Банка России, НАУФОР, Cbonds.ru.

Структура привлеченных и заемных средств предприятий реального сектора экономики России указывает на преобладающую долю банковского кредита как источника ресурсов, привлеченных на финансовом рынке. Такой вывод на первый взгляд идет вразрез с результатами исследований российских авторов. Так, Ю.А. Данилов<sup>16</sup> и В.Э. Кровилецкая<sup>17</sup> приходят к выводам о гораздо более значительной роли фондового рынка в финансировании деятельности российских предприятий. В сущности, разночтения минимальны, поскольку в наших расчетах объемы эмиссии ценных бумаг максимально скорректированы с учетом характера деятельности эмитента и площадки размещения – учитываются только акции нефинансовых предприятий, размещенные на российских биржах и облигации организаций, кроме кредитных. При этом показатель все равно остается завышенным, поскольку выделить финансовые некредитные организации в

структуре эмитентов облигаций весьма затруднительно. А поскольку доля зарубежных бирж и финансовых организаций в объеме средств, привлеченных с помощью эмиссии ценных бумаг, очень значительна, это и приводит к такому результату.

Эффективность финансового рынка, таким образом, представляет собой долю ресурсов, предоставленных реальному сектору экономики, в общем объеме рынка. Динамика этого показателя весьма интересна и неоднозначна. В докризисные годы его величина была достаточно низкой – лишь около 16–17%, однако в 2008 г. значительно возросла. Исходя из методики расчетов, очевидно, что причиной этого стало почти трехкратное сжатие капитализации рынка акций и, следовательно, уменьшение масштабов рынка. В то же время динамика банковского кредитования оставалась позитивной, хотя темпы роста несколько снизились.

Ввиду такого развития событий возникает предположение об обратной зависимости между эффективностью финансового рынка и его масштабом. С одной стороны, при сжатии рынка акций, который вносит минимальный вклад в средства реального сектора, то есть является в большей степени спекулятивным, совокупный финансовый рынок предоставляет больше ресурсов предприятиям в относительном выражении. С другой стороны, необходимо отметить, что этот вывод не универсален и применим только в условиях слабой связи отдельных сегментов финансового рынка с реальным сектором экономики.



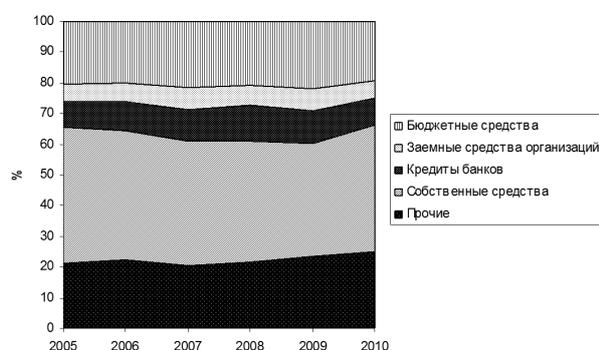
**Рис. 2. Структура привлеченных и заемных средств нефинансовых предприятий**

*Источник:* Составлено по данным Госкомстата РФ, Банка России, НАУФОР, Cbonds.ru.

Если же еще сильнее сузить круг показателей, характеризующих объем средств, привлеченных предприятиями, учитывая не весь объем кредитов нефинансовым предприятиям, а только долгосрочные, выданные на срок более 1 года, уровень эффективности окажется еще ниже пропорционально доле долгосрочных кредитов в объеме средств. Эта величина представляется даже более точной, поскольку отражает привлечение именно долгосрочных ресурсов, которые могут быть источником вложений в основной капитал. Можно пред-

положить, что эффективность финансового рынка заключается не просто в перераспределении средств, они должны предоставляться на условиях, обеспечивающих развитие реального сектора экономики – рост объемов выпуска продукции, обновление основных средств, технологическое развитие. В противном случае говорить о развитии и высокой эффективности не приходится.

К сожалению, официальная статистика не выделяет средства от эмиссии ценных бумаг в структуре источников финансирования инвестиций в основной капитал, указывая только долю банковских кредитов. Можно предположить, что лишь доля кредитных ресурсов используется для этих целей, в то время как средства от размещения на рынке ценных бумаг в большей степени используются для инвестиций. Средства от эмиссии акций учитываются как собственные и, исходя из данных об объемах привлеченных средств, составляют примерно от 3 до 6% инвестиций в основной капитал. Корпоративные облигации учитываются в составе прочих средств и максимально могут быть источником 3% инвестиций в основной капитал, что следует из абсолютных величин привлеченных средств и основных источников инвестиций. То есть совокупно доля средств финансового рынка никак не превышает 16% инвестиций, по самым оптимистичным, возможно несколько завышенным оценкам.



**Рис.3. Структура источников финансирования инвестиций в основной капитал**

Источник: Построено по данным «Россия в цифрах. 2011»: Крат.стат.сб./Росстат – М., Р76 2011. 581 с.

Необходимо отметить при этом, что соотношение абсолютного объема инвестиций в основной капитал и средств, привлеченных на финансовом рынке, достигало в докризисный период весьма высоких значений – 102% в 2007 г., снизившись в 2009 г. до 60%. Это свидетельствовало о том, что до кризиса максимум 15–16% привлеченных ресурсов направлялись на финансирование инвестиций в основной капитал предприятий. С 2008 г. эта доля сократилась приблизительно до 9%, поскольку структура источников инвестиций существенно не менялась.

Таким образом, результатом анализа стал ряд выводов, позволяющих в той или иной степени судить о характере влияния финансового рынка на структуру экономики и предприятия реального сектора с позиций эффективности предоставления им заемных средств.

Роль финансового рынка России в предоставлении ресурсов реальному сектору экономики невелика. Это связано не столько с его небольшим объемом по сравнению с размером экономики, который в докризисный период был сравним с уровнем некоторых развивающихся стран, сколько, что более важно, со структурой источников привлеченных и заемных средств предприятий. С одной стороны, эта структура подразумевает более высокую долю коммерческих банков в системе перераспределения средств, но в то же время доля банковских кредитов в объеме инвестиций в основной капитал невелика и скорее соответствует экономике с высокой долей самофинансирования.

Привлечение средств с помощью выпуска акций, особенно учитывая характер деятельности эмитента и исключая финансовые организации, играет незначительную роль как в общем объеме привлеченных и заемных средств, так и в финансировании инвестиций. В условиях значительной капитализации рынка акций и его слабой связи с реальным сектором это приводит к снижению его вклада в перераспределение ресурсов и, таким образом, к снижению совокупной эффективности финансового рынка. Именно с этим связан тот факт, что снижение его капитализации в 2008 г., как ни странно, положительно отразилось на доле реального сектора в структуре перераспределения ресурсов. Однако отметим, что при этом все же произошло снижение темпов роста объема привлечения средств и инвестиций в основной капитал. Можно предполагать, что рынок акций оказывает весьма специфическое одностороннее влияние на перераспределение ресурсов и их использование: в период роста он вносит небольшой вклад в динамику привлеченных и заемных средств, но его падение, несмотря на рост относительной эффективности, негативно влияет на абсолютные объемы привлеченных ресурсов и динамику инвестиций.

### **Manuylov K.E. Evaluation of the Financial Market Role in the Development of the Real Sector of Russian Economy.**

**Summary:** The article provides analysis of modern conditions, tendencies and basic indicators of Russian financial market, defining its influence on the real sector of Russian economy. Special emphasis is laid on the quantitative evaluation of macroeconomic efficiency of the financial market as a vehicle of fund redistribution to the real economy.

**Ключевые слова**

Финансовый рынок, реальный сектор экономики, перераспределение финансовых ресурсов, масштабы и макроэкономическая эффективность финансового рынка, привлеченные и заемные средства.

**Keywords**

Financial market, real economy, redistribution of financial resources, financial market size and macroeconomic efficiency, external funds and debt capital.

**Примечания**

1. Россия в цифрах. 2011: Крат.стат.сб./Росстат– М., Р76 2011. 581 с.
2. Мишкин Ф. Экономическая теория денег, банковского дела и финансовых рынков. М., 1995. С. 24.
3. Алексеев М.Ю. Рынок ценных бумаг. М.: Финансы и статистика, 1992.
4. Эдвин Дж. Долан «Экономикс», М., Лазурь, 1994.
5. Данилов Ю.А. О мифах фондового рынка. Доклад на семинаре «Институциональные проблемы российской экономики». М.: ГУ ВШЭ, 2003.
6. Столбов М. И. Финансовый рынок и экономический рост: контуры проблемы. М.: Научная книга, 2008. 201 с.
7. Odedokun, M., 1996, Financial Indicators and Economic Efficiency in Developing Countries, Hermes, N., R., Lensink. Financial Development and Economic Growth. London: Routledge, PP. 115–137.
8. Rivaud–Danset, D., Dubocage, E, Salais, R., Comparison between the financial structure of SMES and that of large enterprises (LES) using the BACH database, European Commission, Directorate General for Economic and Financial Affairs, 2001.
9. King, R. G., Levine, R. Finance, Entrepreneurship and Growth, Journal of Monetary Economics, Vol. 32, PP. 1–30, 1993.
10. Beck, T., Levine, R., Loyaza, N., Finance and the Sources of Growth, World Bank Working Paper no. 205, 1999.
11. Fink, G., Haiss, P., Lemming Banking: Conflict Avoidance to eliminate excess capacity by herd instinct? Bankarchiv, vol. 49 (1), PP. 9–20, 2000.
12. Blum D., Federmaier K., Fink G., Haiss P. The Financial–Real Sector Nexus: Theory and Empirical Evidence. IEF Working Paper Nr. 43, 2002.
13. Thiel, M., Finance and Economic Growth – A Review of Theory and the available Evidence, Economic Paper no. 158, European Commission, Directorate General for Economic and Financial Affairs, 2001.
14. Данные Всемирного банка. Market capitalization of listed companies (% of GDP) и Domestic credit to private sector (% of GDP) за соответствующие годы. <http://data.worldbank.org>
15. Национальная ассоциация участников фондового рынка (НАУФОР). Российский фондовый рынок: 2010. События и факты. <http://www.naufor.ru>.
16. Данилов Ю.А. О мифах фондового рынка. Доклад на семинаре «Институциональные проблемы российской экономики». М.: ГУ ВШЭ, 2003.
17. Кровилецкая В.Э. Банки в системе инвестиционного финансирования реального сектора экономики России. Деньги и кредит 11/2008.