

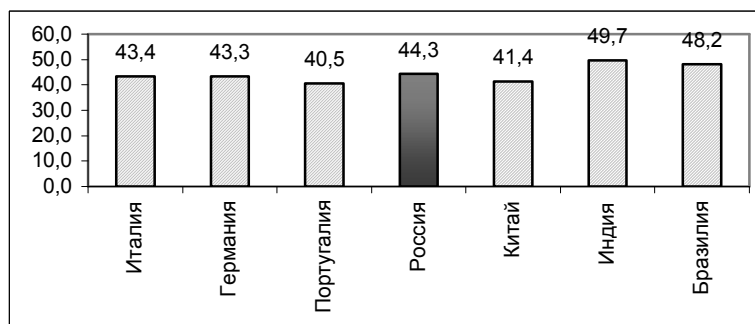
М. СТОЛБОВ,
аспирант МГИМО (У) МИД РФ

ВЛИЯНИЕ ФИНАНСОВОГО РЫНКА НА ЭКОНОМИЧЕСКИЙ РОСТ В РОССИИ

Финансовый рынок и экономический рост: количественный аспект

Период экономического роста в России берёт своё начало в 1999 году. Если рассматривать 1998 год в качестве базового, то за 1999-2006 гг. реальный ВВП нашей страны вырос на 66%. Существенная повышательная динамика была характерна и для других макроэкономических индикаторов, раскрывающих разные аспекты понятия “экономический рост”. В частности, кумулятивный прирост объёма промышленного производства за указанный период составил 67%, инвестиций в основной капитал – 111%, а оборота розничной торговли – 70%.¹

С 1999 года также фиксируется рост показателей финансовой глубины (*financial depth*) российской экономики. Судя по значениям некоторых финансовых индикаторов, положение России можно признать вполне удовлетворительным: так, капитализация рынка акций нашей страны сопоставима с аналогичным показателем крупнейших развивающихся государств – Китая, Бразилии, Индии, а также некоторых развитых экономик, характеризующихся, правда, банкоориентированным финансовым рынком (рис. 1).



¹ Данные Центра развития (www.dcenter.ru).

Рис. 1. Капитализация рынка акций в России в сравнении с некоторыми зарубежными странами, % ВВП, 2005 г.

Источник: данные World Bank Financial Structure Database (www.econ.worldbank.org).

Однако этот факт лишь свидетельствует о том, что на российском финансовом рынке весьма высока роль сегмента ценных бумаг, который, ко всему прочему, отличается и ускоренной динамикой развития. Анализ других индикаторов российского финансового рынка убеждает в его недостаточном уровне развития как по сравнению с развитыми государствами, так и с нашими традиционными объектами для сопоставлений – Китаем, Индией и Бразилией, а также с некоторыми другими развивающимися странами.

Заметное отставание российского финансового рынка фиксируется как на уровне отдельных индикаторов, так и интегральных оценок. Если, например, сравнивать отношения активов банковского сектора (включая активы центрального банка) к ВВП, то по состоянию на конец 2005 года в России этот показатель был равен 45%, тогда как в США – 74%, во Франции – 281%, в Германии – 317%, а в Англии – 398%.¹ (2006 год был отмечен бурным ростом банковского сектора, в результате чего данный показатель в России вырос до 53% ВВП.) Однако это существенным образом не меняет картины.

Что касается совокупной глубины финансового рынка, то она примерно соответствует годовому ВВП России. Для сравнения в Англии, стране, специализирующейся на финансах, этот показатель эквивалентен семи годовым ВВП, в США – пяти, Германии и Японии – шести. Кроме того, глубина финансового рынка крупнейших развивающихся стран также превышает их годовые ВВП: в Китае – в три раза, а в Бразилии – в два.²

О недостаточном развитии отечественного финансового рынка говорят не только эксперты. Этот факт признаётся на государственном уровне: как отмечается в Стратегии развития финансового рынка России на 2006 – 2008 гг., утверждённой Правительством РФ в июне 2006 года, “несмотря на

¹ Велиева И., Земцов А. Прорыв на час // Эксперт. – 2006. - № 37. - С. 186.

² Ивантер А. Как создать капитал // Эксперт. – 2005. - №1-2. - С.61.

высокие темпы развития финансового рынка, российские компании, как и государство в целом, пока не рассматривают институты финансового рынка в качестве основного механизма привлечения инвестиций.»¹ Приоритетными источниками инвестиций российских компаний по-прежнему остаются собственные средства или займы и первичные размещения акций за рубежом. В частности, имеются данные, которые указывают на то, что доля банковских кредитов в финансировании инвестиций составляет не более 3,5%.²

Внутренний финансовый рынок сталкивается с недостатком ликвидности по качественным активам, при этом значительный объем сделок с российскими ценными бумагами осуществляется на зарубежных биржах. Аналогичный тезис о недостаточном развитии рынка банковских услуг содержится и в Стратегии развития банковского сектора РФ на период до 2008 года, принятой в апреле 2005 года.

Таким образом, в условиях российской экономики потенциал финансового рынка как фактора экономического роста реализуется в недостаточной степени.³ С точки зрения количественного анализа, об этом свидетельствуют значения коэффициентов корреляции между ключевыми макропоказателями и индикаторами финансового рынка (табл. 1).

Таблица 1

Коэффициенты корреляции между основными макроэкономическими показателями и индикаторами финансового рынка, 1999-2005 гг.

Показатель	Темп прироста реального ВВП	Темп прироста объёма промышленного производства	Темп прироста реальных располагаемых доходов населения	Темп прироста инвестиций в основной капитал
Отношение активов				

¹ Стратегия развития финансового рынка РФ на 2006-2008 гг. (Распоряжение Правительства РФ № 793-р от 01.06.2006). – С. 1.

² Барон Л., Захарова Т. Диспропорции в развитии банковского и нефинансового секторов экономики России // Вопросы экономики. – 2003. - №3. – С. 103.

³ Григорьев Л. М., Гурвич Е. Т., Саватюгин А. Л. Анализ и прогноз развития финансовых рынков в России. – М.: ТАСИС, 2003. – С. 25.

коммерческих банков к совокупным активам банковского сектора	0,11	-0,57	0,68	0,21
Показатель концентрации рынка банковских услуг (сумма рыночных долей трёх крупнейших банков)	-0,27	0,26	-0,93	-0,34
Отношение кредитов коммерческих банков к ВВП	-0,02	-0,52	0,44	0,04
Отношение капитализации рынка ценных бумаг к ВВП*	0,21	-0,22	0,37	0,16
Отношение финансовой глубины (суммы кредитов коммерческих банков и капитализации рынка ценных бумаг) к ВВП	0,16	-0,27	0,36	0,14
Темп прироста денежного агрегата М2	0,59	0,88	-0,31	0,51
Темп прироста значения индекса РТС	-0,59	0,04	-0,86	-0,58

* - без учёта капитализации рынка корпоративных облигаций в силу отсутствия данных.

Источник: расчёты автора по данным Федеральной службы государственной статистики РФ, Центра развития и World Bank Financial Structure Database (www.econ.worldbank.org).

Результаты расчётов говорят о наличии весьма умеренной корреляции между показателями, характеризующими динамику макроэкономического развития России, и индикаторами финансового рынка. Наиболее тесная и полностью соответствующая априорным ожиданиям взаимосвязь с финансовыми показателями обнаруживается лишь для темпов прироста реальных располагаемых доходов населения. Однако и в этом случае статистически значимым на пятипроцентном уровне является только коэффициент корреляции между темпом прироста реальных располагаемых доходов населения и показателем концентрации рынка банковских услуг. Положительная взаимосвязь прослеживается также между макропоказателями и темпом прироста денежного агрегата М2.

В то же время следует отметить довольно слабую положительную зависимость между финансовыми индикаторами и темпом прироста

реального ВВП, а также темпом прироста инвестиций в основной капитал. Что касается темпа прироста объёма промышленного производства, то в этом случае была обнаружена умеренно отрицательная корреляционная взаимосвязь, которая оказалась устойчивой и при вычислении значений взаимокорреляционных функций при наличии одно- и двухгодичного лагов в показателях развития финансового рынка. Таким образом, исходя из проведённого корреляционного анализа, напрашивается вывод о том, что в настоящее время развитие финансового рынка в России нельзя считать самостоятельным фактором экономического роста.

При этом вполне естественно предположить, что имеет место ситуация “следования за спросом”: увеличение реальных располагаемых доходов населения способствует росту финансовой глубины. Данная гипотеза была проверена с помощью теста Грэнжера на причинно-следственную связь на примере наиболее тесного из имеющихся корреляционных отношений - между темпом прироста реальных располагаемых доходов населения и показателем концентрации рынка банковских услуг. Иными словами, предполагается, что увеличение благосостояния населения стимулирует конкуренцию между банковскими институтами и ведёт к снижению показателя концентрации; при этом сокращение показателя концентрации в банковском секторе не оказывает статистически значимого воздействия на динамику реальных располагаемых доходов.

Эконометрический тест, направленный на выявление причинно-следственной связи, был предложен К. Грэнжером, Нобелевским лауреатом по экономике 2003 года, в 1969 году. Его идея заключается в следующем: если X влияет на Y , то изменения X должны предшествовать изменениям Y . Иными словами, должны совместно выполняться два условия - X должен вносить вклад в прогноз Y , тогда как сам Y не должен вносить значимый вклад в прогноз X . Применительно к целям настоящего исследования, гипотеза, которая подлежит проверке, может быть сформулирована так: верно ли, что рост конкуренции на рынке банковских услуг (сокращение показателя концентрации) вызван ростом реальных располагаемых доходов населения России и при этом не является фактором, также стимулирующим рост благосостояния. Для решения этой задачи необходимо оценить два уравнения регрессии:

$$\Delta PPД = a + b * \Delta PPД(-1) + c * BK(-1);$$

$$BK = a_1 + b_1 * \Delta PPД(-1) + c_1 * BK(-1),$$

где $\Delta PPД$ - темп прироста реальных располагаемых доходов населения в период t , $\Delta PPД(-1)$ - темп прироста реальных располагаемых доходов населения в период $(t - 1)$, BK - значение показателя концентрации рынка банковских услуг в период t , $BK(-1)$ - значение показателя концентрации рынка банковских услуг в период $(t - 1)$, a , a_1 , b , b_1 , c , c_1 - коэффициенты уравнений регрессии. Регрессии охватывают период 1999-2005 гг.

Статистическая значимость переменной $\Delta PPД(-1)$ и несущественность переменной $BK(-1)$ в обоих уравнениях регрессии служило бы подтверждением сформулированной гипотезы.

Однако её следует признать ошибочной, так как по результатам расчётов обе переменные оказались статистически значимыми как в первом, так и во втором уравнениях:

$$(1) \Delta PPД = 55,89 - 0,69 * \Delta PPД(-1) - 1,39 * BK(-1), R^2 = 0,97, F - стат. = 64,8;$$

t-стат. (9,5) (-4,7) (-8,6) (знач. 0,001)

$$(2) BK = 4,8 + 0,39 * \Delta PPД(-1) + 0,69 * BK(-1), R^2 = 0,87, F - стат. = 13,8.$$

t-стат. (0,8) (2,6) (4,3) (знач. 0,02)

Видно, что параметры, характеризующие качество полученных регрессий, отвечают всем требованиям: уровень значимости F- статистик в обоих случаях меньше 0,05, коэффициент детерминации R^2 близок к 1, а t-статистики при переменных $\Delta PPД(-1)$ и $BK(-1)$ по абсолютной величине превышают 3.

Также необходимо отметить, что переменная $BK(-1)$ приемлема не только исходя из чисто статистических соображений, но, судя по знакам при ней, соответствует теоретическим ожиданиям – чем выше был уровень концентрации рынка банковских услуг в год $(t-1)$, тем более высоким он сохранится в год t и тем ниже в данный год будет прирост реальных располагаемых доходов населения.

Таким образом, тест Грэнжера на причинно-следственную зависимость между темпом прироста реальных располагаемых доходов населения России и показателем концентрации рынка банковских услуг с одногодичным лагом выявил наличие взаимного влияния этих переменных друг на друга и позволяет говорить о положительном воздействии увеличения эффективности функционирования банковского сектора, связанном со снижением степени его монополизации, на один из индикаторов экономического роста – темп прироста реальных располагаемых доходов населения.

Однако в результате расчётов выдвинутая гипотеза не нашла подтверждения: оказалось, что рост конкуренции на рынке банковских услуг также оказывает положительное влияние на динамику реальных располагаемых доходов населения.

Наличие положительного влияния развития финансового рынка на экономический рост, хотя и с вполне естественной и справедливой оговоркой о некоторой “уязвимости” такого вывода в связи небольшой длиной временных рядов статистических показателей, доступных по российской экономике, признаётся и в работах зарубежных исследователей. В частности, отмечается, что если бы не кризис 1998 года, приведший к временному “слому” положительного тренда в росте финансовых индикаторов России (доли кредитов коммерческих банков в ВВП, капитализации рынка ценных бумаг и монетизации экономики), наша страна смогла бы достичь среднемирового уровня финансовой глубины ещё к 2002 году.¹ При этом также констатируется, что посткризисное восстановление финансового рынка и его позитивного воздействия на рост экономики произошло на фоне минимальных дискреционных мер со стороны регулирующих органов, что, тем не менее, не снимает вопрос о необходимости дополнительного управления влиянием финансового рынка на реальный сектор с помощью соответствующих мер макроэкономической политики.

Таким образом, в российской экономике на современном этапе развитие финансового рынка всё же не изолировано от процессов в реальном секторе. Поэтому, на наш взгляд, справедливо говорить о финансовом рынке как о формирующемся факторе экономического роста.

Влияние внешнеторговой конъюнктуры на финансовый рынок

Приоритетное значение среди факторов социально-экономического развития России на настоящий момент сохраняет динамика экспорта. При

¹ Tilben U. Financial System Development, Regulation and Economic Growth: the Case of Russia. – German Institute for Economic Research Discussion Paper № 400, February 2004. – P. 18.

моделировании экономического роста было установлено, что доля влияния темпа роста экспорта на изменение темпа роста выпуска в российской экономике составляет 71,1%. Роль инвестиций в основной капитал оказалась существенно ниже – лишь 21,3%.¹

С учётом того, что в структуре экспорта 85% приходится на топливо и сырьё, неудивительно, что фактор выгодной для России конъюнктуры на мировом рынке сырья также оказывает стимулирующее воздействие на развитие финансового рынка. Например, достаточно отметить, что котировальный лист электронной биржи РТС (Российской торговой системы) на 55% представлен акциями топливно-сырьевых компаний, а из десяти крупнейших российских фирм по показателю рыночной капитализации – семь также представляют топливно-энергетический комплекс.²

С количественной точки зрения о положительном влиянии внешнеторговой конъюнктуры на развитие финансового рынка свидетельствуют значения коэффициентов корреляции между ключевыми макропоказателями, характеризующими внешнеэкономическую сферу (объёмом экспорта, сальдо торгового баланса и среднегодовой ценой на нефть марки “Urals”), и индикаторами финансового рынка (отношением финансовой глубины, кредитов коммерческих банков и капитализации рынка ценных бумаг к ВВП) (табл. 2).

Таблица 2

**Коэффициенты корреляции между показателями
внешнеэкономической конъюнктуры и индикаторами финансового
рынка, 1999-2005 гг.**

Показатель	Объём экспорта	Сальдо торгового баланса	Среднегодовая цена на нефть марки “Urals”
Отношение кредитов коммерческих банков к ВВП	0,92	0,84	0,84

¹ Сергиенко Я. Финансы и реальный сектор. – М.: Финансы и статистика, 2004. – С. 226.

² Эксперт-400. Список крупнейших компаний по рыночной стоимости (капитализации) на 01.09.2006 // Эксперт. – 2006. - № 37. - С. 160.

Отношение капитализации рынка ценных бумаг к ВВП	0,83	0,76	0,74
Отношение финансовой глубины (суммы кредитов коммерческих банков и капитализации рынка ценных бумаг) к ВВП	0,88	0,81	0,78

Источник: расчёты автора по данным Федеральной службы статистики РФ, Центра развития и World Bank Financial Structure Database (www.econ.worldbank.org).

Все полученные коэффициенты корреляции значимы, по крайней мере, на пятипроцентном уровне. Поскольку направление зависимости в данном случае вполне определённо – благоприятная внешнеторговая конъюнктура способствует росту финансовой глубины, но не наоборот, – можно построить уравнения регрессии, связывающие финансовые и внешнеторговые индикаторы.

Поскольку показатели внешнеторговой конъюнктуры тесно коррелированы между собой, целесообразно отобрать тот из них, который отличается наибольшей синхронностью в изменении с индикаторами финансового рынка. Таковым из них является объём экспорта. Именно он будет выступать в качестве предиктора, объясняющего динамику отношений финансовой глубины, кредитов коммерческих банков и капитализации рынка ценных бумаг к ВВП. В результате расчётов были получены следующие зависимости:

$$(1) \frac{\text{кредиты}}{\text{ВВП}} = 6,6 + 0,07 * \text{Экспорт}, R^2 = 0,84; F\text{-стат.} = 26,0 \text{ (знач. } 0,004);$$

t-стат. (3,3) (5,1)

$$(2) \frac{\text{капитализация}}{\text{ВВП}} = 10,3 + 0,16 * \text{Экспорт}, R^2 = 0,67; F\text{-стат.} = 11,4 \text{ (знач. } 0,02);$$

t-стат. (1,5) (3,4)

$$(3) \frac{\text{финглубина}}{\text{ВВП}} = 20 + 0,22 * \text{Экспорт}, R^2 = 0,77; F\text{-стат.} = 16,3 \text{ (знач. } 0,01).$$

t-стат. (2,5) (4,0)

Все три уравнения регрессии отличаются высоким качеством и пригодны для прогнозных расчётов, о чём говорят значения t-статистик и

уровни значимости F-статистик. На основе этих регрессий, в частности, можно определить коэффициенты эластичности финансовых индикаторов по величине экспорта по формуле $E = b * \frac{\overline{\text{Экспорт}}}{\overline{\text{ФП}}}$, где b - коэффициент при показателе экспорта, $\overline{\text{ФП}}$ - среднее арифметическое значение соответствующего показателя индикатора финансового рынка за период, для которого построено уравнение регрессии, $\overline{\text{Экспорт}}$ - среднее значение объёма экспорта в течение прогнозного периода. Было установлено, что увеличение объёма экспорта на 1%, ведёт к росту доли кредитов коммерческих банков в ВВП на 0,59%, капитализации в ВВП - на 0,69%, финансовой глубины – на 0,60%.

Однако, очевидно, что положительное воздействие внешнеторговой конъюнктуры на увеличение глубины финансового рынка России отличается неустойчивостью и может быть исчерпано при снижении цен на основные товары российского экспорта. При таком варианте развития событий ожидать трансформации финансового рынка в полноценный фактор экономического роста вряд ли приходится.

Институциональные аспекты влияния финансового рынка на экономический рост

Вместе с тем, финансовый рынок следует рассматривать как элемент институциональной матрицы, играющий важную роль в современной экономике. Как показывают недавние исследования, значение институтов, их качество – параметры, позволяющие оптимальным образом управлять развитием ресурсоориентированных стран. Хотя негативное влияние ресурсов на экономический рост не получило однозначного подтверждения¹, практически во всех работах, посвящённых этой проблематике, отмечается, что эффективно функционирующие формальные институты, их

¹ См., например, Sachs J., Warner A. Natural Resource Abundance and Economic Growth. – NBER Working Paper № 5398, 1995; Barro R. Determinants of Economic Growth: a Cross-Country Empirical Study. – NBER Working Paper № 5698, 1996.

преобладание над неформальными нормами, минимальное количество так называемых институциональных ловушек – всё это позволяет смягчить чрезмерную зависимость страны от экспорта природных ресурсов. Классическими примерами успешного преодоления “проклятия” природных ресурсов являются Канада и Австралия, сочетающие высокую долю сырьевого экспорта и высокое качество институтов, в том числе финансовых, что предопределяет способность их экономик работать в “режиме производства”, а не “присвоения”.¹

Представляется, что дискреционная политика, направленная на развитие финансового рынка как элемента институциональной матрицы, должна сыграть свою позитивную роль в поддержании экономического роста в России, поскольку “мощный финансовый рынок ... необходим, потому что российская экономика достаточно велика, и не дело ей пользоваться аутсорсингом финансовых услуг.”²

Увеличение финансовой глубины отечественной экономики призвано улучшить процесс трансформации сбережений в инвестиции и уменьшить существенное превышение нормы сбережений над отношением инвестиций к ВВП. Кроме того, эффективный финансовый рынок должен повысить абсорбирующую способность российской экономики в условиях роста объёмов иностранных инвестиций и, как следствие, положительной динамики счёта движения капитала платёжного баланса.

При этом структура финансового рынка России не должна выстраиваться исходя из приоритетности рынка ценных бумаг или банковского сектора. Необходимо совершенствование институтов обоих сегментов финансового рынка. Комплементарность рынка ценных бумаг и банковских услуг имеет статистическое подтверждение: коэффициент корреляции между отношением кредитов коммерческих банков к ВВП и долей капитализации рынка в ВВП составляет 0,92 и значим на

¹ Карташов Г. Экономический рост и качество институтов ресурсоориентированных стран. – М.: Российская Экономическая Школа, 2006. – 62 с.

² Рубченко М. Легко ехать под горку // Эксперт. – 2007. - № 3. - С.46.

однопроцентном уровне. Устойчивость этой зависимости сохранилась и при вычислении частных коэффициентов корреляции, когда в качестве контрольных переменных выступали темп инфляции и объём экспорта.

Кроме того, взаимодополняющий характер деятельности банков и финансовых посредников всё больше реализуется в России на практике в форме так называемых “финансовых супермаркетов”, предоставляющих не только традиционные кредитно-депозитные, но и страховые, консультационные, инвестиционно-банковские и прочие виды современных финансовых услуг по принципу “одного окна”. В частности, кластерный анализ отечественного рынка банковских услуг, показал, что в России насчитывается порядка 160 универсальных банковских институтов, которые можно классифицировать как “финансовые супермаркеты”. Их доля в совокупных активах банковского сектора составляет более 25%, а крупнейшими представителями данного кластера являются “Газпромбанк”, группа “Уралсиб”, банк “Санкт-Петербург”.¹

Следует подчеркнуть, что подобная комплементарность услуг различных сегментов финансового рынка является общемировой тенденцией и позволяет мелким частным инвесторам существенно оптимизировать транзакционные издержки, связанные с взаимодействием с финансовыми институтами.

В этой связи представляется, что заслуживают одобрения инициативы Центрального Банка России по стимулированию выхода крупнейших отечественных банков на рынок ценных бумаг и связанным с этим шагом одновременным повышением прозрачности банковского сектора и появлением новых “голубых фишек” среди российских акций, способствующих большей отраслевой диверсификации активов на рынке ценных бумаг. В частности, предлагается, чтобы крупные кредитные организации были только открытыми акционерными обществами (ОАО) при обязательности обращения не менее 10% их обыкновенных акций на

¹ Ивантер А. Кто соберёт пазл? // Эксперт. – 2005. - № 33. - С. 64.

российских фондовых биржах; также предусматривается отказ от открытия так называемого накопительного счёта при выпуске акций банками и существенно упростить процедуры согласования приобретения акций как резидентами, так и нерезидентами. С институциональной точки зрения, цель этого комплекса мер – корректировка господствующей в банковском секторе модели корпоративного управления, основанной на неограниченном контроле мажоритарного собственника кредитных учреждений, с целью пресечь оппортунистическое поведение крупнейших акционеров и лишить их возможности извлекать частные выгоды от контроля в ущерб обеспечению финансовой устойчивости банков и, в конечном счёте, стабильности рынка банковских услуг в целом.

Широкий перечень институциональных реформ финансового рынка представлен и в Стратегии развития финансового рынка РФ на 2006 – 2008 гг., подготовленной Федеральной службой по финансовым рынкам (ФСФР). Не останавливаясь на узкоспециализированных аспектах предлагаемых рекомендаций, отметим правильный, на наш взгляд, курс на обеспечение большего охвата финансовыми услугами населения России через развитие накопительных пенсионных систем и институтов коллективных инвестиций. Эти меры позволят заметно повысить финансовую глубину российской экономики, достичь целевых параметров, поставленных ФСФР к 2009 году, по доли капитализации рынка акций к ВВП, равной 70%, и объёму инвестиций российских компаний, привлечённых на внутреннем рынке, равному 20%.¹ Стратегия развития банковского сектора также предусматривает существенное повышение его удельного веса в экономике: в частности, отношение совокупных активов банковского сектора к ВВП должно к 2009 году составить свыше 60%.

Реализация данного сценария приведёт к тому, что российский финансовый рынок значительно превысит среднемировой уровень и

¹ Стратегия развития финансового рынка РФ на 2006-2008 гг. (Распоряжение Правительства РФ № 793-р от 01.06.2006). – С. 6.

вплотную приблизится к нынешним медианным показателям финансовой глубины развитых стран, возрастет вероятность превращения финансового рынка из вспомогательного механизма социально-экономического развития, что типично для развивающихся государств, в полноценный, самостоятельный фактор экономического роста, свойственный развитым странам.

Разумеется, достижение такой ситуации напрямую зависит от системности и непротиворечивости мер экономической политики, с чем, по мнению главы ФСФР О. Вьюгина, пока существуют определённые проблемы, так как “реализовать идею разграничения полномочий ведомств в рамках административной реформы, ... в случае с финансовым рынком, не удалось, а отсюда и вся рутина долгих межведомственных согласований.”¹ В этой связи координация мер по развитию финансового рынка необходима для недопущения фиаско государства в данной сфере.

Кроме того, финансовый рынок – важный фактор реализации инновационных проектов, характеризующихся повышенным риском и особо чувствительных к наличию источников внешнего финансирования. Коммерциализация НИОКР и их широкое внедрение в массовое производство рассматриваются как канал интенсификации экономического роста и диверсификации российской экономики.

Вместе с тем, рынок венчурного капитала в нашей стране на сегодняшний момент проходит начальную фазу своего становления, что обусловило необходимость государственного участия в форме создаваемой Российской венчурной компании с уставным капиталом, равным 15 млрд. рублей, и Федерального информационно-инновационного фонда. Таким образом, с помощью этих институтов фактически предпринимается попытка “имплантировать” определённый каркас рынка венчурного финансирования в российскую экономику.

¹ Рубченко М. Легко ехать под горку // Эксперт. – 2007. - № 3. - С.48.

Однако принципиально важно, чтобы процесс отбора инновационных проектов базировался не на административных принципах, а на основе независимых экспертных оценок, предпочтительнее всего, частных участников создаваемого рынка венчурного капитала. Поэтому Российская венчурная компания не должна сама финансировать конкретные проекты, она будет выделять средства фондам венчурных инвестиций, управляющие компании для которых будут отбираться по конкурсу. Ожидается, что финансирование от Российской венчурной компании смогут получить порядка десяти частных венчурных фондов.

Кроме того, по мере наращивания оборотов этого сегмента национального финансового рынка государственное участие должно замещаться частными финансовыми институтами, что отвечает общемировой практике и более сообразно высокорисковому характеру венчурной деятельности. В связи с этим предусмотрена опционная схема выкупа государственных долей в фондах, получивших финансирование от Российской венчурной компании: ежегодно будет предоставляться возможность покупки долей государства с маржинальной доходностью, равной трём процентам. Полученные таким образом государственные доходы подлежат рефинансированию. Всего же, по оценке заместителя министра экономического развития и торговли К. Андросова, рубль государственных инвестиций, вложенный в создание Российской венчурной компании, будет генерировать, по крайней мере, рубль частных капиталовложений ещё на начальном этапе её существования, то есть, в 2007-2008 гг.¹

При этом следует отметить, что заинтересованность в выходе на рынок венчурного капитала у первоклассных российских инвестиционных компаний присутствует уже сейчас: например, в ноябре 2006 года компания

¹ Столяров Б., Шмаров А. PPP: перевод на русский // Эксперт. – 2006. - № 48. – С. 39.

“Тройка-Диалог” по результатам тендера получила право управлять венчурным фондом, созданным Правительством Московской области.¹

В то же время повышение значимости финансового рынка для поддержания экономического роста предполагает не только меры по дерегулированию и устранению административных барьеров в этом секторе экономики. Специфика развития финансового рынка в зарубежных странах наглядно демонстрирует, что при определённых условиях он может играть и деструктивную роль в рамках национальной экономики. Дело в том, что после прохождения определённой критической точки в своём развитии финансовый рынок обособляется от реального сектора, продолжая развиваться согласно своей собственной логике.

Отрыв финансового рынка от реального сектора, понимаемый как “количественное и качественное доминирование спекулятивных элементов над механизмами, опосредующими функционирование реального сектора”², всё более явно наблюдается и сейчас. Достаточно привести пример бумирующего роста рынка акций высокотехнологичных компаний в США в конце 90-х годов, не подкреплённого соответствующим воздействием на темпы экономического роста и увеличением производительности труда, и такого же стремительного его коллапса в 2001 году. При этом также необходимо иметь в виду, что “схлопывание высокотехнологичного пузыря (*high-tech bubble*)” имело негативные последствия и для ряда крупнейших компаний традиционных отраслей (банкротство энергетического концерна “Enron”, международной консалтинговой компании “ArthurAnderson”), попытавшихся добиться повышения капитализации за счёт искажения финансовой отчётности и манипулирования производными ценными бумагами (опционами) на собственные акции.

Очевидно, что в условиях нарастающей *финансьеризации* мировой экономики регулирование финансового рынка, направленное на

¹ Материал сайта УК “Тройка-Диалог” (www.am.troika.ru).

² Левина И. К вопросу о соотношении реального и финансового секторов // Вопросы экономики. – 2006. – №8. – С. 91.

предотвращение его необоснованного отрыва от процессов, происходящих в реальном секторе, - главное условие его положительного воздействия на экономический рост.¹ При этом реализация данной задачи сопряжена с заметными трудностями даже для развитых стран, обладающих не только мощным финансовым рынком, но и огромным опытом его регулирования.

Для государств, где финансовый рынок ещё проходит стадию формирования, в том числе и для России, соблюдение условия сбалансированного развития финансового рынка и реального сектора ещё более осложняется и требует тонкой координации мер по либерализации и институциональной реформе финансового рынка, с одной стороны, и выработки эффективных методов регулирования, пруденциального надзора и их адекватного применения, с другой. Такой “симбиоз” способен обеспечить превращение финансового рынка в самостоятельный фактор экономического роста в России.

¹ Ершов М. В. Экономический рост: новые проблемы и новые риски // Вопросы экономики. – 2006. - № 12. – С. 26 – 30.