

Ю.А. Данилов

Российская академия народного хозяйства и государственной службы
при Президенте Российской Федерации (РАНХиГС), Москва

Эффективность финансового сектора: существующие концепции и проблема оценки¹

Аннотация. В настоящей статье представлена классификация существующих концепций эффективности финансового сектора. Выдвинута гипотеза о том, что оценки микроэкономической и информационной эффективности финансового сектора фундаментально основаны на концепции транзакционных издержек. Предложен ряд показателей для оценки макроэкономической эффективности финансового рынка, проведена их апробация на российских данных. Мы выделили четыре направления оценки эффективности финансового сектора, различающиеся по уровню рассмотрения, признанию принципа рациональности, учету транзакционных издержек: оценки макроэффективности финансового сектора; гипотеза информационно-эффективного рынка; оценки микроэффективности финансового сектора; концепция адаптивных рынков. Сформулировано предположение о том, что концепции, исследующие эффективность финансовых систем на микроуровне, а также гипотеза эффективного рынка основаны на принципе минимизации транзакционных издержек. При наличии значительного теоретического задела по вопросу макроэкономической эффективности финансового сектора наблюдается дефицит количественных оценок, поэтому мы попытались предложить ряд таких показателей, ориентируясь на функции финансовых рынков в развивающейся экономике. В статье приведены оценки макроэкономической эффективности финансового рынка России с двух сторон процесса трансформации сбережений в инвестиции (привлечения инвестиций предприятиями и размещения сбережений домохозяйствами).

Ключевые слова: *эффективность финансового сектора; аллокативная эффективность; функции финансового сектора; транзакционные издержки; защита инвесторов; операционно-эффективный рынок; информационно-эффективный рынок.*

Классификация JEL: E44, G00, G14, G51.

Для цитирования: **Данилов Ю.А.** (2022). Эффективность финансового сектора: существующие концепции и проблема оценки // *Журнал Новой экономической ассоциации*. № 5 (57). С. 72–92. DOI: 10.31737/2221-2264-2022-57-5-5

1. 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 его вклад в экономическую динамику.

Стратегии финансового развития (число которых после кризиса 2007–2009 гг. выросло многократно (Maimbo, Melesky, 2014)) и соответствующие им ключевые показатели эффективности государственных органов, проводящих политику финансового развития, остро нуждаются в научном обосновании.

¹ Автор благодарит научного сотрудника РАНХиГС Д.А. Пивоварова за помощь в проведении расчетов, других сотрудников РАНХиГС, чья критика и помощь при обсуждениях проблем, затронутых в статье, позволили серьезно улучшить качество работы, а также рецензента, чьи замечания заставили повысить степень обоснованности предлагаемых тезисов.

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.

Очевидно, что развитие финансового сектора в России было недостаточно эффективным (Данилов, Буклемишев, Абрамов, 2017). Необходимо понять, в каких именно аспектах формирования финансового сектора были допущены наиболее значимые ошибки, для чего необходимо построить соответствующую систему показателей его эффективности. Такой анализ становится особенно актуальным в ситуации, когда в ближайшие годы придется восстанавливать российский финансовый сектор практически с нуля, что дает возможность отсеять неэффективные решения уже на начальном этапе.

2. Классификация концепций эффективности финансового сектора

Разнообразие научных концепций эффективности финансового сектора² исключительно велико, и, на наш взгляд, последовательность их смены обладает определенной логикой. Понятие аллокативной (или распределительной) эффективности (АЭ) финансового сектора известно давно. АЭ понимается как эффективность размещения (распределения) ресурсов и/или продуктов в рамках народного хозяйства (Leibenstein, 1966). В контексте финансового сектора АЭ предполагала прежде всего эффективное распределение капитала между отраслями, регионами и отдельными фирмами. Концепцию АЭ чаще всего использовали для оценки выполнения фондовым рынком своих функций в народнохозяйственном комплексе (см., например, (Baumal, 1968)). До появления концепции ценовой эффективности АЭ была единственной метрикой эффективности финансового сектора³.

Последние 50 лет под термином «эффективность финансового рынка» чаще понимается эффективность в ценовом (информационном) смысле в соответствии с трактовкой, предложенной Юджином Фама в его диссертации 1960 г. (Fama, 1965). Окончательное оформление нового подхода, получившего наименование «гипотеза эффективного рынка» (efficient market hypothesis), было осуществлено им же в 1970 г. (Fama, 1970). Господство данной концепции, которая не предполагает оценки выполнения финансовым сектором социально-экономических функций, на наш взгляд, ограничило возможности измерения эффективности финансового сектора с макроэкономической точки зрения.

Начиная с работы Ричарда Уэста (West, 1975), в которой было введено понятие «операционно-эффективный рынок» (operationally efficient market) и показано его отличие от рынка, эффективного в ценовом смысле (pricing efficient market), началось формирование концепций (альтернативных по отношению к гипотезе эффективного рынка), оценивающих отдельные аспекты эффективности финансового сектора. Как правило, они не отрицают гипотезы

² В настоящей статье финансовый сектор понимается нами аналогично предложенному в (Sviridzenka, 2016) подходу – как сочетание финансовых рынков и финансовых институтов. Большинство концепций эффективности были сформулированы задолго до этого применительно к финансовым рынкам, но при активном использовании предположений о поведении финансовых институтов.

³ Более того, велись дискуссии о методологической правомерности предложенных иных, кроме концепции АЭ, подходов к оценке эффективности, в том числе эффективности финансового сектора (Leibenstein, 1966).

эффективного рынка. Большая часть этих концепций оценивает эффективность с точки зрения отдельных финансовых институтов, т.е. на микроуровне. Вместе с тем такие оценки могут быть преобразованы в макрооценки.

Стройная теоретическая концепция ценовой эффективности Фама традиционно испытывает трудности в эмпирических подтверждениях своей корректности (см., например, работу по истории данной концепции (Sewell, 2011)). Поэтому появление теорий, опровергающих гипотезу эффективного рынка, было неизбежным⁴. Наиболее значимой концепцией такого рода нам представляется концепция адаптивных рынков, позиционируемая ее создателем Эндрю Ло в качестве согласующей, примиряющей гипотезы эффективных рынков и поведенческих финансов (Lo, 2005). Анализируя данную концепцию, мы пришли к выводу, что она оценивает эффективность финансового рынка как самообучающейся системы, в терминологии экономической кибернетики (Данилов, 2021). Подход данной концепции к оценке эффективности можно также охарактеризовать как «биологический», так как сами создатели концепции адаптивных рынков указывают на методы биологических наук, проводя аналогии между конкуренцией в биологии и на финансовых рынках.

Мы классифицировали существующие концепции эффективности финансового сектора следующим образом:

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

2) ценовой (информационной) эффективности – гипотеза эффективного рынка;

3) опирающиеся на микроэкономический подход («микроэффективность») – концепции операционно-эффективного рынка, корпоративного управления и защиты инвесторов и др., явно или неявно определяющие эффективность на микроуровне на основе транзакционных издержек;

4) адаптивных рынков (оценка эффективности рынка как самообучающейся системы) – в определенном смысле концепция эффективности как конкурентности.

Наряду с теоретическими концепциями важнейшим научным результатом в данной области представляется сформированная Всемирным банком (Čihák et al., 2012, 2013) комплексная оценка эффективности финансового сектора как одного из направлений финансового развития. Применительно к нашей классификации показатели эффективности финансового сектора Всемирного банка могут использоваться для оценок макро- и микроэффективности финансового сектора.

Вопрос о взаимосвязи различных аспектов эффективности финансового рынка – отдельный и нетривиальный вопрос, который мы специально здесь не рассматриваем. Однако на этот счет необходимо сделать ряд замечаний.

Социально-экономическая эффективность финансового рынка и его микроэффективность – разные характеристики объекта, имеющие самостоятельную ценность; они дополняют друг друга, не являясь прямым следствием одного из другого. Интуитивно понятно, что микроэффективность должна

⁴ Мартин Сэуэлл определяет биржевой крах 1987 г. как спусковой крючок, запустивший интенсивный процесс критики гипотезы эффективного рынка (Sewell, 2011).

являться основой макроэффективности финансового рынка, и многие работы исходят именно из этого (см., например, (Stiglitz, 1993)). Впрочем, в более поздней работе (Стиглиц, 2005) автор также указывал на важность информационной эффективности. В ряде работ российских авторов (например, (Евстигнеев, 2002; НАУФОР, 2008)) выдвигаются обоснованные предположения о том, что социально-экономическая неэффективность финансового рынка в России, по меньшей мере отчасти, объясняется неэффективностью этого рынка на микроуровне.

С теоретической точки зрения связь между микроэкономической эффективностью финансового сектора и его социально-экономической эффективностью должна иметь место. Теоретическое допущение отсутствия транзакционных издержек на финансовом рынке есть по сути проекция условий (предпосылок) теоремы Коуза. Учитывая, что заключение теоремы Коуза (в редакции Дж. Стиглера) апеллирует к распределению капитала максимально эффективным образом в рамках социально-экономической системы, то это и есть теоретическое указание на эффективность финансового сектора на микроуровне как необходимое (но скорее всего недостаточное) условие его эффективности на макроуровне⁵.

Однако было также показано, что ценовая эффективность фондового рынка не значима для его экономической (инвестиционной) эффективности, так как может существовать равновесие, в котором наблюдается ценовая эффективность в сильной форме, но инвестиционные решения оказываются субоптимальными (Dow, Gorton, 1997). Данный вывод перекликается с выводами М. Дебре, по мнению которого оптимум в экономике не является единственным, и если достижимое состояние экономики является равновесным по отношению к определенной системе цен, то это состояние и есть оптимум (Дебре, 2018). То, что ценовая эффективность не значима для инвестиционной эффективности, означает, что мы имеем дело с различными равновесиями, в понимании Дебре.

Анализ подходов к определению эффективности финансового сектора позволяет сформулировать некоторые 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 рациональности экономических агентов (рациональность признается либо отвергается);
- учет в рамках того или иного подхода концепции транзакционных издержек (можно ли свести оценку эффективности к оценке транзакционных издержек).

⁵ Нами не найдены эмпирические исследования, подтверждающие существование строгой причинно-следственной связи между оценками эффективности финансового сектора, которые основаны на транзакционных издержках, и его социально-экономической эффективностью. В теоретических работах такая связь постулируется, начиная с (West, 1975),

Таблица 1

Методологические особенности групп концепций эффективности финансового сектора

Группа концепций	I	II	III	IV
Критерии	Значения критериев			
На каком уровне рассматривается	Макро-	Мезо-	Микро-	Мезо-
Признание принципа рациональности	Рациональность признается			Отвергается
Учет транзакционных издержек	Нет / да	Да		Нет

Примечание. Условные обозначения: I – «концепция макроэффективности»; II – «концепция ценовой эффективности»; III – «концепция микроэффективности»; IV – концепция адаптивных рынков; «нет / да» указывает на то, что классическая концепция АЭ учитывает условия существования совершенных рынков, которые в современной терминологии означают учет фактора транзакционных издержек, а современные подходы к оценке макроэффективности финансового рынка в основном их не учитывают.

Источник: составлено автором.

Результаты такого обобщения приведены в табл. 1.

Следует остановиться на различном отношении концепций эффективности финансового сектора к принципу рациональности. В рамках традиционного подхода эффективность фактически соответствует понятию рациональности, и именно в этом качестве гипотезу информационно-эффективного рынка критиковали многие ученые. Так, Р. Шиллер предложил к этой гипотезе уточнения, основанные на теории поведенческих финансов (Shiller, 2003). Обширный пласт литературы о поведенческих финансах показывает (вслед за А. Тверски и Д. Канеманом), что экономические агенты были далеки от рациональности (см. обзор в работе (Barberis, Thaler, 2003)).

Предположения математических моделей, описывающих эффективность финансового сектора, как правило, либо включают тезис о рациональности экономических агентов, либо его не включают. Более того, математически информационно-эффективный рынок эквивалентен понятию «рационально функционирующий рынок» (Ширяев, 1998). Один из двух конституирующих признаков рационального поведения состоит в том, что экономические агенты используют всю доступную релевантную информацию (Капелюшников, 2017). В фундаментальной концепции информационно-эффективного рынка (в ее сильной форме) предположение о наличии и использовании всей информации является базовым. В концепциях, описывающих макро- и микроэкономическую эффективность финансового сектора, рациональность предполагается неявно. Отказ от принципа рациональности позволил сформировать предпосылки для другой фундаментальной теоретической революции, связанной с предложением гипотезы адаптивных рынков взамен гипотезы эффективных рынков. Гипотеза адаптивных рынков, вопреки неоклассическому представлению о том, что люди максимизируют ожидаемую полезность и имеют разумные ожидания, утверждает, по мнению ее адептов, гораздо более близкий к реальности тезис: уровень эффективности рынков зависит от эволюционной модели адаптации людей к изменяющейся среде (Lo, 2005). Попытка опровергнуть гипотезу эффективного рынка и заменить ее концепцией адаптивных рынков методологически основана на замене принципа рациональности принципом эволюции.

Таблица 2

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

Группа концепций эффективности финансового сектора	Цель использования показателя 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.

Источник: составлено автором.

Важной проблемой большинства концепций эффективности финансового сектора является сложность или даже невозможность построения количественных метрик. В табл. 2 мы свели наши оценки применимости различных концепций эффективности финансового сектора к задачам построения количественных оценок влияния финансового сектора на экономическую динамику и оценок качества финансового регулирования.

Далее в настоящей статье мы покажем, что оценки микроэффективности и информационной эффективности строятся на основе минимизации транзакционных издержек, а также сконцентрируемся на макроэффективности финансового сектора – как наиболее перспективном (наряду с микроэффективностью) подходе с точки зрения возможностей построения количественных оценок (однако в отличие от оценок микроэффективности, количественных показателей, оценивающих макроэффективность, почти нет).

3. Транзакционные издержки как основа для микроэкономических оценок эффективности финансового сектора и для гипотезы эффективных рынков

Увязав воедино три трактовки эффективных рынков (ценовую, операционную и распределительную), Р. Уэст особо отметил связь между операционной и распределительной эффективностями: для эффективного распределения капитала обязательным условием являются низкие транзакционные издержки, связанные с таким распределением (West, 1975), т.е. высокая операционная эффективность. А она предполагает, что размер брокерских комиссионных стремится к некоторому минимальному уровню, определяемому 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 Б. Коллинз и Ф. Фабозци охарактеризовали все эти затраты как транзакционные издержки (Collins, Fabozzi, 1991).

Разделение понятий «операционной» и «ценовой» эффективности стало первым шагом анализа⁶ эффективности рынка согласно новой парадигме, которая адресует к деятельности отдельных финансовых институтов и их клиентов, т.е. парадигме анализа эффективности финансового сектора на микроуровне. Анализ понятия «эффективность финансового рынка» на этом не завершился. Наиболее значимым, на наш взгляд, выделением отдельных аспектов данной проблемы на микроуровне стало изучение уровня защиты интересов инвесторов.

Многочисленные исследования, проведенные в области корпоративного управления и защиты интересов инвесторов, начиная с середины 1990-х годов (в первую очередь работа (La Porta et al., 1999) и другие работы этой группы авторов в 1997–1999 гг.), позволили сформулировать дополнительные требования к эффективности финансового сектора. С точки зрения требований корпоративного управления и защиты интересов инвесторов эффективным будет такой рынок, на котором уровень защиты интересов инвесторов, закрепленный в законодательстве, а также качество правоприменения настолько высоки, что инвесторы не сталкиваются с нерыночными рисками (т.е. рисками, не обусловленными движениями рынка). Это означает, что на эффективном рынке нет проблем с получением доходов по финансовым инструментам; своевременным публичным раскрытием всей информации, необходимой для определения справедливой стоимости финансового инструмента и принятия инвестиционных решений; нет оппортунистического поведения менеджеров компаний–реципиентов инвестиций и компаний–финансовых посредников. Другими словами, транзакционные издержки, связанные с необходимостью обеспечения защиты интересов инвесторов (признаются одним из типов транзакционных издержек новой институциональной школой (Wallis, North, 1987, p. 86)), на эффективном рынке отсутствуют. Безусловно, это такое же теоретическое допущение, как и сильная форма информационно эффективного рынка.

В результате анализа выявилось три аспекта (отсутствие транзакционных издержек для получения всей необходимой информации; в виде брокерских комиссионных и дилерского спреда и в виде затрат на защиту интересов инвесторов) эффективности финансового сектора (в части рынка ценных бумаг), два из которых являются его характеристиками на микроуровне. Гипотеза эффективного рынка на мезоуровне описывает функционирование финансового рынка (рынка ценных бумаг) как единого целого, не опускаясь на микроуровень отдельной финансовой организации и не поднимаясь на макроуровень в виде рассмотрения финансового рынка как подсистемы национальной социально-экономической системы. На наш взгляд, существуют все условия для синтеза полученных определений эффективности финансового рынка на микроуровне: выше мы специально отмечали, что все приведенные определения в той или иной форме предполагают отсутствие или минимизацию транзакционных издержек⁷. При этом в синтез могут быть включены не только определения эффективности на микроуровне, но и определение информационно эффективного рынка, так как оно предполагает отсутствие издержек (включая временные) на получение инвесторами информации.

Наш подход к синтезу понятия «финансовая эффективность» методологически тяготеет к концепции новой институциональной школы, которая, как

⁶ Метода исследования, характеризующегося выделением и изучением отдельных частей объектов исследования.

⁷ Эти издержки могут относиться к их разным типам.

представляется, в данном случае позволяет установить единые основы для оценки эффективности как собственно финансового рынка, так и его экстерналий.

Следует отметить, что это уже не первая попытка синтезировать подходы к определению эффективных финансовых рынков. Синтез подходов, с разных сторон описывающих эффективный рынок капитала, начался в конце XX века в рамках неоинституционализма, при этом наиболее ценным признается теоретическое обоснование возможности выражения риска, присущего инвестициям на финансовых рынках, через транзакционные издержки (Эффективный рынок капитала ..., 2004, т. 1, с. 56–57). Д. Норт рассматривает технологии финансового рынка как способ преобразования неопределенности в риск, что, по его мнению, ведет к снижению транзакционных издержек путем снижения набора вероятностей (Норт, 1997, с. 161).

Понятие «транзакционные издержки» имеет ключевое значение в новой институциональной теории, в том числе потому, что институты в ней объясняются с точки зрения возможностей экономии транзакционных издержек (Шаститко, 2002, с. 214). Теория информационно эффективного рынка предполагает, что затраты на получение информации равны нулю; гипотеза операционно эффективного рынка – издержки обмена на финансовом рынке минимальны; концепция защиты прав инвесторов – издержки их защиты минимальны или отсутствуют. Итак, если рассмотреть разные определения эффективного рынка под углом зрения транзакционных издержек, то можно сформулировать интегральное определение: финансовый рынок эффективен во всех аспектах, если на нем отсутствуют транзакционные издержки.

Безусловно, отсутствие транзакционных издержек – теоретическая абстракция, и в реальности приближение к эффективному состоянию предполагает простое снижение транзакционных издержек. Исходя из этого, интегральной целью государственной политики на финансовых рынках должна выступать минимизация транзакционных издержек всех видов.

В целом принципу минимизации транзакционных издержек соответствует и подход Всемирного банка, реализованный в ходе создания глобальной базы данных о финансовом развитии – Global Financial Development Database (GFDD). Созданная в начале 2000-х годов база данных подверглась существенной модернизации в 2012–2013 гг. По мнению авторов (Čihák et al., 2012), для полноценного измерения финансового развития необходимо иметь оценки четырех важнейших групп характеристик финансовых институтов и рынков, одной из которых должна быть оценка эффективности.

Анализируя показатели эффективности финансового сектора в этой базе данных (10 показателей для финансовых институтов и один показатель для финансовых рынков), мы пришли к выводу, что большинство из них нацелены на измерение эффективности на микроуровне (9 из 11 показателей основаны на микростатистике), а два показателя могут быть отнесены либо к мезоуровню, либо макроуровню (в зависимости от трактовки этих уровней). Большинство показателей прямо или косвенно оценивают уровень транзакционных издержек финансовых организаций и их клиентов.

Дефицит показателей эффективности финансовых рынков остается серьезнейшей проблемой – в GFDD предложен только один такой показатель, причем

изначально специалисты Всемирного банка рассматривали намного более широкий круг показателей (Čihák et al., 2012). Четыре из семи отвергнутых показателей⁸ также опираются на оценку степени минимизации транзакционных издержек.

4. Макроэкономические оценки эффективности финансового сектора

Концепция эффективности финансового сектора с точки зрения качества выполнения им своих функций в рамках народного хозяйства естественным образом выросла из концепции АЭ, в рамках которой важнейшей макроэкономической функцией финансового сектора признавалась функция оптимального распределения капитала (West, 1975, p. 32). Эффективное распределение финансовых ресурсов может быть нарушено вследствие наличия несовершенств рынка. Именно поэтому эффективность финансового сектора оценивается с точки зрения обеспечения им оптимального распределения финансовых ресурсов (Calice, Ribeiro, Byskov, 2018). Следует заметить, что концепцию АЭ ученые пытались применить даже к исследованию советской экономики (см., например, (Nove, 1991)). Т. Бэк определил эффективность финансовой системы как способность финансовых рынков и институтов распределять общественные сбережения в лучшие инвестиционные проекты, благодаря которым происходит экономический рост (Beck, 2006).

На наш взгляд, вся группа концепций прямо или косвенно оценивает макроэффективность финансового сектора с точки зрения качества выполнения им своих социально-экономических функций. Долгое время консенсус относительно функций финансового сектора примерно соответствовал набору, перечисленному Р. Левайном (Levine, 1997, p. 691). Однако он же недавно предложил уточненный и усложненный перечень функций, учитывающий существенное усложнение финансового сектора и его взаимосвязей с экономикой в целом за последние 25 лет (Levine, 2021). Применительно к проблемам функционирования развивающихся финансовых систем, в том числе российской, больше подходит формулировка функций финансового сектора, предложенная в (Данилов, Абрамов, Буклемишев, 2017, с. 8):

- трансформация сбережений в инвестиции, прежде всего в долгосрочные;
- трансформация (распределение, перераспределение и диверсификация) рисков предпринимательской деятельности, включая инвестиционную;
- обеспечение эффективной аллокации ресурсов в рамках народного хозяйства;
- обеспечение справедливого ценообразования на финансовые активы.

Для оценки эффективности финансового сектора в России необходимы оценки качества выполнения финансовым сектором своих функций (некоторые из них будут приведены далее).

В последние годы в рамках исследования эффективности финансового сектора с точки зрения его влияния на социально-экономическое развитие (в дополнение к традиционному подходу оценки АЭ) появляются новые подходы, отражающие понимание того, что финансовый сектор влияет на самые различные аспекты функционирования общества, формируя внешние экстерналии. Поэтому в настоящее время группа концепций, оценивающих макроэкономиче-

⁸ Влияние размера заявки на цену (price impact); соотношение премии за ликвидность и транзакционных издержек (liquidity/transaction costs); спрэд между котировками спроса и предложения по государственным облигациям (quoted bid-ask spread for government bonds); показатель эффективности расчетов (settlement efficiency).

скую эффективность финансового сектора, учитывает (либо требует учитывать) большой спектр параметров воздействия, в том числе:

- социально-экономическую эффективность финансового сектора, основанную на оценке выполнения финансовым сектором своих функций в национальной системе (как и концепция АЭ, которая апеллирует к эффективности распределения капитала);
- социально-культурную эффективность финансового сектора, основанную на оценке вклада финансового сектора в формирование социального и культурного капитала (Zingales, 2015);
- эффективность финансового сектора с учетом экстерналий устойчивого развития (ESG-принципов) (Schoenmaker, Schramade, 2019);
- социально-политическую эффективность финансового сектора и эффективность финансового регулирования (Masciandaro, 2009);
- «глобальную эффективность» национального финансового сектора на основе оценки международной конкурентоспособности национального финансового сектора (Данилов, 2016).

К сожалению, число предлагаемых показателей макроэффективности финансового сектора пока еще существенно меньше запросов, сформулированных в теоретических исследованиях.

В работе (Australian Financial Markets Association, 2016) эффективность финансовой системы определяется как валовое накопление основного капитала, разделенное на добавленную стоимость в финансовых услугах (мера накопления капитала на доллар предоставленных финансовых услуг). Такой условный «коэффициент эффективности» предполагает, что основная функция финансового сектора заключается в определении объема инвестиций. Не менее важной функцией является повышение эффективности распределения сбережений и инвестиций в экономике. Это, в свою очередь, определяет качество основного капитала и его вклад в производительность, долгосрочный экономический рост и уровень жизни.

В работе (Beck, Mooney, 2021, p. 514) предложен показатель «дефицит финансирования фирмы», оценивающий достаточность кредитования фирм на основе опросов предприятий. Он рассчитывается как разница между числом компаний, сообщающих о наличии ссуды или кредитной линии (т.е. имеющих гарантированный доступ к кредитованию) и сообщающих о потребности во внешнем финансировании (т.е. желающих получить доступ).

Очевидная слабость данного показателя состоит в том, что он строится на основе опросов. На наш взгляд, существует другой более простой вариант формирования подобных показателей, который предполагает использование GFDD Всемирного банка. На основе этой базы данных можно построить следующий показатель:

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

где ФИК – доля фирм, имеющих кредит (показатель AI.03 из базы данных GFDD); ФННВФ – доля фирм, не нуждающихся во внешнем финансировании (показатель AI.32 из базы данных GFDD)⁹.

Применительно к России подобный показатель также можно построить только на основе данных GFDD Всемирного банка. К сожалению, частота заме-

⁹ Указанные показатели поступают в GFDD из «Enterprises Survey», который формируется также путем опросов, но они (опросы) проводятся на основе верифицированной методологии по единым стандартам в разных странах мира.

Таблица 3

Расчет показателя разрыва финансирования фирм по России, %

Год	ФИК	ФННВФ	Разрыв финансирования фирм
2009	0,312	0,409	0,279
2012	0,216	0,431	0,353

Источник: рассчитано автором по данным GFDD Всемирного банка.

ров недостаточна, для того чтобы построить ряд годовых значений таких показателей. При этом массивный объем данных о финансовой доступности, собранный на основе опросов Банка России, также не включает данных о числе фирм, имеющих (или не имеющих) потребность во внешнем финансировании.

В базе данных GFDD Всемирного банка о России есть необходимые показатели для расчета разрыва финансирования фирм только за 2009 и 2012 г., по которым мы провели расчет этого показателя (табл. 3).

На наш взгляд, данный показатель полезен для оценки эффективности финансового сектора со стороны сектора корпораций. Поэтому данные для его расчета целесообразно собирать в Росстате либо на основе опросов предприятий Банка России.

Другой показатель выполнения функции трансформации сбережений в инвестиции со стороны фирм–реципиентов инвестиций был предложен в работе (Данилов, 2017, 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, мы тем не менее считаем, что его очевидное преимущество перед рассчитываемыми Росстатом на основе опросов показателями доли финансовых инструментов и банковских кредитов в структуре финансирования инвестиций в основной капитал – объективность.

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

- долгосрочных инвестиций, привлеченных предприятиями через размещение акций (учитывается в части размещения акций эмитентами без учета продаж акционеров на внутреннем рынке);
- долгосрочных инвестиций, привлеченных предприятиями на рынке корпоративных облигаций (рассчитывается как прирост стоимости корпоративных облигаций в обращении со сроком обращения более года за соответствующий год, учитывая макроэкономический характер данного показателя);
- долгосрочных инвестиций, привлеченных предприятиями посредством банковских кредитов (прирост совокупной задолженности нефинансовых организаций по банковским кредитам сроком более года в рублях и иностранной валюте за соответствующий год).

Длина существующих рядов данных позволяет осуществлять расчет показателей привлечения инвестиций на финансовом рынке начиная с 1998 г. Сопоставление объемов привлечения инвестиций на внутреннем финансовом рынке с объемом инвестиций в основной капитал показывает, что значение внутренних рынков ценных бумаг (прежде всего корпоративных облига-

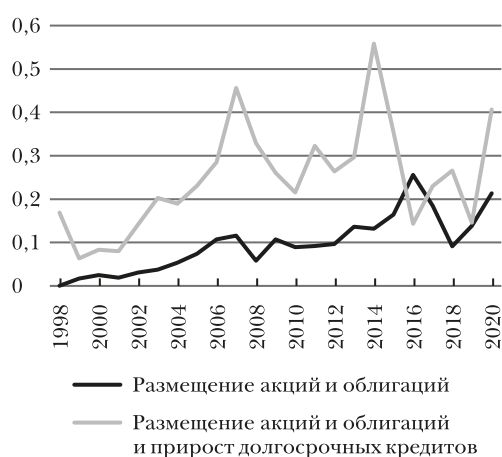


Рис. 1

Соотношение объемов инвестиций, привлеченных российскими предприятиями на внутреннем финансовом рынке, и объема инвестиций в основной капитал

Источники: построено по данным Росстата, Банка России, НАУФОР, информационных порталов <http://cbonds.ru>, <http://preqvesa.ru/>



Рис. 2

Соотношение объемов инвестиций, привлеченных российскими предприятиями на внутреннем финансовом рынке, и объема инвестиций в основной капитал (в разбивке по каналам привлечения инвестиций)

Источники: построено по данным Росстата, Банка России, НАУФОР, информационных порталов <http://cbonds.ru>, <http://preqvesa.ru/>

ций) как источника долгосрочных инвестиций для российских предприятий выросло (рис. 1).

Добавление к объему инвестиций, привлеченных на рынках ценных бумаг, прироста долгосрочных кредитов предприятиям несколько меняет картину — в этом случае наблюдается достаточно большой разброс значений показателя соотношения объемов всех долгосрочных инвестиций, привлеченных предприятиями и организациями на финансовом рынке, и объема инвестиций в основной капитал. После 2014 г. рост данного показателя сменился стабилизацией на более низких уровнях. Как представляется, это связано с несколькими взаимосвязанными процессами:

- постепенным частичным замещением облигациями кредитов для крупнейших компаний;
- переориентацией банков на кредитование населения;
- действием санкций (у многих банков после 2014 г. сузились возможности финансирования; предприятия, в свою очередь, увеличили долю собственных средств в финансировании инвестиций в основной капитал).

Тем не менее оба рассмотренных нами показателя демонстрируют существенный рост эффективности финансового сектора (особенно рынка ценных бумаг), если под эффективностью понимать выполнение функции предоставлять долгосрочные инвестиции корпоративному сектору экономики.

Разложение объема долгосрочных инвестиций, привлеченных предприятиями на внутреннем финансовом рынке, на каналы привлечения (кредиты; корпоративные облигации; акции) приведено на рис. 2.

**Рис. 3**

Сопоставление объема инвестиций, привлеченных российскими предприятиями на внутренних рынках акций и корпоративных облигаций, с объемами инвестиций в основной капитал и с суммой инвестиций в основной капитал и долгосрочных финансовых вложений всех предприятий

Источники: построено по данным Росстата, Банка России, НАУФОР, информационных порталов <http://cbonds.ru>, <http://preqvesa.ru/>

После достижения пика в 2016 г. показатель соотношения объема инвестиций, привлеченных на внутренних рынках ценных бумаг, с суммой инвестиций в основной капитал и долгосрочных финансовых вложений всех предприятий начал снижаться (рис. 3). Последующий его отскок в 2019–2020 гг. вряд ли свидетельствует о продолжении долгосрочного роста — скорее всего растущий тренд сломан.

Для объяснения, наряду с краткосрочными факторами¹⁰ следует выделить, как минимум, две причины долгосрочного характера:

- насыщение роста рынка корпоративных облигаций, в течение почти 20 лет увеличивавшего емкость по экспоненте;
- неблагоприятное соотношение выгод и издержек использования рынка ценных бумаг для привлечения инвестиций для значительной части российских корпораций (глубинная причина этого — плохой инвестиционный климат).

Оценить эффективность финансового сектора со стороны домохозяйств (основного сберегающего сектора в экономике) можно по показателю доли финансовых активов в их богатстве. Есть два подхода к расчету этого показателя

Необходимо учитывать, что предприятия могут использовать привлекаемые средства не только на финансирование инвестиций в основной капитал. Указание целей общекорпоративного развития в проспектах эмиссии является традиционным способом обеспечить менеджменту максимальную свободу в использовании привлеченных средств. Поэтому методически более правильно сопоставлять объем привлеченных средств не только с объемом инвестиций в основной капитал, но и с объемом долгосрочных финансовых вложений предприятий. Эмиссии на рынках ценных бумаг достаточно часто предпринимают для финансирования сделок слияний и поглощений, которые на уровне финансовой отчетности находят отражение в долгосрочных финансовых вложениях.

Сопоставление объема инвестиций, привлеченных российскими предприятиями на внутренних рынках ценных бумаг, с суммой инвестиций в основной капитал и долгосрочных финансовых вложений всех предприятий несколько меняет вывод о росте роли рынка ценных бумаг в финансировании инвестиционных проектов предприятий.

¹⁰ Например, замещение крупнейшими предприятиями выпавших иностранных инвестиций на внутреннем рынке корпоративных облигаций в 2015–2016 гг.

теля. При использовании данных Росстата¹¹ мы теряем в оперативности предоставления информации, кроме того, затруднены международные сопоставления. Альтернативный вариант – использование данных Credit Suisse Research Institute¹², которые поступают гораздо быстрее, чем в Росстат. Однако при его использовании страдает полнота и сопоставимость информации¹³.

Принципиально возможны две методики, различающиеся расчетом показателя доли финансовых активов в богатстве домохозяйств:

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

С методической и политической точек зрения, безусловно, более корректным является второй вариант, так как в нем государственная политика нацеливается на превышение финансовых активов над задолженностью.

Доля финансовых активов домохозяйств (ДБ) в брутто-богатстве домохозяйств:

$$\text{ДБ} = \text{ФА} / \text{Б}, \quad (2)$$

$$\text{Б} = \text{ОК} + \text{ЗПТ} + \text{ФА}, \quad (3)$$

где ФА – финансовые активы домохозяйств; Б – брутто-богатство домохозяйств; ОК – основной капитал в собственности домашних хозяйств (жилые здания (примерно 96% всего основного капитала в собственности домашних хозяйств), нежилые здания, машины и оборудование, транспортные средства); ЗПТ – запасы потребительских товаров долговременного пользования в домашних хозяйствах.

Доля чистых финансовых активов домохозяйств (ДЧ) в чистом богатстве домохозяйств рассчитывается по формуле:

$$\text{ДЧ} = \text{ЧФА} / \text{ЧБ}, \quad (4)$$

где ЧФА – чистые финансовые активы домохозяйств, ЧБ – чистое богатство домохозяйств,

$$\text{ЧФА} = \text{ФА} - \text{Д}, \quad (5)$$

Д – долги (обязательства) домохозяйств (на 96% состоят из кредитов и займов, взятых домохозяйствами),

$$\text{ЧБ} = \text{Б} - \text{Д}. \quad (6)$$

Результаты расчетов показателей доли финансовых активов в накопленном богатстве домохозяйств приведены в табл. 4 и 5.

В целом приведенные данные свидетельствуют о постепенном росте доли финансовых активов в накопленном богатстве домохозяйств или о повышении эффективности финансового сектора для них. Однако до уровня данного показателя в Бразилии, Китае и ЮАР (табл. 6) России еще очень далеко.

Построение прочих показателей, характеризующих эффективность выполнения финансовым сектором функции трансформации сбережений в инвестиции со стороны сбережений домохозяйств как основных поставщиков инвестиционных ресурсов в народном хозяйстве, – значительно сложнее. Подобные

¹¹ По отдельным показателям можно также использовать данные Банка России, но они не покрывают всего набора необходимых индикаторов.

¹² Credit Suisse Research Institute: «Global wealth report 2021»; «Global wealth databook 2021». Другие зарубежные источники информации – база данных OECD и основанные на ней специализированные базы данных, например Всемирная база данных о богатстве и доходах (World Wealth and Income Database – WID.world) – такого преимуществе в оперативности не дают.

¹³ Не учитывается такая категория богатства домохозяйств, как запасы потребительских товаров долговременного пользования. Учет акций, принадлежащих крупным собственникам через оффшорные структуры, как составной части богатства российских домохозяйств нарушает корректность межстрановых сопоставлений. Кроме того, вследствие выражения российских показателей в долларах США наблюдается более значительный разброс значений в рядах.

Таблица 4

Показатели доли финансовых активов в накопленном богатстве домохозяйств России

Год	Основной капитал, трлн руб.	Запасы товаров, трлн руб.	Финансовые активы, трлн руб.	Обязательства, трлн руб.	Брутто-богатство, трлн руб.	Чистое богатство, трлн руб.	Чистые финансовые активы, трлн руб.	ДБ = ФА / Б, %	ДЧ = ЧФА / ЧБ, %
	I	II	III	IV	V = I + II + III	VI = V - IV	VII = III - IV	VIII = III / V	IX = VII / VI
2017	128,16	53,38	70,59	15,97	252,14	236,17	54,63	28,0	23,1%
2018	133,94	58,16	80,69	18,79	272,79	254,00	61,90	29,6	24,4%
2019	140,53	62,97	87,31	21,82	290,81	268,98	65,49	30,0	24,3%

Источник: расчеты автора по данным Росстата.

Таблица 5

Показатели доли финансовых активов в накопленном богатстве домохозяйств России

Год	Богатство на 1 взрослого, долл.	Финансовое богатство на 1 взрослого, долл.	Долг на 1 взрослого, долл.	ДБ = ФА / Б, %	ДЧ = ЧФА / ЧБ, %
2017	26883	9278	2347	34,5	28,2
2018	24150	8737	2281	36,2	29,5
2019	30044	11137	3139	37,1	29,7
2020	27162	11261	2978	41,5	34,2

Источник: расчеты автора по данным Credit Suisse Research Institute.

Таблица 6

Доли финансовых активов в накопленном богатстве домохозяйств в странах БРИКС, %

Страна	ДБ = ФА / Б	ДЧ = ЧФА / ЧБ
Бразилия	60,1	50,2
Китай	48,8	42,8
Индия	25,3	18,1
ЮАР	76,8	71,3

Источник: расчеты автора по данным Credit Suisse Research Institute.

показатели отсутствуют в GFDD, мы не нашли предложений их построения в проанализированной литературе.

Наши предложения нацелены на сокращение дефицита таких показателей. Применительно к России можно построить индикаторы, основанные на публикуемом Росстатом балансе денежных доходов и расходов населения. С оговорками относительно надежности информации¹⁴, рассмотрим следующие показатели, которые могут характеризовать эффективность выполнения финансовым сектором функции трансформации сбережений в инвестиции:

¹⁴ Мы видим следующие основные риски неточности информации: 1) сомнительность опросов как источников достоверной и точной информации о выборке; 2) в состав дивидендов попадают все дивиденды по акциям, принадлежащим физическим лицам, — включая дивиденды по «стратегическим» пакетам, которые к финансовому рынку имеют косвенное отношение (в России доля таких пакетов, по данным Credit Suisse Research Institute, намного выше, чем в других странах); 3) показатель доходов по государственным и другим ценным бумагам плохо описан Росстатом методологически (так, непонятно, включаются ли в этот показатель исключительно процентные доходы или более широкий круг поступлений).

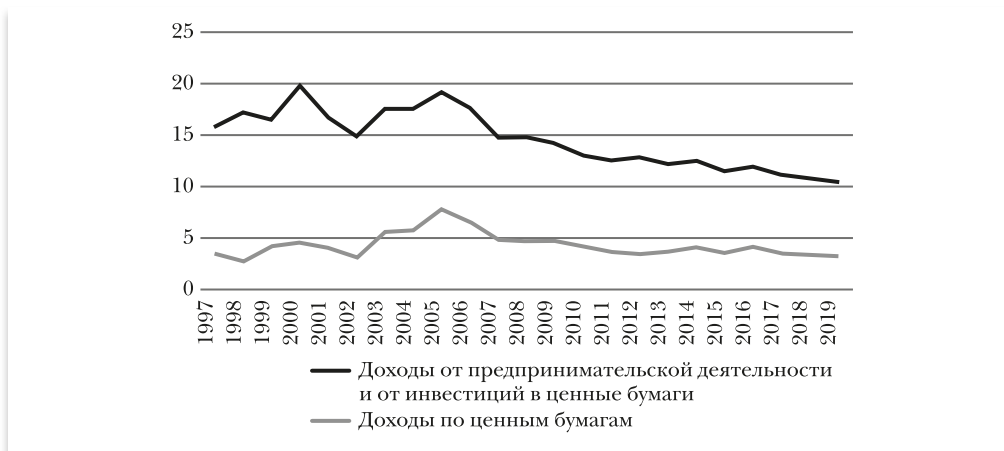


Рис. 4

Доли доходов по ценным бумагам и совокупных доходов инвестиционно-предпринимательского характера в совокупном доходе домохозяйств, %

Источник: построено автором по данным Росстата.

– 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 совокупных доходов инвестиционно-предпринимательского характера (дивидендов, доходов по государственным и другим ценным бумагам и доходов от предпринимательской деятельности) в совокупном доходе домохозяйств.

Как показали расчеты, динамика доли суммы дивидендов и доходов по государственным и другим ценным бумагам в совокупном объеме доходов домашних хозяйств в целом совпадает с динамикой доли доходов от предпринимательской деятельности в совокупном объеме доходов домашних хозяйств (рис. 4), что говорит об общих факторах, определяющих динамику этих показателей.

Рост доли дивидендов в совокупных доходах домохозяйств в период с 1997 по 2009 г. (рис. 5), как представляется, отражает изменения целей кор-

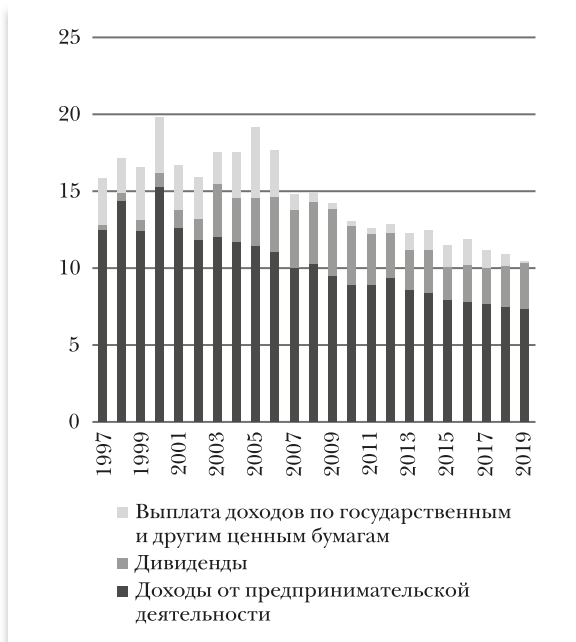


Рис. 5

Доли дивидендов, доходов по государственным и другим ценным бумагам и доходов от предпринимательской деятельности в совокупном доходе домохозяйств, %

Источник: построено по данным Росстата.

поративного развития российских компаний в начале 2000-х годов: их собственники стали ориентироваться на долгосрочный рост капитализации. Регулярная выплата дивидендов, составляющих значительную часть чистой прибыли, является обязательным элементом такого роста.

Однако в целом доля доходов домохозяйств инвестиционно-предпринимательского характера, начиная с 2005 г., демонстрирует устойчивое снижение, сократившись за этот период почти вдвое — с 19,1 до 10,4% в 2019 г. Доходы от предпринимательской деятельности сокращаются с 2000 г.; доходы по государственным и другим ценным бумагам — с 2005 г.; доходы в виде дивидендов — с 2009 г. Эти цифры свидетельствуют о существенном сокращении для населения эффективности российского финансового сектора, который так и не обрел полезности для большинства.

Снижение доли предпринимательских и инвестиционных доходов в структуре доходов домохозяйств фактически означало возвращение домашних хозяйств к советской модели, в которой их доход зависит в основном от заработной платы и социальных выплат, т.е. от работодателей и государства. Возможно, это стало фактором изменения социального поведения населения и его политических предпочтений в 2010-е годы в России. Как представляется, такие изменения негативно влияют на предпринимательскую и инвестиционную активности и, соответственно, на экономическую динамику.

5. Заключение

Сложившееся в последние годы разнообразие концепций, определяющих и/или оценивающих эффективность финансового сектора, позволило нам провести их классификацию, выделив четыре группы таких концепций:

- опирающихся на макроэкономический подход (в том числе концепция АЭ);
- ценовой (информационной) эффективности;
- опирающихся на микроэкономический подход;
- адаптивных рынков.

Мы показали, что оценки микроэкономической (операционная эффективность; эффективность защиты прав инвесторов; показатели GFDD) и информационной эффективности финансового сектора опираются на понятие транзакционных издержек. Для микроэкономической и информационной эффективности мы предложили следующее интегральное определение: финансовый рынок эффективен во всех аспектах, если на нем отсутствуют транзакционные издержки. Низкие транзакционные издержки являются обязательным условием для эффективной аллокации капитала. Соответственно, микроэкономическая эффективность финансового сектора является обязательным условием его макроэкономической эффективности.

Для оценки макроэкономической эффективности мы предложили несколько показателей. По результатам их апробации на российских данных можно предложить следующие выводы для экономической политики.

Для повышения эффективности финансового сектора для компаний необходимо продолжать развитие рынка корпоративных облигаций, ставшего после 2015 г. основным источником долгосрочных капиталовложений. Вместе с тем следует кардинально повысить привлекательность рынка акций как источника долгосрочных инвестиций корпораций, что не только повысит их инвестиционную активность, но и благотворно скажется на их устойчивости, расши-

рит базу для кредитной экспансии. Такие меры были предложены в (Данилов, Буклемишев, Абрамов, 2017), но сегодня особую актуальность приобрели макрореформы: в первую очередь – улучшение инвестиционного климата и институтов, а также сокращение доли государства в экономике. После 2014–2015 гг. встала проблема наращивания долгосрочного кредитования, что в условиях жестких ограничений для формирования банковского капитала чревато ростом системных рисков. Поэтому необходимо устранить факторы, определяющие жесткие ограничения для наращивания банковского капитала.

Для восстановления эффективности финансового сектора для домохозяйств необходимы еще более глубокие изменения. Целью государства должно стать развитие предпринимательской и инвестиционной активностей населения, значительное увеличение доли финансовых активов в совокупном богатстве населения. Необходимо вернуть долю предпринимательских и инвестиционных доходов в структуру доходов населения, как минимум, к уровню середины 2000-х годов, а затем и выше. Лозунг «обогащайтесь и накапливайте»¹⁵ вновь должен вернуться в лексикон экономической политики, но не на короткое время, как в истории НЭПа, а навсегда, как в истории Франции¹⁶. Для этого необходимо вернуть доверие инвесторов к государству, утерянное в последние годы.

ЛИТЕРАТУРА / REFERENCES

- Данилов Ю.** (2016). Оценка места Российской Федерации и ее конкурентов на глобальном финансовом рынке // *Вопросы экономики*. № 11. С. 100–116. [**Danilov Yu.** (2016). Assessment of the place of the Russian Federation and its competitors in the global financial market. *Voprosy Ekonomiki*, 11, 100–116 (in Russian).]
- Данилов Ю.А.** (2017). Эффективность финансового рынка России: выполнение социально-экономических функций и глобальная конкурентоспособность. М.: Издательский дом «Дело» РАНХиГС. [**Danilov Yu.** (2017). *Efficiency of the Russian financial market: Performance of socio-economic functions and global competitiveness*. Moscow: Publishing house “Delo” RANEPА (in Russian).]
- Данилов Ю.А.** (2021). Устойчивые финансы: новая теоретическая парадигма // *Мировая экономика и международные отношения*. Т. 65. № 9. С. 5–13. [**Danilov Yu.A.** (2021). Sustainable finance: A new theoretical paradigm. *World Economy and International Relations*, 65 (9), 5–13 (in Russian).]
- Данилов Ю.А., Абрамов А.Е., Буклемишев О.В.** (2017). Реформа финансовых рынков и небанковского финансового сектора. М.: ЦСР–РАНХиГС. [**Danilov Yu.A., Abramov A.E., Buklemishev O.V.** (2017). *Reform of financial markets and non-banking financial sector*. Moscow: CSR–RANEPА (in Russian).]
- Данилов Ю.А., Буклемишев О.В., Абрамов А.Е.** (2017). О необходимости реформы финансовых рынков и небанковского финансового сектора // *Вопросы экономики*. № 9. С. 28–50. [**Danilov Yu.A., Buklemishev O.V., Abramov A.E.** (2017). On the need to reform financial markets and the non-banking financial sector. *Voprosy Ekonomiki*, 9, 28–50 (in Russian).]

¹⁵ «Всему крестьянству, всем его слоям нужно сказать: обогащайтесь, накапливайте, развивайте свое хозяйство» (Бухарин Н.И. «О новой экономической политике и наших задачах: доклад на собрании актива Московской организации». 17 апреля 1925 г. Харьков: Пролетарий. С. 31).

¹⁶ Идеолог либерального консерватизма Франсуа Гизо, впервые озвучивший данный лозунг в 1843 г., прямо увязал обогащение с просвещением народа и с построением инклюзивных институтов на основе реализации гражданами Франции своих политических прав. Это было необходимо для преодоления общественной неуверенности, возникшей в ходе длительной череды войн и революций (Матвеев С.Р. «Свобода и порядок: либеральный консерватизм Франсуа Гизо». М.: Изд. дом НИУ «Высшая школа экономики», 2019).

- Дебрё Ж.** (2018). Теория ценности: аксиоматический анализ экономического равновесия. М.: Издательский дом «Дело» РАНХиГС. [Debreu G. (2018). *Theory of value: An axiomatic analysis of economic equilibrium*. Translated from the English. Moscow: “Delo” RANEPА (in Russian). Originally published in 1959, New Haven, London: Yale University Press.]
- Евстигнеев В.Р.** (2002). Портфельные инвестиции в мире и в России: выбор стратегии. М.: Эдиториал УРСС. [Evstigneev V.R. (2002). *Portfolio investments in the world and in Russia: the choice of strategy*. Moscow: Editorial URSS (in Russian).]
- Капелюшников Р.И.** (2017). Статус принципа рациональности в экономической теории: прошлое и настоящее // *Журнал Новой экономической ассоциации*. № 1 (33). С. 162–166. [Kapelyushnikov R.I. (2017). The status of the principle of rationality in economic theory: Past and present. *Journal of the New Economic Association*, 1 (33), 162–166 (in Russian).]
- НАУФОР (2008). Российский фондовый рынок и создание международного финансового центра. Идеальная модель фондового рынка России на долгосрочную перспективу (до 2020 года). М.: НАУФОР. [NAUFOR (2008). *Russian stock market and the creation of an international financial center. The ideal model of the Russian stock market for the long term (until 2020)*. Moscow: NAUFOR (in Russian).]
- Норт Д.** (1997). Институты, институциональные изменения и функционирование экономики. М.: Начала. [North D. (1997). *Institutions, institutional change and economic performance*. Translated from the English. Moscow: Nachala. Originally published by Cambridge University Press, 1990 (in Russian).]
- Стиглиц Дж.** (2005). Ревущие девяностые. Семена развала. М.: Современная экономика и право. [Stiglitz J. (2005). *The roaring nineties: A new history of the world’s most prosperous decade*. Translated from the English. Moscow: Contemporary Economics and Law. Originally published by W.W. Norton & Co, 2003 (in Russian).]
- Шаститко А.Е.** (2002). Новая институциональная экономическая теория. М.: Экономический факультет МГУ, ТЕИС. [Shastitko A.E. (2002). *New institutional economic theory*. Moscow: Faculty of Economics, Moscow State University, TEIS (in Russian).]
- Ширяев А.Н.** (1998). Основы стохастической финансовой математики. Т. 1. «Факты. Модели». М.: ФАЗИС. [Shiryayev A.N. (1998). *Foundations of stochastic financial mathematics*. Vol. 1. “Facts. Models”. Moscow: FAZIS (in Russian).]
- Эффективный рынок капитала: экономический либерализм и государственное регулирование (2004). Т. 1. Под общ. ред. И.В. Костикова. М.: Наука. [An effective capital market: economic liberalism and government regulation (2004). Vol. 1. I.V. Kostikov (gen. ed.). Moscow: Nauka (in Russian).]
- Australian Financial Markets Association (2016). *Financial sector growth, capital formation and productivity*. Sydney: Australian Financial Markets Association.
- Barberis N., Thaler R.** (2003). A survey of behavioral finance. G. Constantinides, M. Harris, R. Stulz (eds.). *Handbook of the Economics of Finance*, 1 (2). Amsterdam: Elsevier Publishers.
- Baumal W.** (1968). *The stock market and economic efficiency*. New York: Fordham University Press.
- Beck T.** (2006). Creating an efficient financial system: Challenges in a global economy. *Policy Research Working Paper Series 3856*.
- Beck T., Mooney H.** (2021). Financial development in the Caribbean. In: S. Moisés, B. Diether (eds.). *Economic institutions for a resilient Caribbean*. Washington: Inter-American Development Bank.
- Calice P., Ribeiro E., Byskov S.** (2018). Efficient financial allocation and productivity growth in Brazil. *World Bank Policy Research Working Paper 8479*.

- Čihák M., Dermiguc-Kunt A., Feyen E., Levine R.** (2012). Benchmarking financial systems around the world. *World Bank Policy Research Working Paper 6175*.
- Čihák M., Dermiguc-Kunt A., Feyen E., Levine R.** (2013). Financial development in 205 economies, 1960 to 2010. *NBER Working Paper Series*, 18946.
- Collins B., Fazio F.** (1991). A methodology for measuring transaction costs. *Financial Analysts Journal*, 47 (2), 27–36.
- Dow J., Gorton G.** (1997). Stock market efficiency and economic efficiency: Is there a connection? *The Journal of Finance*, 52 (3), 1087–1129.
- Fama E.F.** (1965). Random walks in stock market prices. *Financial Analysts Journal*, 21 (5), 55–59.
- Fama E.F.** (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, 25 (2), 383–417.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R.W.** (1999). Investor protection: Origins, consequences, reform. *NBER Working Paper Series*, 7428.
- Leibenstein H.** (1966). Allocative efficiency vs. “X-efficiency”. *American Economic Review*, 56 (3), 392–415.
- Levine R.** (1997). Financial development and economic growth: Views and agenda. *Journal of Economic Literature*, 35 (2), 688–726.
- Levine R.** (2021). Finance, growth, and inequality. *IMF Working Paper WP/21/164*.
- Lo A.** (2005). Reconciling efficient markets with behavioral finance: The adaptive markets hypothesis. *Journal of Investment Consulting*, 7 (2), 21–44.
- Maimbo S.M., Melecky M.** (2014). Financial sector policy in practice. Benchmarking financial sector strategies around the world. *World Bank Policy Research Working Paper 6746*.
- Masciandaro D.** (2009). Politicians and financial supervision unification outside the central bank: Why do they do it? *Journal of Financial Stability*, 5, 124–146.
- Nove A.** (1991). ‘Allocational efficiency’. Can it be so? *Soviet Studies*, 43 (3), 575–579.
- Schoenmaker D., Schramade W.** (2019). Investing for long-term value creation. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 9 (4), 356–377.
- Sewell M.** (2011). History of the efficient market hypothesis. *Research Note RN/11/04*. London: University College London.
- Shiller R.** (2003). From efficient markets theory to behavioral finance. *Journal of Economic Perspectives*, 17 (1), 83–104.
- Stiglitz J.** (1993). Financial systems for Eastern Europe’s emerging democracies. *International Center for Economic Growth Occasional papers 38*. San Francisco: An International Center for Economic Growth publication.
- Svirydzhenka K.** (2016). Introducing a new broad-based index of financial development. *IMF Working Paper WP/16/5*.
- Wallis J.J., North D.C.** (1986). Measuring the transaction sector in the American economy, 1870–1970. In: *Long-term factors in American economic growth*. S. Engerman (ed.). Chicago: University of Chicago Press.
- West R.** (1975). On the difference between internal and external market efficiency. *Financial Analysts Journal*, 31 (6), 30–34.
- Zingales L.** (2015). Does finance benefit society? *NBER Working Paper 20894*.

Поступила в редакцию 06.10.2022

Received 06.10.2022

Yu.A. Danilov

Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration
(RANEPA), Moscow, Russia

Financial sector efficiency: Present concepts and the estimation problem¹⁷

Abstract. This article presents classification of existing concepts of the efficiency of the financial sector. Proposed the hypothesis that assessments of the microeconomic and informational efficiency of the financial sector are fundamentally based on the concept of transaction costs. Suggested a number of indicators for assessing the macroeconomic efficiency of the financial market and their approbation on the Russian data. We identified four areas for assessing the effectiveness of the financial sector, differing in the level of consideration, recognition of the principle of rationality, accounting for transaction costs: assessing the macro-efficiency of the financial sector; information-efficient market hypothesis; the concept of adaptive markets. The assumption is formulated that the concepts studying the efficiency of financial systems at the micro level, as well as the efficient market hypothesis, are based on the principle of minimizing transaction costs. While there is a significant theoretical backlog on the issue of macroeconomic efficiency of the financial sector, there is a shortage of quantitative estimates, so we tried to offer a number of such indicators, focusing on the functions of financial markets in a developing economy. The article constructs the estimates of the macroeconomic efficiency of the Russian financial market from two sides of the process of transforming savings into investments (attracting investments by enterprises and placing savings by households).

Keywords: *efficiency of the financial sector; allocative efficiency; functions of the financial sector; transaction costs; investor protection; operationally efficient market; informationally efficient market.*

JEL Classification: E44, G00, G14, G51.

For reference: **Danilov Yu.A.** (2022). Financial sector efficiency: Present concepts and the estimation problem. *Journal of the New Economic Association*, 5 (57), 72–92. DOI: 10.31737/2221-2264-2022-57-5-5

¹⁷ The author thanks RANEPA researcher D.A. Pivovarov for help in carrying out the calculations, other RANEPA researchers, whose criticism and assistance in discussing the problems raised in the article allowed to seriously improve the quality of the work, as well as the reviewer, whose comments made it necessary to strengthen the of foundation the proposed theses.