

**Финансовые рынки**

# РЫНОЧНО-ОРИЕНТИРОВАННЫЕ И БАНКО-ОРИЕНТИРОВАННЫЕ ФИНАНСОВЫЕ СИСТЕМЫ: ПОСТКРИЗИСНЫЕ СООТНОШЕНИЯ В РОССИИ И В МИРЕ

Марина ДОРОШЕНКО, Сергей ДУБИНИН, Анна ЛОЛЕЙТ

Марина Евгеньевна Дорошенко —  
доктор экономических наук,  
профессор кафедры прикладной  
институциональной экономики,  
МГУ им. М. В. Ломоносова  
(РФ, 119234, ул. Ленинские Горы, 1, стр. 46).  
E-mail: marina\_dorochenko@yahoo.com

Сергей Константинович Дубинин —  
доктор экономических наук, заведующий  
кафедрой финансов и кредита,  
МГУ им. М. В. Ломоносова (РФ, 119234,  
Москва, ул. Ленинские Горы, 1, стр. 46);  
член наблюдательного совета, ПАО «ВТБ Банк»  
(РФ, 123112, Москва, Пресненская наб., 12).  
E-mail: dsk@vtbcapital.com

Анна Сергеевна Лолейт —  
кандидат экономических наук,  
старший аналитик, Boston Consulting Group  
(РФ, 125047, Москва, ул. Гашека, 6).  
E-mail: aslolejt@econ.msu.ru

## Аннотация

Статья посвящена эмпирическим оценкам изменений финансовой структуры после мирового финансового кризиса, ее цель — выявить и измерить сдвиги в сторону рыночно-ориентированного или банко-ориентированного типа финансовой системы, вызванные кризисом. Опираясь на методику измерения показателя финансовой структуры, разработанную Бекон и Левайном, авторы провели количественные оценки изменений этого показателя в послекризисные годы и обнаружили, что в подавляющем большинстве стран мира структура изменилась: в целом на глобальном уровне усилилась тенденция к рыночной ориентации на фоне растущей поляризации национальных финансовых систем. Но на страновом уровне изменения несут разнонаправленный характер: в некоторых странах, в том числе в России, нарастает банковская ориентация. Проведя международные сопоставления, авторы выявили изменчивость структуры финансовой системы во времени и выяснили, что любой ее тип может оказаться устойчивым при определенном сочетании внешних условий. Углубленный эмпирический анализ российской финансовой системы показал отчетливую банковскую ориентацию в 1990-е годы, которая в последующем десятилетии (2001–2010) сменилась усиливающейся тенденцией к рыночной ориентации; однако мировой финансовый кризис способствовал обратному развороту к банковской ориентации после 2011 года. Доказано, что этот разворот оказал положительное влияние на саму банковскую систему, но пока не обнаружил позитивного воздействия на экономическое развитие в целом, в том числе по причине олигополизированного характера банковской отрасли. Тем не менее выявленный тренд демонстрирует определенный потенциал мобилизации ликвидных ресурсов, который для своего раскрытия, однако, требует проведения поддерживающих мер экономической политики. Эти меры должны быть нацелены на формирование устойчивого баланса между банко- и рыночно-ориентированными сегментами с учетом их взаимодополняемости.

**Ключевые слова:** банко-ориентированная финансовая система, рыночно-ориентированная финансовая система, банковские активы, рынок акций.

**JEL:** G01, G15, G21, E44.

---

При подготовке статьи использованы результаты научного исследования «Проектирование возможных траекторий преодоления институциональных ограничений развития российского финансового рынка», осуществленного при поддержке Фонда содействия развитию экономического факультета МГУ им. М. В. Ломоносова.

Статья публикуется в авторской редакции.

## Введение

**О**сновная функция современной финансовой системы состоит в том, чтобы способствовать эффективному перемещению финансовых ресурсов от экономических субъектов, имеющих временный их избыток, к субъектам, ощущающим временный же в них недостаток. Согласно наиболее распространенному подходу в финансовых системах национальных государств преобладают либо операции коммерческого банкинга (кредитный рынок), либо сделки с ценными бумагами (рынок ценных бумаг). В связи с этим еще во второй половине XX века стало проследиваться различие между *банко-ориентированными* (bank-oriented) и *рыночно-ориентированными* (market-oriented) финансовыми системами (см., например, [Goldsmith, 1969]). Разница между ними заключается в преобладающем механизме мобилизации сбережений и трансмиссии их в реальный сектор: через систему финансового посредничества в первом случае или напрямую через систему финансовых рынков, прежде всего первичных, — во втором. Экономисты много лет спорят о сравнительных преимуществах финансовых систем, в основе которых лежат банковский или рыночный секторы (bank-oriented vs. market-oriented financial systems).

В первые десятилетия обсуждения этой темы в литературе общая тенденция была такова: рыночно-ориентированные системы эффективнее ввиду большей гибкости и относительного снижения агентских издержек. Однако уже в классической работе Франклина Аллена и Дугласа Гейла [Allen, Gale, 2000] доказывается, что ответ на этот вопрос не так однозначен. Хотя авторы и склонны соглашаться с тезисом об относительно более высокой эффективности рыночно-ориентированной системы по критерию ее вклада в экономический рост, однако подчеркивают, что такой вывод является следствием скорее позитивного анализа, нежели нормативного. Просто страны с наиболее развитой финансовой системой оказываются рыночно-ориентированными (прежде всего США и Великобритания), но это не обязательно свидетельствует о наличии причинно-следственной связи.

В настоящее время на теоретическом уровне учеными достигнуто определенное взаимопонимание. При сравнении множества национальных финансовых систем было установлено, что оба типа обладают как достоинствами, так и недостатками.

С одной стороны, целый ряд ученых, таких как Александр Гершенкрон [Gerschenkron, 1962], Дуглас Даймонд [Diamond, 1984], Джозеф Стиглиц [Stiglitz, 1985], Джон Бойд и Эдвард Прескотт [Boyd, Prescott, 1986], Валери Бенцивенга и Брюс Смит [Bencivenga,

Smith, 1991], Амар Бхайд [Bhide, 1993], Рене Стульц [Stulz, 2002], а также многие другие полагали, что банко-ориентированная финансовая система превосходит рыночно-ориентированную. Согласно этому подходу банки выполняют функцию снижения информационной асимметрии и решают проблему межвременных транзакционных издержек и рисков, а потому обладают сравнительными преимуществами с точки зрения сбора информации, оценки стоимости компаний и обеспечения взаимоотношений с компаниями [Gerschenkron, 1962; Opler, 1993; Rajan, Zingales, 1998].

С другой стороны, такие авторы, как Бенгт Хольмстром и Жан Тироль [Holmstrom, Tirole, 1993], Майкл Джансен и Кевин Мерфи [Jansen, Murphy, 1990], Арнольд Бут и Ангьян Такор [Boot, Thakor, 1997], Эккехард Венгер и Кристоф Касерер [Wenger, Kaserer, 1998], а также многие другие придерживаются противоположной точки зрения, отстаивая преимущества рыночно-ориентированной системы. Справедливо подчеркивается, что прямое перемещение средств снижает агентские издержки. Однако при этом возрастают издержки, связанные с асимметрией информации.

Вместе с тем Роберт Мертон и Зви Боди [Merton, Bodie, 1995], Росс Левайн [Levine, 1997], Элизабет Хайбенс и Смит [Huybens, Smith, 1999] полагают, что для экономического развития критическим фактором является уровень обеспеченности экономических субъектов финансовыми услугами в целом, а не структура этих услуг, и подчеркивают взаимодополняемость банков и рынков как производителей таких услуг для домохозяйств и компаний.

Однако взаимодополняемость не снимает проблему поиска баланса между рыночным и банковским секторами финансовой системы. Торстен Бек, Асли Демиргюч-Кунт и Левайн в эмпирической работе [Beck et al., 2010] показали, что если финансовая система находится в неравновесном состоянии относительно оптимального соотношения банко- и рыночно-ориентированности, то экономические субъекты получают субоптимальный объем финансовых услуг, что оказывает негативное влияние на экономическую активность. В обоих сегментах, финансовых рынков и финансовых посредников, формируется дисбаланс спроса и предложения, который может принять устойчивый характер. В результате страны с несбалансированной структурой финансового сектора в целом страдают и от перекоса структуры предоставляемых финансовых услуг (см. также [Čihák et al., 2012]). Причем такие перекосы авторы не склонны напрямую связывать со структурой финансовой системы, поскольку, по их оценкам, тип финансовой системы ничего не говорит об уровне развития страны в целом: среди рыночно-ориентированных и банко-ориентированных стран есть как развитые, так и развивающиеся экономики.

Таким образом, экономическая наука предлагает много доводов в пользу как прямого, так и косвенного финансирования. Считается, что система непосредственного финансирования через финансовые рынки обеспечивает большую информационную прозрачность, более справедливое ценообразование и как следствие — более эффективное распределение ресурсов в экономике. Система опосредованного финансирования через финансовых посредников предоставляет больше возможностей по снижению риска, сокращает агентские издержки и вовлекает средства малых инвесторов, не имеющих ресурсов для самостоятельного выхода на финансовые рынки.

Играет роль и система государственного регулирования финансового сектора: если она создает препятствия (или неудобства) для работы в рамках, например, прямого финансирования, экономические агенты отдадут предпочтение косвенному, и наоборот (подробнее см. [Виноградов, Дорошенко, 2008]).

С эмпирической точки зрения жизнеспособными являются как банко-, так и рыночно-ориентированные финансовые системы, при этом и те, и другие могут сочетаться как с высоким, так и с низким уровнем общеэкономического развития. Последнее обстоятельство заставляет задуматься о том, что именно воздействует на национальные экономики, вынуждая их склоняться к тому или другому типу, насколько такой выбор устойчив в долгосрочном периоде и каковы последствия этого выбора для экономической политики.

## **1. Эволюция структуры финансовой системы до и после кризиса: глобальный обзор**

Задача ускорения экономического развития России делает актуальным и вопрос о структуре финансового сектора экономики, поскольку аргументы за и против каждого типа финансовой структуры значимы для выработки ориентиров государственного регулирования. После окончания кризиса 2007–2009 годов во всех странах происходит поиск оптимального баланса между двумя стратегическими целями политики финансовых и денежных властей — обеспечением долговременной устойчивости системы небанковских финансовых институтов и коммерческих банков (управление рисками и достаточностью капитала) и использованием инструментов денежно-кредитной политики в сочетании с банковским надзором и регулированием в целях стимулирования роста экономики (подробнее см. [Дубинин, 2019]). Институциональные же барьеры развития в сегментах финансовых рынков и финансового посредничества разные, поэтому определение

их масштабов и значимости важно для выстраивания дорожных карт, ведущих к балансу целей.

Поскольку вопрос об оптимальном соотношении двух ключевых сегментов до сих пор остается открытым, целесообразно обратиться к данным сравнительного анализа структуры финансовых систем по ряду стран различного уровня развития.

Для количественной оценки того, насколько финансовая система является банко- или рыночно-ориентированной, Бек, Демиргюч-Кунт и Левайн [Beck et al., 2010] разработали показатель финансовой структуры, который равен отношению показателя «кредиты, предоставленные банками частному сектору» (private credit) к показателю «капитализация рынка ценных бумаг» (securities market capitalization). Чем выше это соотношение, тем в большей степени финансовая система той или иной страны является банко-ориентированной. Для более четкой типологизации авторы используют сравнение этого показателя со средним по выборке: страны, у которых значение показателя финансовой структуры выше среднего, отнесены к сугубо банко-ориентированным, остальные — к рыночно-ориентированным.

Согласно полученным в статье результатам, по выборке стран<sup>1</sup> за период с 1980 по 2008 год средний показатель финансовой структуры составил 6,3. Разброс показателя при этом достаточно велик: ниже 0,64 (10-й перцентиль) в Сингапуре, Южной Африке и Швеции и более 13,9 (90-й перцентиль) — в Армении, Боливии и Вьетнаме. Российская Федерация, как Чили и Малайзия, оказалась страной с чрезмерно рыночно-ориентированной структурой (<0,4, 10-й перцентиль), а Уругвай, Болгария и Доминиканская Республика — странами со слишком банко-ориентированной финансовой структурой (>6,6, 90-й перцентиль).

Таким образом, финансовая система Российской Федерации на проанализированном авторами временном промежутке относилась к рыночно-ориентированной. Объем трансмиссии ресурсов через финансовые рынки превышал их поток через систему банковского финансового посредничества.

Однако данные, которыми оперирует указанная публикация, ограничиваются 2010 годом и не отражают существенных изменений, произошедших в мировой финансовой системе после кризиса. Для России ограниченность временного отрезка еще критичнее, поскольку помимо глобальных событий на ее финансовую систему дополнительно повлияли сдвиги, связанные с кризисом 2014–2015 годов и наложенными на страну экономическими санк-

---

<sup>1</sup> В выборку включены все страны, релевантная информация по которым представлена в базе данных Всемирного банка по глобальному финансовому развитию (GFDD).

циями. Представляется актуальным провести эмпирическое исследование кризисных и послекризисных сдвигов в структуре российской финансовой системы, а также сопоставить их с общемировой динамикой с целью оценки кратко- и долгосрочных последствий этих сдвигов. Для этого необходимо оценить показатели финансовой структуры, для расчета которых имеется доступная статистическая информация.

С этой целью мы проделали расчеты по методике, разработанной Бекон, Демиргюч-Кунт, Левайном и их коллегами и неоднократно применявшейся для оценки профиля финансовых систем различных стран мира [Beck et al., 2010]. Методика эта была избрана потому, что она является фактически общепризнанной, неоднократно использовалась самими Бекон и Левайном и их соавторами из разных стран для типологизации национальных финансовых систем. Это позволяет делать корректные международные сопоставления на достаточно протяженных отрезках времени. Достоинствами методики являются ее относительные простота и доступность необходимых для расчетов первичных данных.

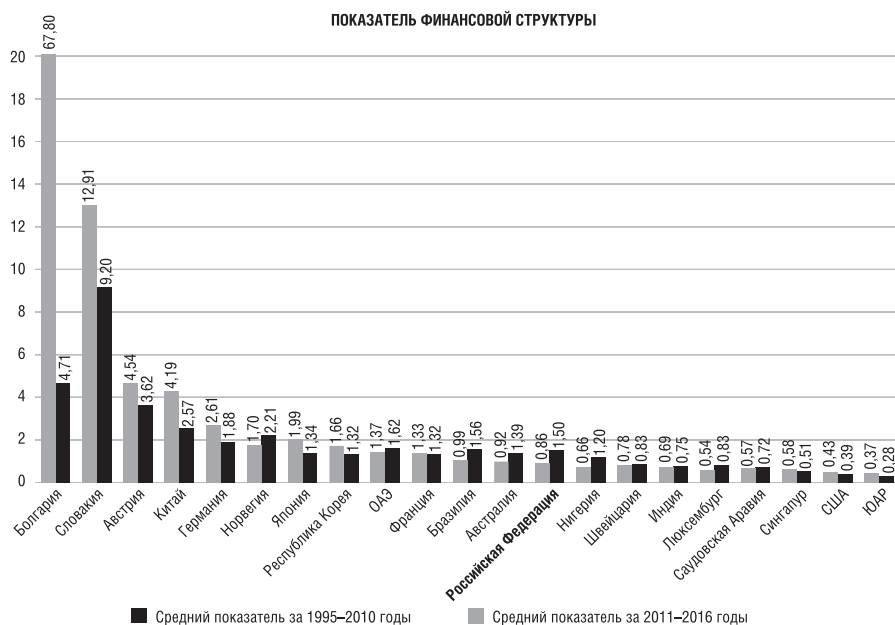
Наши расчеты производились на основании данных, опубликованных Всемирным банком в базах данных по финансовому развитию и структуре (по состоянию на ноябрь 2013)<sup>2</sup> и базе данных по глобальному финансовому развитию (GFDD)<sup>3</sup>. Источником первичных данных по показателю «кредиты, предоставленные частному сектору» является Сборник по международной финансовой статистике, публикуемый Международным валютным фондом (IMF's International Financial Statistics), в настоящее время показатель Обзора кредитных организаций<sup>4</sup>, сведения по которому предоставляются в МВФ центральными банками различных стран. Источником первичных данных по показателю «капитализация рынка ценных бумаг» до апреля 2013 года был Global Stock Markets Factbook, ранее публикуемый Standard & Poor's. С декабря 2015 года указанные выше данные заменены информацией Всемирной федерации бирж (*World Federation of Exchanges*), данные которой представляют национальные биржи<sup>5</sup>. Полученные оценки в глобальном разрезе представлены на рис. 1.

<sup>2</sup> Financial Development and Structure Dataset. <http://econ.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/EXTDEC/EXTRESEARCH/0,,contentMDK:20696167~pagePK:64214825~piPK:64214943~theSitePK:469382,00.html>.

<sup>3</sup> Global Financial Development Database. <http://data.worldbank.org/data-catalog/global-financial-development>.

<sup>4</sup> Показатели денежно-кредитной статистики. Банк России. <http://cbr.ru/eng/statistics/Default.aspx?PrftId=dkfs>.

<sup>5</sup> <https://www.world-exchanges.org/our-work/statistics>.



Источник: данные базы данных Всемирного банка (GFDD) по состоянию на июнь 2019 года.

Рис. 1. Оценки показателя структуры финансового сектора отдельных стран мира

Согласно нашим расчетам, по обновленным данным базы данных Всемирного банка (GFDD) по состоянию на июнь 2019 года, в период с 1995-го по 2016 год средний показатель финансовой структуры (по странам, релевантная информация по которым представлена в базе данных GFDD) составил 4,39<sup>6</sup> — почти в полтора раза ниже, чем оцененный в работе [Beck et al., 2010] для периода 1995–2008 годов. В целом на глобальном уровне в посткризисный период 2009–2016 годов заметно усилилось тяготение к рыночной ориентации национальных финансовых систем.

Разброс показателей при этом увеличился по сравнению с оценками, данными в работе [Beck et al., 2010] для периода 2008–2010 годов: ниже 0,5 в Катар, ЮАР и США и более 5 — на Кипре, в Ливане и Вьетнаме. Видимо, мировой финансовый кризис способствовал нарастанию поляризации национальных финансовых систем, тенденции к более отчетливому доминированию одного из сегментов. Рис. 1 свидетельствует, что для развитых стран, включая отдельные страны еврозоны, характерно постепенное смещение от банк-ориентированной к рыночно-ориентированной системе. Россия же демонстрирует противоположный тренд, который в представленной выборке характерен также для Бразилии, Австралии, Нигерии, Норвегии, Люксембурга и Саудовской Аравии.

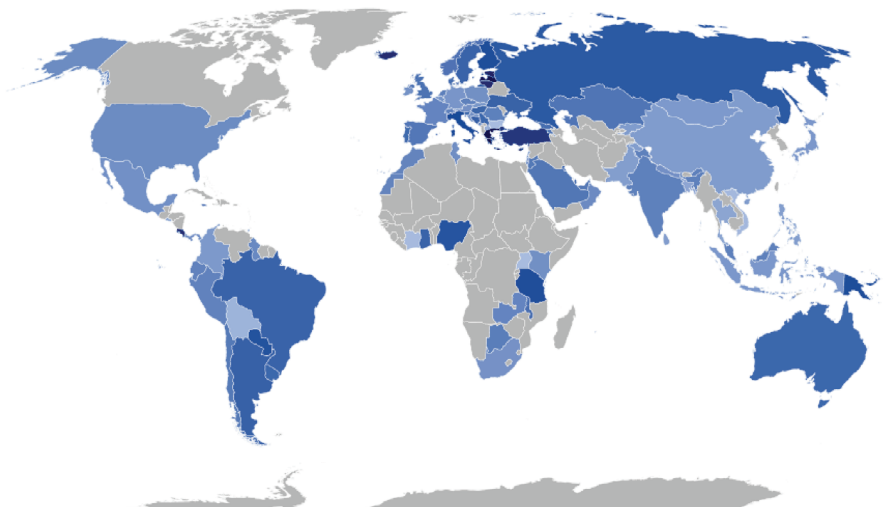
<sup>6</sup> Значения показателя финансовой структуры по Намибии были исключены из выборки в связи с аномальными значениями показателя в 2011 и 2012 годах (4898,45 и 5,02 соответственно).

Динамика этого показателя отражает сразу несколько экономических процессов. Это результат оценки страновых и предпринимательских рисков капиталовложений в акции каждой из национальных экономик инвесторами глобального мирового рынка с одной стороны и с другой — инвесторами национальными. В большинстве развитых экономик корпоративный сектор способен использовать обширный спектр инструментов мобилизации финансовых ресурсов на всех финансовых рынках, включая как рынки ценных бумаг, так и кредитные. В странах развивающихся рынков вследствие послекризисного роста рисков прямого финансирования реального сектора усиливается тенденция использования преимущественно банковского кредитования, что не исключает одновременного вывоза капитала из развивающихся стран и последующего его инвестирования в собственную экономику.

Более полное сопоставление стран в зависимости от тенденции доминирования определенного типа финансовой системы, составленное на основе наших расчетов, показано на рис. 2. На нем для каждой страны определен показатель изменения среднего показателя финансовой структуры за период 2010–2016 годов относительно среднего показателя финансовой структуры за период 1995–2009 годов. Видно, что в России, как и в Нигерии, Бразилии и Аргентине, а также в Австралии, наблюдается тренд на посте-

Ориентированность финансовой системы, 2010–2016 гг. относительно 1995–2009 гг.  
от рыночно-ориентированной к банко-ориентированной финансовой системы

Рыночно-ориентированная — Банко-ориентированная



Источник: данные GFDD по состоянию на июнь 2019 года.

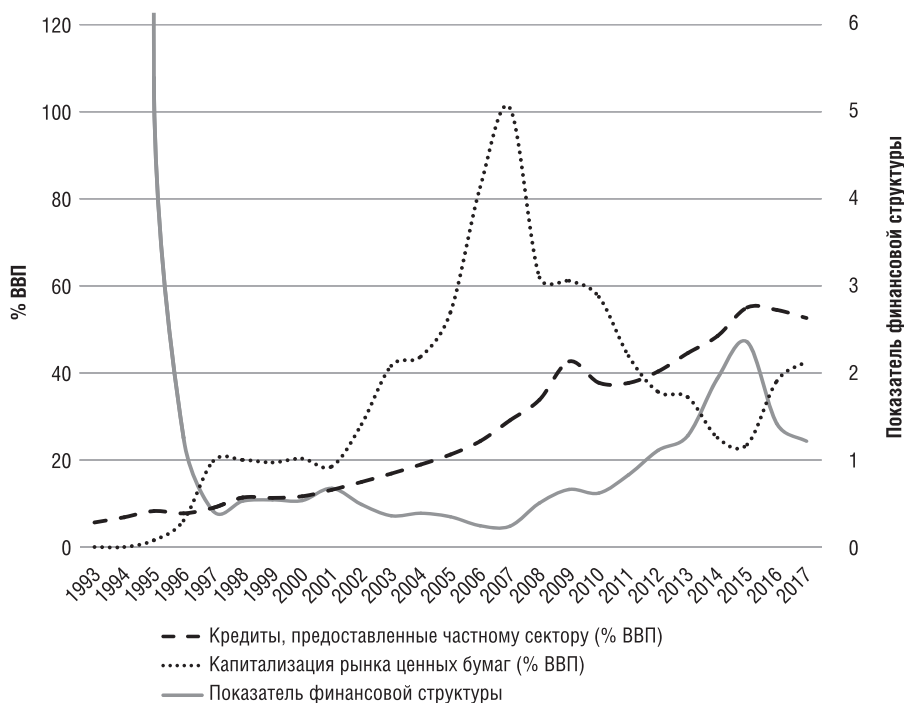
Рис. 2. Изменение среднего показателя финансовой структуры в 2010–2016 годах относительно его среднего значения в 1995–2009 годах в разрезе отдельных стран



пенное увеличение банковского сектора экономики, в то время как в Китае, США и Японии прослеживается обратная тенденция. Можно прийти к выводу, что оценка инвестиционного риска при вложениях в акции российских предприятий и прямых иностранных инвестиций в основной капитал в России в последние годы растет темпами выше среднемировых.

## 2. Динамика структуры российской финансовой системы

Выявленная динамика показателя глобальной финансовой структуры в посткризисный период обнаруживает общую тенденцию к поляризации. Стран, чья финансовая структура не выказала сколько-нибудь заметных сдвигов, как свидетельствуют рис. 1 и 2, в мире немного (например, Швейцария и Индия). Однако движение как к одному, так и к другому полюсу совершают достаточно разнородные финансовые системы, и поэтому причины для этих сдвигов неочевидны на уровне сравнительного межстранового анализа. Необходимо углубление в проблему на национальных уровнях, что мы и проделали на примере России, рассчитав и изучив показатели ее финансовой структуры за период с 1995 года по 2017-й (рис. 3).



Источник: данные GFDD, Росстата и Банка России по состоянию на июнь 2019 года.

Рис. 3. Изменения структуры российской финансовой системы, 1995–2017 годы

Чтобы не перегружать график, на рис. 3 не отражены среднемировые значения показателя финансовой структуры (они представлены на рис. 1 и 2), но сопоставление двух диаграмм показывает, что в 1990-е годы российская система была, скорее, банко-ориентированной. После кризиса 1998-го она начала постепенно разворачиваться в сторону преобладания финансовых рынков, и этот тренд достиг пика в 2007 году. Однако после кризиса 2008–2009 годов капитализация рынка ценных бумаг стала падать, и трансмиссионные механизмы прямого действия (без участия банковского посредничества), соответственно, тоже стали ослабевать. Поэтому разворот к банко-ориентированности после 2010 года (периода, отраженного в статье [Beck et al., 2010]) стал к 2015-му достаточно заметным (рис. 1 и 2)<sup>7</sup>.

Снижение показателя финансовой структуры в 2016 году связано, скорее, не с увеличением объемов торгов на финансовых рынках и/или сокращением объемов банковского кредитования, а в значительной степени обусловлено ухудшением общей экономической ситуации в стране, в частности возросшей волатильностью национальной валюты.

Полученные эмпирические закономерности заслуживают самого пристального анализа. Интерес представляет рассмотрение экономической и институциональной эволюции механизма трансформации валовых сбережений в инвестиции на рынке ценных бумаг и рынке банковских кредитов.

Статистический показатель «банковские кредиты частному сектору» достаточно прозрачен и сопоставим в долгосрочном периоде. На основе банковской отчетности Центрального банка Российской Федерации можно с высокой точностью проследить опережающий рост такого кредитования по сравнению с динамикой ВВП. Те же закономерности прослеживаются при использовании показателя динамики изменения объема активов банковского сектора в сопоставлении с динамикой роста ВВП.

Менее очевидной является оценка детерминант изменения объема показателя «капитализация рынка ценных бумаг». Финансовый рынок в России с начала становления в первой половине 1990-х годов ориентировался на использование услуг институтов небанковского и банковского посредничества. В течение первого десятилетия рыночных реформ происходило интенсивное формирование и постоянное реструктурирование институтов, предлагающих услуги по мобилизации сбережений и их инвести-

---

<sup>7</sup> Аналогичные выводы получены в эмпирическом исследовании, проведенном под эгидой Банка России [Столбов и др., 2017], где авторы пользуются другой методикой, основанной на трудах Аллена и Гейла [Allen, Gale, 2000], но также приходят к выводу о преобладании в последние годы сектора финансового посредничества над сектором финансовых рынков.

рованию в ценные бумаги. Развитие шло от венчурных инвестиционных фондов к паевым инвестиционным фондам, негосударственным пенсионным фондам.

Период 2000–2008 годов, несомненно, характеризуется резким ускорением темпов роста капитализации российского рынка ценных бумаг. Этот феномен связан с ростом привлекательности инвестиций в ценные бумаги российских эмитентов. Соответствующим образом изменился и показатель структуры финансового сектора. Он демонстрирует определенное смещение в сторону рыночной ориентации.

Наиболее очевидная гипотеза, объясняющая этот феномен, заключается в том, что источником средств для портфельных инвестиций в инструменты российского рынка ценных бумаг в период преобладания соответствующего сегмента стали не только национальные сбережения российских физических и юридических лиц, но и сбережения и инвестиции зарубежных контрагентов. На показатель «капитализация рынка ценных бумаг» в период восстановления экономического роста после финансового кризиса 1998 года значительное влияние оказывал спрос не только национальных, но и иностранных сберегателей, которые давали указания российским финансовым посредникам покупать или продавать акции и облигации российских акционерных компаний (корпораций). На такое их поведение повлиял целый ряд факторов:

- улучшение оценки странового российского риска и соответствующих международных рейтингов;
- оптимистическая оценка перспективы получения дивидендов по акциям российских компаний;
- низкая исходная цена российских ценных бумаг в сравнении с ценами на рынках развитых стран и ожидание положительной динамики стоимости (капитализации) акций российских компаний;
- активизация конкуренции с альтернативными вариантами инвестирования средств, прежде всего с банковскими депозитами и государственными облигациями. Повышенный риск инвестиций в российские активы сопровождался повышенной доходностью операций с ними.

Существует определенная категория международных инвестиционных фондов, хедж-фондов, паевых фондов, которые мобилизуют деньги инвесторов, предпочитающих операции с повышенными рисками. Они не только соотносят риск с доходностью, но и оценивают имеющиеся гарантии по возврату средств. Высокорисковые вложения в ценные бумаги эмитентов из развивающихся

стран составляют органическую часть предлагаемого клиентам таких фондов портфеля ценных бумаг. Стабилизация общего макроэкономического положения страны, ожидания снижения инфляции, ускорения экономического роста оказали на приток инвестиций (а значит, и на капитализацию рынка ценных бумаг) сильное положительное влияние в период 2002–2012 годов (рис. 3).

Однако после окончания кризиса 2008–2009 годов довольно скоро выяснилось, что победу в конкуренции за средства российских сберегателей одерживают коммерческие банки. Практика экономического поведения в России не демонстрирует ориентации домохозяйств на размещение своих сбережений в секторе небанковских посредников или на непосредственное приобретение ценных бумаг частного нефинансового сектора. Предпочтение постоянно отдается банковским депозитам. Сбережения нефинансового бизнеса также размещались прежде всего в коммерческих банках.

Описанные закономерности развития российской финансовой системы достаточно явно прослеживаются при сопоставлении объемов активов участников финансового рынка страны — кредитных организаций / коммерческих банков с одной стороны и небанковских финансовых посредников — с другой. Существует долгосрочный тренд преобладания банковского сектора. Министр финансов России Антон Силуанов констатировал, что «ресурсы населения, предприятий концентрируются в основном в банковском секторе. <...>В активах банковского сектора более 80 трлн руб. В страховом секторе и в негосударственных пенсионных фондах — менее чем по 2 трлн рублей»<sup>8</sup>.

Рецессия 2014–2015 годов, экономические санкции, снижение вдвое цены на нефть (основной экспортный товар страны), резкая девальвация национальной валюты — всё это привело к ослаблению интереса международных инвесторов к вложению средств в российский рынок ценных бумаг. Произошел вывод существенной части средств иностранных инвесторов из российских активов. Хотя определенные высокорисковые операции по схеме carry trade продолжают, капитализация российских нефинансовых компаний-эмитентов существенно снизилась и по абсолютным показателям, и в относительном выражении (в процентах к ВВП России). В результате статистические показатели демонстрируют разворот в пользу банко-ориентированного развития финансовой системы.

---

<sup>8</sup> Материалы XXV Международного финансового конгресса (МФК-2016) «Основные направления развития финансовых рынков Российской Федерации» // Деньги и кредит. 2016. № 9. С. 4.

### 3. Эмпирическая оценка роли банковского сектора в российской финансовой системе

Наш эмпирический анализ заставляет уделить особое внимание развитию банковского сектора, поскольку его преобладание в послекризисное время становится всё более явным (рис. 3). Активы банков (кредитных организаций) постоянно растут, в 2015–2016 годах они достигли 98–100% ВВП, невзирая на активно проводимую Банком России политику зачистки и оздоровления банковского сектора (табл. 1).

Т а б л и ц а 1

Макроэкономические показатели банковского сектора (% ВВП)

	2014	2015	2016	2017	2018
Активы <sup>а</sup>	78,5	98,0	99,5	92,9	92,6
Кредиты финансовым, нефинансовым организациям и физическим лицам <sup>б</sup>	54,3	56,0	53,2	52,6	52,9

<sup>а</sup> Отчет о развитии банковского сектора и банковского надзора в 2017 году. С. 101. [https://www.cbr.ru/Content/Document/File/48160/bsr\\_2017.pdf](https://www.cbr.ru/Content/Document/File/48160/bsr_2017.pdf).

<sup>б</sup> Рассчитано авторами по данным Банка России и Росстата.

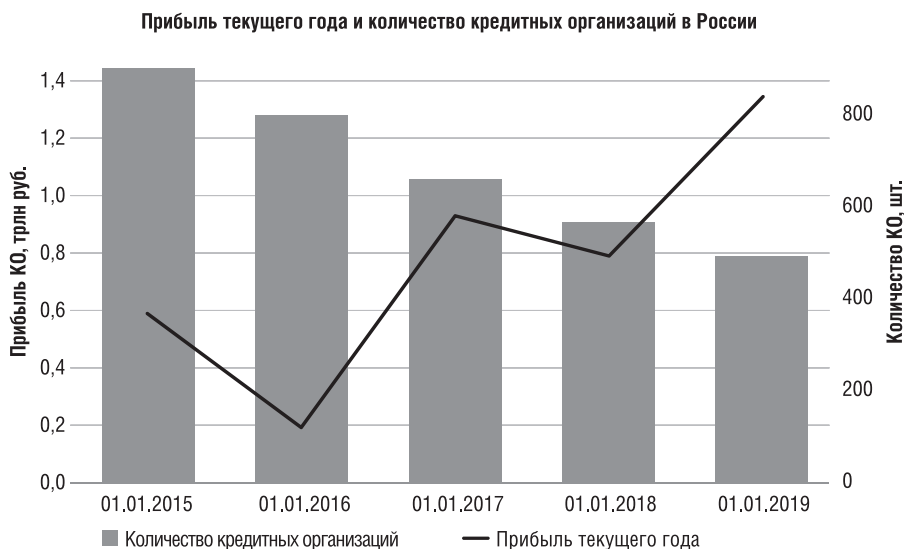
Вызвана указанная тенденция не только устойчивым ростом вклада банковской системы в ВВП, но прежде всего заметным сокращением активности финансовых рынков. Углубленный анализ причин и проявлений данного тренда проведен в работе Юрия Данилова, Олега Буклемишева и Александра Абрамова [Данилов и др., 2017]. В период 2016–2019 годов, в годы выхода из последнего финансового и экономического кризиса и весьма умеренного экономического роста, квартальный оборот на российских биржах, совершающих операции с ценными бумагами, составлял 73 964 млрд руб. в I квартале 2016 года и 72 212 млрд руб. — в I квартале 2019-го<sup>9</sup>. Высокая волатильность и противоположная динамика индексов Московской биржи (индекса ММВБ — рублевого и индекса РТС — долларового) в основном объясняются одновременными колебаниями курса российской валюты. 1 января 2019 года показатель индекса РТС по сравнению с маем 2008-го составил 49,4%<sup>10</sup>.

Согласно информации, размещаемой Банком России в Международном валютном фонде, в последние годы в России наблюдается постоянное сокращение количества кредитных организаций<sup>11</sup>. При этом годовая прибыль банков неуклонно растет (рис. 4).

<sup>9</sup> См. таблицы «Результаты торгов на фондовых биржах по видам ценных бумаг и производным финансовым инструментам». Статистический бюллетень Банка России, 2019. № 6(313). С. 100. [http://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/20033/Bbs\\_1906r.pdf](http://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/20033/Bbs_1906r.pdf).

<sup>10</sup> Российская экономика в 2018 г. Тенденции и перспективы. Вып. 40. М.: Изд-во Института Гайдара, 2019. С. 91.

<sup>11</sup> Количество действующих кредитных организаций определено как количество организаций, зарегистрированных до отчетной даты, с датой отзыва после этой даты или с действующей лицензией Банка России к настоящей дате согласно Списку кредитных организаций, а также информации по каждой отдельной кредитной организации, публикуемой Банком России.



Источник: по данным Банка России.

**Рис. 4. Динамика прибыли банковского сектора и количества банков в Российской Федерации**

Дискуссионным остается вопрос, насколько здоровой является такая тенденция для российского финансового сектора и экономики в целом. Ряд авторов указывают на то, что возрастание значимости банковской системы в России имеет определенные ограничения. Так, Данилов и его соавторы обосновывают тезис, утверждающий, что существенное увеличение объема долгосрочных инвестиций со стороны банковской системы невозможно по целому ряду причин, среди которых названы следующие:

- емкость банковского сектора уже находится на уровне, при превышении которого, по данным современных теоретических и эмпирических работ, этот сектор начнет тормозить экономический рост [Данилов и др., 2017. С. 35];
- доля банков в структуре внешних источников финансирования инвестиций в основной капитал уже сопоставима с рядом стран (в том числе Германией), в которых банковские пассивы по срочности в разы превосходят пассивы в России [Данилов и др., 2017. С. 40].

Приведенные аргументы мы проверили эмпирически, чтобы понять, действительно ли рост банковского сектора уже перестает быть серьезным драйвером экономического роста. Для этого мы провели, насколько позволяли общедоступные базы данных, оценку динамики выпуска российских кредитных организаций и сравнили ее с ВВП.

В качестве основного показателя деятельности банковского сектора использован показатель прибыли текущего года, рассчитанной на основании размещенной в открытом доступе информации, в том числе на сайтах ведущих российских банков<sup>12</sup>. Можно отметить также и то, что доля прибыльных кредитных организаций в период выхода из рецессии в 2016–2018 годах составляла около 72–74% общего числа. Объем прибыли банковской системы до налогообложения устойчиво растет.

Также нами была оценена рублевая составляющая<sup>13</sup> косвенно измеряемых услуг банковской системы (услуги финансового посредничества, измеряемые косвенным образом, УФПИК, Financial Intermediation Services Indirectly Measured, FISIM). Согласно методическим указаниям, разработанным и внедренным ООН<sup>14</sup>, а также Международным валютным фондом<sup>15</sup>, Евростатом<sup>16</sup> и Организацией экономического сотрудничества и развития<sup>17</sup>, «разница между ставкой процента, которую банк получает от заемщика, и базисной ставкой процента, плюс разница между базисной ставкой процента и ставкой процента, которую банк выплачивает по депозитам, представляет собой платежи за услуги финансового посредничества, измеряемые косвенным образом»<sup>18</sup>. Чистая

<sup>12</sup> Методический комментарий. Прибыль текущего года — финансовые результаты деятельности действующих кредитных организаций (до налогообложения) за период с начала текущего года. Финансовые результаты прошлого года не учитываются. Источником информации являются данные отчетности действующих кредитных организаций Российской Федерации по форме 0409101 «Оборотная ведомость по счетам бухгалтерского учета кредитной организации».

См. Положение о методике определения величины собственных средств (капитала) кредитных организаций («Базель III»)» (утверждено Банком России 28.12.2012 № 395-П):

«Прибыль текущего года, включаемая в расчет базового капитала, определяется как положительный результат от уменьшения остатков (части остатков), числящихся на балансовых счетах:

№ 10603, 10609, 10614, 10619 (за исключением переоценки инструментов хеджирования потоков денежных средств по объектам хеджирования, не оцениваемым по справедливой стоимости), 10621, 10622, 10624, 61301, 61304, 70601, 70602, 70603, 70604, 70605, 70613, 70615;

на сумму остатков (части остатков), числящихся на балансовых счетах № 10605, 10610 (за исключением части остатков, возникших в связи с приростом стоимости основных средств при переоценке), 10620 (за исключением переоценки инструментов хеджирования потоков денежных средств по объектам хеджирования, не оцениваемым по справедливой стоимости), 10623, 10625, 11101, 50905, 61401, 61403, 70606, 70607, 70608, 70609, 70610, 70611, 70614, 70616, а также на величину корректировки в соответствии с абзацем пятым настоящего подпункта». <http://base.garant.ru/70324376/#friends>.

<sup>13</sup> Поскольку процентные ставки по привлеченным и размещенным средствам в рублях и иностранной валюте различаются на порядок, объемы привлеченных средств в иностранной валюте за последние четыре с половиной года в среднем в два с лишним раза меньше объемов привлеченных средств в рублях, размещенных — в четыре с лишним раза меньше (см., например, Обзор кредитных организаций), информация по ставкам и объемам привлеченных и размещенных средств в иностранной валюте публикуется Банком России в агрегированном виде, авторы приняли решение для целей настоящей работы оценить рублевую составляющую косвенно измеряемых услуг банковской системы.

<sup>14</sup> FISIM Recording. Intersecretariat Working Group on National Accounts (ISWGN), UN. <https://unstats.un.org/unsd/nationalaccount/UD-FISIM.asp>.

<sup>15</sup> System of National Accounts-2008. <https://unstats.un.org/unsd/nationalaccount/sna2008.asp>.

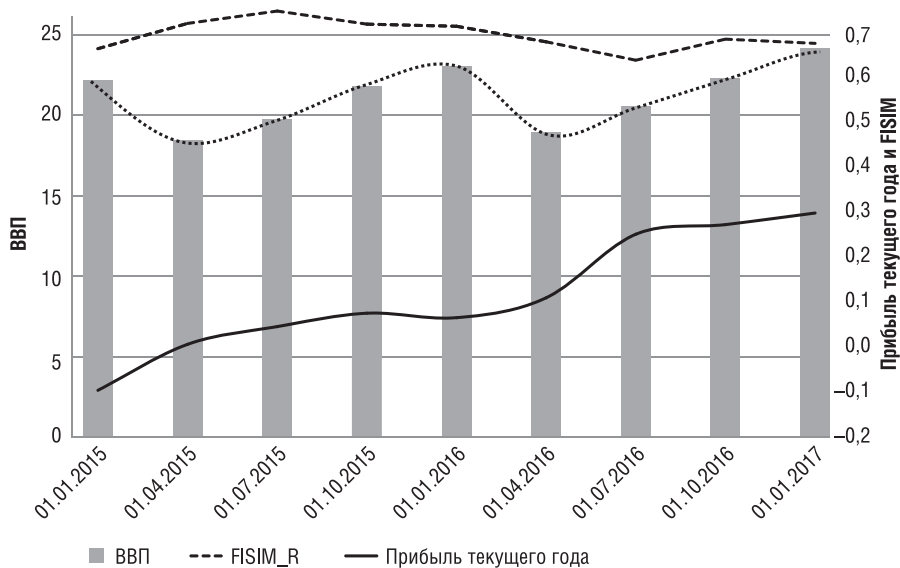
<sup>16</sup> European System of Accounts-2010. <http://ec.europa.eu/eurostat/web/esa-2010>.

<sup>17</sup> *Lequiller F., Blades D.* Understanding National Accounts 2014. Second Edition Revised and Expanded. P. 124. <http://www.oecd.org/sdd/UNA-2014.pdf>.

<sup>18</sup> System of National Accounts 2008. Ст. 6. 6.156. С. 114. <https://unstats.un.org/unsd/nationalaccount/docs/SNA2008.pdf>.

процентная маржа российских банков колеблется от 3,4 до 4,3%. Этот показатель является одной из основных составляющих дохода кредитных организаций. К сожалению, официальные сведения о его величине отсутствуют в открытом доступе, поэтому мы самостоятельно рассчитали его по недостаточно полным открытым источникам. Для оценки показателя использована информация, публикуемая Банком России по средневзвешенным процентным ставкам по привлеченным кредитными организациями вкладам (депозитам) физических лиц и нефинансовых организаций в целом по России, Обзору кредитных организаций, а также информация по ставке RUONIA и объему сделок, по которым произведен расчет данной ставки, и информация о валовом внутреннем продукте, публикуемая Росстатом.

Результаты оценок представлены на рис. 5.



Источник: данные Росстата и Банка России.

Рис. 5. Динамика ВВП и доходов российских кредитных организаций (прямых и косвенных) от финансового посредничества в части размещенных и привлеченных средств в национальной валюте (трлн руб.)

Рис. 5 позволяет увидеть, что показатели деятельности банковской системы практически не связаны в последнее время с динамикой ВВП. Для уточнения мы оценили тесноту связи между тремя показателями, точнее, темпами их роста, для нивелирования разницы в порядках величин. Значимых связей не выявлено: коэффициенты попарной корреляции по модулю не превышают 0,1, причем корреляция между динамикой ВВП и прибылью банковского сектора положительная, а между ВВП и FISIM — вообще



отрицательная. Таким образом, наблюдаемая в посткризисный период (после 2014 года) тенденция к росту и повышению прибыльности банковского сектора не обнаруживает связи с темпами экономического роста в России. Следовательно, на сегодня можно утверждать, что послекризисный разворот к банко-ориентированной финансовой системе оказался позитивным для самой банковской системы, но не обнаружил видимых положительных эффектов для экономики в целом.

#### 4. Плюсы и минусы растущей банко-ориентированности в России

Полученные выше оценки не должны, однако, жестко трактоваться как свидетельство неэффективности текущих сдвигов структуры российской финансовой системы. Работа по ее реструктуризации способна создать возможности для дополнительного предложения ликвидных финансовых ресурсов [Demirgüç-Kunt, Levine, 2010]. Но во избежание внутрисистемных дисбалансов параллельно необходимо стимулировать спрос на такие средства со стороны потенциальных инвесторов. Сейчас, на наш взгляд, этот процесс протекает недостаточно эффективно, в том числе по причине институциональных особенностей российской системы финансового посредничества.

В хорошо известной мировой практике долгосрочные инвестиции обеспечиваются мобилизацией средств при участии не только банков, но и таких небанковских финансовых посредников, как частные пенсионные фонды, страховые компании, закрытые и интервальные инвестиционные фонды. В российской национальной финансовой системе этот сектор финансовых институтов развит недостаточно. Более того, в России финансовые небанковские посредники в настоящее время создаются и развиваются в тесном взаимодействии с банковскими институтами. Они входят в состав финансовых конгломератов, которые в документах Банка России классифицируются как банковские холдинги и банковские группы. Банковская группа предлагает клиентам — инвесторам и потенциальным заемщикам всё меню финансовых услуг. Менеджеры финансового конгломерата стремятся оперировать под объединяющим все виды институтов брендом и на его основе продавать услуги и финансовые инструменты.

По оценкам Банка России, в настоящее время в РФ действуют 90 банковских групп. В их состав входят 230 юридических лиц, в том числе 135 кредитных организаций / банков. Одновременно Банк России выделяет 28 собственно банковских холдингов, в состав которых включены 36 кредитных организаций<sup>19</sup>. В финан-

<sup>19</sup> Отчет о развитии банковского сектора и банковского надзора в 2017 году. С. 101, 120. [https://www.cbr.ru/Content/Document/File/48160/bsr\\_2017.pdf](https://www.cbr.ru/Content/Document/File/48160/bsr_2017.pdf).

совой системе действуют и так называемые параллельные банки и небанковские финансовые организации. Между ними не заключаются формальные соглашения и отсутствует взаимное участие в капитале. Однако реальными бенефициарами их бизнеса являются одни и те же физические или юридические лица.

По статистическим данным Банка России, общая численность действующих кредитных организаций по состоянию на 1 апреля 2019 года сократилась до 473 (в том числе небанковских кредитных организаций — 43) по сравнению с 542 кредитными организациями всего годом ранее<sup>20</sup>, при том что общий объем активов банковского сектора возрос в то же время до 92 трлн руб.<sup>21</sup> С сокращением числа банков связан и параллельный процесс усиления концентрации капитала и бизнеса в российском банковском секторе, в результате роста этой концентрации банковских операций в настоящее время 80% банковских активов находилось под контролем семнадцати банков<sup>22</sup>.

Таким образом, формирование долгосрочных инвестиционных ресурсов непосредственно зависит от ожиданий и оценок менеджментом банковских групп спроса на деньги. Несмотря на то что банковская группа так же, как и банковский холдинг, не является юридическим лицом, оба осуществляют оценку эффективности инвестиционных проектов, сроков их окупаемости. После этого принимается решение о финансировании проекта одновременно по двум направлениям — путем размещения ценных бумаг и привлечения кредитов.

В результате реальная конкуренция на финансовом и кредитном рынках происходит между крупными и крупнейшими представителями предложения. На российском финансовом рынке она не приводит к существенному снижению цен для представителей спроса. Любое движение ставок процентов по различным видам депозитов или по массовым типам кредитов быстро подхватывается параллельно функционирующими кредитными институтами. В российской финансовой системе сложилась практически действующая олигополия, распространившая свою практику на большинство смежных секторов финансовых услуг, контролируемых банковскими группами. Отсутствие гибкости в отношении условий и цены кредитования понижает привлекательность заимствований. Последствием такого развития рынка являются дополнительные ограничения на спрос на заемные ресурсы.

---

<sup>20</sup> Статистический бюллетень Банка России. 2019. № 4(311). С. 102. <https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/19698/Bbs1904r.pdf>.

<sup>21</sup> Там же. С. 107.

<sup>22</sup> Там же. С. 179.

Видимо, по этой причине в период выхода из рецессии в 2017–2018 годах спрос на банковское кредитование со стороны корпоративного сектора оставался относительно слабым. Динамика обязательств предприятий реального сектора перед банковской системой (в процентах, год к году) снизилась с более чем 15% в июле 2014 года до отрицательных показателей в IV квартале 2016-го — I квартале 2017 года. Положительная динамика восстановилась во второй половине 2017 года (около 10%), и хотя через год, в июле 2018-го, этот показатель снизился вдвое (прирост год к году — около 5%), в 2018-м в целом объем кредитования российскими банками (новые кредиты) корпоративных заемщиков вырос на 17% по сравнению с предыдущим годом. Задолженность нефинансовых организаций перед банками по кредитам за 2018 год выросла на 5,8% — до 33,4 трлн руб.<sup>23</sup>

На банковских депозитах юридических лиц / предприятий накоплены весьма крупные финансовые ресурсы. В целом в настоящее время в банковской системе наблюдается профицит ликвидности, то есть превышение предложения денег со стороны банков, рост их вложений в депозиты в Банк России над спросом банков на кредиты Центрального банка. Структурный профицит ликвидности, по данным Банка России на 1 апреля 2019 года, составил 3,0 трлн руб., тогда как в первый месяц 2017-го наблюдался дефицит в объеме 0,7 трлн руб.<sup>24</sup> С одной стороны, это подтверждает тезис о том, что банко-ориентированное развитие способствует притоку дополнительных ликвидных ресурсов. С другой — если этот процесс не сопровождается адекватным приростом спроса на эти ресурсы, то указанное конкурентное преимущество банко-ориентированности может остаться нереализованным.

## Заключение

Проведенный в статье анализ позволяет констатировать, что национальные финансовые системы периодически проходят этапы трансформации от рыночно-ориентированных моделей к банко-ориентированным, а также могут эволюционировать в обратном направлении. Ключевыми моментами таких переходов являются периоды финансовых и экономических кризисов. Этапы развития институциональных структур финансовых систем непосредственно связаны с состоянием национальной экономики в целом.

---

<sup>23</sup> Отчет о развитии банковского сектора и банковского надзора в 2018 году. С. 20. [https://www.cbr.ru/Content/Document/File/72560/bsr\\_2018.pdf](https://www.cbr.ru/Content/Document/File/72560/bsr_2018.pdf).

<sup>24</sup> Банк России. Ликвидность банковского сектора и финансовые рынки: Информационно-аналитические комментарии. 2019. Март. № 3. С. 6. [https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/19403/LB\\_2019-37.pdf](https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/19403/LB_2019-37.pdf).

Высокая волатильность развития и интенсивность трансформаций характерны для экономик развивающихся рынков. Их отличают глубокие спады в процессе рецессии и тяжелые финансовые кризисы. Переход финансовых систем развивающихся рынков от рыночно-ориентированных моделей к банку-ориентированным отражает ожидания сберегателей и потенциальных инвесторов более обоснованных оценок соотношения будущих рисков и прибылей со стороны банков, чем от небанковских структур.

Российская экономика относится к категории развивающихся. Именно поэтому в процессе выхода из финансового кризиса 1990-х годов произошел быстрый трансформационный переход к рыночно-ориентированной модели. Однако затем в следующие два десятилетия преодоление кризисов оказалось связанным с ориентацией преимущественно на банковское посредничество и на кредитный рынок.

Перед российскими финансовыми и денежными властями и предпринимательским сообществом остро стоит задача найти источники и инструменты стимулирования экономического роста. На первый план выдвигается задача добиться структурной перестройки экономики России. Важность этой повестки стала сегодня фактически общепризнанной. Реструктуризация финансовой системы страны, банковского сектора в первую очередь, должна рассматриваться в таком контексте.

Финансовая система с институциональной точки зрения готова удовлетворять спрос на деньги со стороны бизнеса. В то же время национальная финансовая система нуждается в программе дальнейшей структурной перестройки. Важной самостоятельной задачей развития рынков ценных бумаг и банковских кредитов является повышение конкуренции за привлекаемые сбережения и за клиентов, способных обеспечить высокодоходное использование мобилизуемых финансовой системой ресурсов. Государственная политика пруденциального надзора и регулирования банковского сектора и институтов финансового рынка должна быть дополнена политикой стимулирования финансовых инноваций и поощрения многообразия рыночных инструментов. Естественной сферой подобного структурного развития может стать цифровизация финансовых операций и предложение финансовых услуг on-line.

Задачи, подлежащие решению, лежат, с одной стороны, в сфере денежно-кредитной и бюджетной политики в части готовности финансовых институтов служить трансмиссионным механизмом регуляторных импульсов, с другой — являются стимулами для инвесторов гибко реагировать на рыночные импульсы, включая не только кредитный рынок, но и рынок ценных бумаг. Общая эффективность финансовой системы России будет зависеть от

достижения сбалансированности между банко-ориентированной и рыночно-ориентированной ее частями с учетом их взаимодействия и взаимопроникновения.

### Литература

1. *Виноградов Д. В., Дорошенко М. Е.* Финансово-денежная экономика. М.: Изд. дом ГУ ВШЭ, 2008.
2. *Данилов Ю. А., Абрамов А. Е., Буклемишев О. В.* Реформа финансовых рынков и небанковского финансового сектора. М.: РАНХиГС, 2017.
3. *Дубинин С. К.* Макропруденциальное регулирование: опыт в России // Проблемы российской экономики после перехода к рынку. М.: РЭУ им. Г. В. Плеханова, 2019. С. 45–57.
4. *Столбов М., Голощапова И., Солнцев О., Цепилова Е., Ахметов Р., Панкова В.* Сопоставление модели российского финансового сектора с моделями финансовых секторов других стран. Банк России. Серия докладов об экономических исследованиях. № 23. 2017. [https://www.cbr.ru/Content/Document/File/16716/wp\\_23.pdf](https://www.cbr.ru/Content/Document/File/16716/wp_23.pdf).
5. *Allen F, Gale D.* Comparing Financial Systems. Cambridge, MA: MIT Press, 2000.
6. *Beck T., Demirgüç-Kunt A., Levine R.* Financial Institutions and Markets Across Countries and over Time: The Updated Financial Development and Structure Database // World Bank Economic Review. 2010. Vol. 24. No 1. P. 77–92.
7. *Bencivenga V, Smith B. D.* Financial Intermediation and Endogenous Growth // Review of Economic Studies. 1991. Vol. 58. No 2. P. 195–209.
8. *Bhide A.* The Hidden Costs of Stock Market Liquidity // Journal of Financial Economics. 1993. Vol. 34. No 1. P. 1–51.
9. *Boot A., Thakor A. V.* Financial System Architecture // Review of Financial Studies. 1997. Vol. 10. No 3. P. 693–733.
10. *Boyd J. H., Prescott E. C.* Financial Intermediary-Coalitions // Journal of Economic Theory. 1986. Vol. 38. No 2. P. 211–232.
11. *Čihák M., Demirgüç-Kunt A., Feyen E., Levine R.* Benchmarking Financial Systems Around the World. World Bank Group. Policy Research Working Paper. No 6175. 2012.
12. *Demirgüç-Kunt A., Feyen E., Levine R.* Optimal Financial Structures and Development: The Evolving Importance of Banks and Markets. 2011. <http://siteresources.worldbank.org/INTFR/Resources/DemirgucFeyenLevine060311.pdf/>.
13. *Diamond D.* Financial Intermediation and Delegated Monitoring // Review of Economic Studies. 1984. Vol. 51. No 3. P. 393–414.
14. *Gerschenkron A.* Economic Backwardness in Historical Perspective. Cambridge, MA: Harvard, 1962.
15. *Goldsmith R.* Financial Structure and Development. New Haven, CT: Yale University Press, 1969.
16. *Holmstrom B., Tirole J.* Market Liquidity and Performance Monitoring // Journal of Political Economy. 1993. Vol. 101. No 4. P. 678–709.
17. *Huybens E., Smith B. D.* Inflation, Financial Markets and Long-Run Real Activity // Journal of Monetary Economics. 1999. Vol. 43. No 2. P. 283–315.
18. *Jansen M. C., Murphy K. J.* Performance Pay and Top-Management Incentives // Journal of Political Economy. 1990. Vol. 98. No 2. P. 717–738.
19. *Levine R.* Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which Is Better? // Journal of Financial Intermediation. 2002. Vol. 11. No 4. P. 398–428.
20. *Levine R.* Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda // Journal of Economic Literature. 1997. Vol. 35. No 2. P. 688–726.
21. *Merton R. C., Bodie Z.* A Conceptual Framework for Analysing the Financial Environment // The Global Financial System: A Functional Perspective / D. B. Crane, K. A. Froot, S. P. Mason, A. Perold, R. C. Merton, Z. Bodie, E. R. Sirri, P. Tufano (eds.). Boston, MA: Harvard Business School, 1995. P. 3–31.

22. *Opler T. C.* Controlling Financed Distress Costs in Leveraged Buyouts with Financial Innovations // *Financial Management*. 1993. Vol. 22. No 3. P. 79–90.
23. *Rajan R. G., Zingales L.* Which Capitalism? Lessons from the East Asian Crisis // *Journal of Applied Corporate Finance*. 1998. Vol. 11. No 3. P. 40–48.
24. *Stiglitz J. E.* Credit Markets and the Control of Capital // *Journal of Money, Credit and Banking*. 1985. Vol. 17. No 1. P. 133–152.
25. *Stulz R.* Financial Structure, Corporate Finance and Economic Growth // *Financial Structure and Economic Growth: Cross-Country Comparisons of Banks, Markets, and Development* / A. Demirgüç-Kunt, R. Levine (eds.). Cambridge, MA: MIT Press, 2002. P. 143–188.
26. *Wenger E., Kaserer C.* The German System of Corporate Governance: A Model Which Should Not Be Imitated // *Competition and Convergence in Financial Markets: The German and Anglo-American Models* / S. W. Black, M. Moersch (eds.). N. Y.: North Holland, 1998. P. 41–78.

Ekonomicheskaya Politika, 2019, vol. 14, no. 5, pp. 100-123

**Marina E. DOROSHENKO**, Dr. Sci. (Econ.), Professor. Department of Applied Institutional Economics, Lomonosov Moscow State University (1–46, ul. Leninskie Gory, Moscow, 119234, Russian Federation).

E-mail: marina\_dorochenko@yahoo.com

**Sergey K. DUBININ**, Dr. Sci. (Econ.). Department of Finance and Credit, Lomonosov Moscow State University (1–46, ul. Leninskie Gory, Moscow, 119234, Russian Federation); JSC VTB Capital (12, Presnenskaya nab., Moscow, 123112, Russian Federation).

E-mail: dsk@vtbcapital.com

**Anna S. LOLEIT**, Cand. Sci. (Econ.). Boston Consulting Group (6, ul. Gashka, Moscow, 125047, Russian Federation).

E-mail: aslolejt@econ.msu.ru

### **Market-Oriented vs. Bank-Oriented Financial Systems: Post-Crisis Balance Shifts in Russia and Abroad**

#### **Abstract**

The paper contributes to empirical discussion of pros and contras of bank-oriented vs. market-oriented financial systems found in both theoretical and empirical literature. Following Beck's and Levine's methodological approach, we measure post-crisis shifts in financial structure ratios across the world; the research suggests that national financial systems in general tend to be biased toward stronger polarization. Some of them, however, shift toward market domination, while others (Russia being among them) turn to bank domination. International comparative studies prove that financial structure ratio is subject to variation over time, and both of its types may be sustainable in an enabling environment. Detailed empirical studies of Russia's financial structure reveal both economic and policy origins of trend reverses from the bank orientation in the 1990s to the market orientation in 2001–2010 and back to the bank orientation after 2011. We argue that, for now, enhancing bank domination makes a poor contribution to general economic development due to the oligopolistic structure of the Russian banking sector and the resulting X-inefficiency. Nevertheless, the trend holds positive potential to mobilize liquidity from both households and firms, if properly

supported by relevant policy measures. Deliberate structural policy with adequate allowance for complementarity of the two segments may efficiently upgrade the Russian financial system.

*Keywords:* bank-oriented, market-oriented, financial system, financial structure, bank assets, stock markets.

*JEL:* G01, G15, G21, E44.

### References

1. Vinogradov D. V., Doroshenko M. E. *Finansovo-denezhnaya ekonomika [Financial and Monetary Economics]*. Moscow, Izd. dom NIU HSE, 2008.
2. Danilov Yu. A., Abramov A. E., Buklemishev O. V. *Reforma finansovykh rynkov i nebankovskogo finansovogo sektora [Reforming Financial Markets and the Non-Banking Financial Sector]*. Moscow, RANEPa, 2017.
3. Dubinin S. K. Makroprudentsial'noe regulirovanie: opyt v Rossii [Macroprudential Regulation: Russian Experience]. *Problemy rossiyskoy ekonomiki posle perekhoda k rynku [Russian Economy's Problems After Its Transition to Market]*. Moscow, Plekhanov Russian University of Economics, 2019, pp. 45-57.
4. Stolbov M., Goloshchapova I., Solntsev O., Tsepilova E., Akhmetov R., Pankova V. Sopotstavlenie modeli rossiyskogo finansovogo sektora s modelyami finansovykh sektorov drugih stran [Comparison of the Russian and Other Countries' Financial Sector Models]. *Bank of Russia Working Paper Series*, no. 23, 2017. [https://www.cbr.ru/Content/Document/File/16716/wp\\_23.pdf](https://www.cbr.ru/Content/Document/File/16716/wp_23.pdf).
5. Allen F., Gale D. *Comparing Financial Systems*. Cambridge, MA, MIT Press, 2000.
6. Beck T., Demirgüç-Kunt A., Levine R. Financial Institutions and Markets Across Countries and over Time: The Updated Financial Development and Structure Database. *World Bank Economic Review*, 2010, vol. 24, no. 1, pp. 77-92.
7. Bencivenga V., Smith B. D. Financial Intermediation and Endogenous Growth. *Review of Economic Studies*, 1991, vol. 58, no. 2, pp. 195-209.
8. Bhidé A. The Hidden Costs of Stock Market Liquidity. *Journal of Financial Economics*, vol. 34, no. 1, pp. 1-51.
9. Boot A., Thakor A. V. Financial System Architecture. *Review of Financial Studies*, 1997, vol. 10, no. 3, pp. 693-733.
10. Boyd J. H., Prescott E. C. Financial Intermediary-Coalitions. *Journal of Economic Theory*, 1986, vol. 38, no. 2, pp. 211-232.
11. Čihák M., Demirgüç-Kunt A., Feyen E., Levine R. Benchmarking Financial Systems Around the World. World Bank Group. *Policy Research Working Paper*, no. 6175, 2012.
12. Demirgüç-Kunt A., Feyen E., Levine R. *Optimal Financial Structures and Development: The Evolving Importance of Banks and Markets*. 2011. <http://siteresources.worldbank.org/INTFR/Resources/DemirgucFeyenLevine060311.pdf/>.
13. Diamond D. Financial Intermediation and Delegated Monitoring. *Review of Economic Studies*, 1984, vol. 51, no. 3, pp. 393-414.
14. Gerschenkron A. *Economic Backwardness in Historical Perspective*. Cambridge, MA, Harvard, 1962.
15. Goldsmith R. *Financial Structure and Development*. New Haven, CT, Yale University Press, 1969.
16. Holmstrom B., Tirole J. Market Liquidity and Performance Monitoring. *Journal of Political Economy*, 1993, vol. 101, no. 4, pp. 678-709.
17. Huybens E., Smith B. D. Inflation, Financial Markets and Long-Run Real Activity. *Journal of Monetary Economics*, 1999, vol. 43, no. 2, pp. 283-315.
18. Jansen M. C., Murphy K. J. Performance Pay and Top-Management Incentives. *Journal of Political Economy*, 1990, vol. 98, no. 2, pp. 717-738.
19. Levine R. Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda. *Journal of Economic Literature*, 1997, vol. 35, no. 2, pp. 688-726.

20. Levine R. Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which Is Better? *Journal of Financial Intermediation*, 2002, vol. 11, no. 4, pp. 398-428.
21. Merton R. C., Bodie Z. A Conceptual Framework for Analysing the Financial Environment. In: Crane D. B., Froot K. A., Mason S. P., Perold A., Merton R. C., Bodie Z., Sirri E. R., Tufano P. (eds.). *The Global Financial System: A Functional Perspective*. Boston, MA, Harvard Business School, 1995, pp. 3-31.
22. Opler T. C. Controlling Financed Distress Costs in Leveraged Buyouts with Financial Innovations. *Financial Management*, 1993, vol. 22, no. 3, pp. 79-90.
23. Rajan R. G., Zingales L. Which Capitalism? Lessons from the East Asian Crisis. *Journal of Applied Corporate Finance*, 1998, vol. 11, no. 3, pp. 40-48.
24. Stiglitz J. E. Credit Markets and the Control of Capital. *Journal of Money, Credit, and Banking*, 1985, vol. 17, no. 1, pp. 133-152.
25. Stulz R. Financial Structure, Corporate Finance and Economic Growth. In: Demirgüç-Kunt A., R. Levine R. (eds.). *Financial Structure and Economic Growth: Cross-Country Comparisons of Banks, Markets, and Development*. Cambridge, MA, MIT Press, 2002, pp. 143-188.
26. Wenger E., Kaserer C. The German System of Corporate Governance: A Model Which Should Not Be Imitated. In: Black S. W., Moersch M. (eds.). *Competition and Convergence in Financial Markets: The German and Anglo-American Models*. N. Y.: North Holland, 1998, pp. 41-78.