

СБЕРЕЖЕНИЯ, ИНВЕСТИЦИИ, РИСКИ И ФИНАНСОВЫЕ ПОСРЕДНИКИ



Наталия Неказова,
заведующая отделом аспирантуры и
докторантуры БГЭУ
Владимир Николаевский,
президент негосударственного пенсионного
фонда "Национальный пенсионный союз"



Сбережения, инвестирование сбережений, связанные с этим риски инвесторов, налоги и налоговая политика государства по отношению к инвестициям и инвесторам — это важнейшие элементы экономики развитых государств. Вот почему правительства уделяют огромное внимание формированию, развитию и контролю за деятельностью финансового рынка — одного из сложнейших социально-экономических механизмов общества.

Работа на финансовом рынке как частных лиц, так и специфических коммерческих структур (*финансовых посредников*)¹ требует соответствующего опыта и профессиональной подготовки. Существует много типов финансовых посредников, предоставляющих клиентам широкий спектр услуг. Причем, структура финансового рынка имеет свои тенденции развития и не является застывшим экономическим образованием.

Финансовые посредники решают чрезвычайно важную задачу для государства. Они организуют мобилизацию сбережений — внутренних денежных ресурсов наиболее выгодных для государства — и инвестируют их в различные секторы экономики. В США, например, частные финансовые посредники обеспечивают кредитными ресурсами более 80 процентов предприятий нефинансовой сферы деятельности.

Любой процесс инвестирования связан с рисками неполного возврата средств. Наиболее "скандальный" тип риска, который отпугивает инвесторов, тормозит развитие финансового рынка и наносит значительный ущерб эко-

номике — мошенничество. Однако снизить этот риск можно, реализуя в условиях действующего законодательства на территории республики принцип раздельного учета активов в организациях — финансовых посредниках.

Цель данной работы — показать роль и место процессов сбережения и инвестирования в повседневной жизни граждан и планировании их долгосрочного финансового благополучия². Это с одной стороны. С другой стороны, показать необходимость государственной поддержки и содействия в развитии инфраструктуры финансового рынка Республики Беларусь, как залога повышения благосостояния ее жителей, и, как следствие этого, государства в целом.

СБЕРЕЖЕНИЯ, ИНВЕСТИЦИИ И ЭКОНОМИКА

Понятия "сбережения" и "инвестиции" являются концептуальными для рассмотрения и выбора политики экономического и социального развития государства. Эти понятия и процессы тесно связаны и сопровождают нас всю жизнь.

Предположим, что Y — это объем национального дохода за текущий год. Он имеет две основные составляющие: C — объем товаров и услуг, произведенных и реализованных в текущем году и I — объем товаров, произведенных, но еще нереализованных, доход от реализации которых будет получен в будущем — инвестиции³. Таким образом, используя приведенные опре-

¹ *Financial intermediaries* — финансовые посредники. Термин, используемый в англоязычной экономической литературе.

² С основами персонального финансового планирования можно ознакомиться в книге: Lawrence Gitman and Michael Joehnk, *Personal Financial Planning*, 4th ed. (New York: The Dryden Press, 1987).

³ В данном случае определение инвестиций отлично от более часто употребляемого понятия, когда инвестиции связывают с приобретением финансовых активов. Однако следует отметить, что результат как в первом, так и во втором случае одинаков — средства вкладываются в материальном или денежном выражении сегодня, в предположении, что доход будет получен в будущем. В этом случае понятие инвестиций адекватны.

деления, объем национального продукта можно представить в виде⁴:

$$Y = C + I \quad (1)$$

Определим понятие **сбережения (S)**, как часть национального дохода, которая не использована в процессе производства товаров и услуг и не реализована в текущем году. Это естественное определение сбережений, поскольку они будут учтены при производстве товаров и услуг в следующем периоде. При этом, рассчитать сбережения можно по следующей формуле:

$$S = Y - C \quad (2)$$

Теперь, если из обеих частей первого выражения вычесть C — получим следующее выражение:

$$Y - C = I \quad (3)$$

Из сравнения двух последних выражений следует, что

$$I = S \quad (4)$$

Выражение свидетельствует о том, что произведенный национальный доход за определенный период больше, чем объем товаров и услуг, произведенных и реализованных за этот период на величину I — инвестиций. Выражение $I = S$ справедливо для закрытой экономики⁵. В общем случае, требуемые сбережения S^d могут быть больше или меньше требуемых для развития экономики инвестиций⁶ — I^d или

$$S^d \gtrless I^d \quad (5)$$

Приведенные выше рассуждения справедливы для случая, когда в экономике существует полное доверие к действующим финансовым институтам, все сбережения могут быть инвестированы в следующий экономический цикл и этих сбережений достаточно для реализации экономической политики государства⁷.

В реальной ситуации, когда в обществе в силу различных причин существует неоднозначное отношение к пониманию роли и места финансовых институтов (финансовых посредников) в развитии экономики, часть заработанных средств — сбережений — не будет инвестироваться. В этом случае сбережения S могут быть представлены в виде:

$$S = S_i + S_n \quad (6)$$

где S_i — сбережения, инвестируемые в следующий экономический цикл;

S_n — сбережения, которые по различным причинам не инвестируются⁸.

Тогда, принимая во внимание, что в выражении (6) требуемый объем сбережений рассматривался как частный случай (2) при $S_n = 0$,

$$S^d = S_i$$

и выражение (4) по отношению к требуемым инвестируемым средствам I^d можно записать в виде:

$$S - S_n = I^d, \text{ или } (7)$$

$$S_i = I^d_i \quad (8)$$

$$\text{где } I^d_i = I^d + S_n \quad (9)$$

Последнее выражение (9) и его анализ представляют большой интерес при разработке концепции инвестиционной политики государства. При этом следует подчеркнуть, что логика данного интегрального выражения справедлива при рассмотрении также роли и значения финансовых посредников для формирования финансового рынка государства.

Действительно, рассматривая приведенный выше простейший случай для закрытой экономики и экстраполируя его на конкретные условия республики⁹, зададимся вопросом: за счет каких источников может быть покрыт дефицит ресурсов S_n , необходимых для развития экономики?

Существует только два реальных и известных источника:

1. **Внешний источник** — к которому можно отнести заемные средства, включая займы международных организаций и зарубежных государств. Это один из простейших путей решения поставленного вопроса. Однако следует помнить, что плата за такое простое решение достаточно высока — рост внешнего долга и связанные с этим последствия;

2. **Внутренний источник** — это средства граждан и организаций, которые в силу ряда обстоятельств не инвестируются в местную экономику. Мобилизация этих ресурсов чрезвычайно важная и сложная задача, требующая, в частности, развития финансового рынка и его инфраструктуры или, другими словами, развития сети профессиональных финансовых посредников, обеспечивающих постоянный приток на финансовый рынок свободных ресурсов.

⁴ Используются общепринятые в англоязычной экономической литературе обозначения: C — потребление (consumption); I — инвестиции (investment); S — сбережения (savings); D — требуемый (desired).

⁵ Модель экономики государства, когда отсутствует внешняя торговля (внешние экономические связи).

⁶ См. например: Robert D. Auerbach. Money, Banking and Financial Markets. New York, N.Y.: Macmillan Publishing Company, 1988.

⁷ Для удобства рассмотрения в данном контексте инвестирование следует понимать в смысле размещения временно свободных ресурсов в финансовых институтах.

⁸ Причин, по которым часть средств не будет инвестироваться, достаточно много. К ним, например, можно отнести недоверие к инвестиционной политике государства, финансовым институтам, отсутствие механизма защиты интересов инвесторов, неразвитость финансового рынка и другое.

⁹ Подобная экстраполяция возможна при соблюдении соответствующих подходов к рассмотрению конкретной ситуации.

Таким образом, успешная мобилизация внутренних ресурсов государства неразрывно связана с понятием *инвестирования* и создания условий развития специальной сферы услуг экономики для обслуживания процесса инвестирования — *финансовых посредников*.

СУЩНОСТЬ ИНВЕСТИРОВАНИЯ

Термин *инвестирование* может быть определен как *размещение на определенный срок и на определенных условиях временно свободных денежных средств (сбережений) в один или несколько типов финансовых активов*. Цель инвестирования — улучшить благосостояние (которое для удобства можно определить как финансовое положение) в настоящем и/или будущем¹⁰. Таким образом, инвестирование следует рассматривать как процесс, включающий широкий спектр финансовых операций с использованием различных финансовых инструментов.

В настоящее время процесс инвестирования в нашей практике часто рассматривают только в двух аспектах: привлечение зарубежных инвестиций (инвесторов) и реализация инвестиционных проектов (как правило, в сфере промышленного производства). При этом часто забывается, что покупка депозитных сертификатов, облигаций, векселей и различных акций есть процесс инвестирования денежных средств и что каждый из нас в большей или меньшей степени является инвестором.

Более осведомленные инвесторы используют в качестве инструментов для инвестирования ценные бумаги различного типа, такие как варранты, фьючерсные контракты, обращающиеся акции и облигации, а также такие типы активов, как золото, недвижимость, коллекционные предметы и многое другое.

В данной работе будем рассматривать понятие инвестиций только в смысле финансовых активов, в частности, вложения средств с использованием высоколиквидных финансовых инструментов. То есть, будем ориентироваться на финансовые активы, которые легко, быстро и дешево могут быть реализованы даже на не очень хорошо развитом финансовом рынке.

ПОЧЕМУ МЫ ИНВЕСТИРУЕМ СРЕДСТВА?

Всем известно, что деньги обладают определенной покупательной способностью. Более того, покупательная способность денег зависит от экономической ситуации в государстве или уровня инфляции. Чем выше уровень инфляции, тем быстрее уменьшается покупательная способность денег.

Деньги обладают еще одной уникальной способностью: увеличивать свою стоимость во времени путем получения на них дополнительного дохода за счет их инвестирования. Средства, находящиеся “под подушкой”, теряют эту уникальную возможность и, следовательно, в условиях высокой инфляции быстро обесцениваются, то есть теряют свою покупательную способность.

Следовательно, мы инвестируем свои сбережения (временно свободные денежные средства) для того, чтобы получить дополнительный доход и тем самым увеличить покупательную способность первоначальных средств, то есть улучшить свое благосостояние.

ФИНАНСОВЫЕ ПОСРЕДНИКИ: ИХ ТИПЫ И ПРЕДОСТАВЛЯЕМЫЕ УСЛУГИ

Очевидно, что каждый из нас, имея некоторое количество сбережений, желает не только сохранить их, но и попытаться заработать дополнительный доход. Однако отсутствие должных знаний и опыта работы на финансовом рынке зачастую приводит к тому, что сбережения остаются в укромном месте и с течением времени обесцениваются. Другим фактором, сдерживающим желание инвестировать сбережения, является страх быть обманутыми и потерять их. Как в одном, так и во втором случаях результатом являются два негативных последствия: неинвестируемые сбережения обесцениваются; непоступившую на финансовый рынок часть сбережений государство будет вынуждено компенсировать за счет внешних источников.

Развитые государства уделяют огромное внимание развитию механизма максимального использования внутренних сбережений для инвестирования в экономику страны. Чтобы облегчить процесс инвестирования и обеспечить свободный доступ к инвестированию сбережений, создана, действует и развивается при активной поддержке правительства сеть различных *финансовых посредников*.

Финансовые посредники ¹¹

Финансовые посредники — *это специализированные коммерческие структуры, профессиональные участники финансового рынка, которые, используя различные финансовые инструменты, обменивают сбережения на собственные финансовые активы, за счет которых формируется вторичный инвестиционный рынок*.

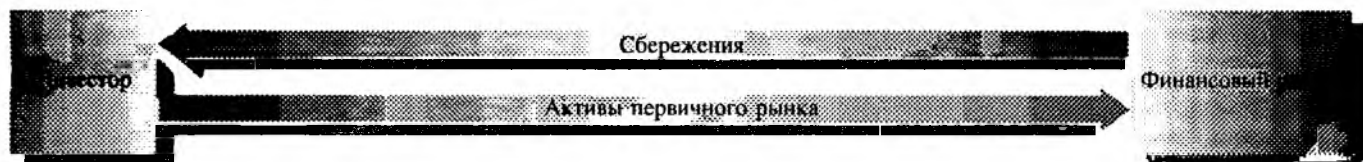
Для пояснения приведенного выше определения рассмотрим три варианта инвестирования¹², приведенных на Фиг.1.

¹⁰ Интересное обсуждение проблем повышения уровня благосостояния можно найти, например, в книге: Charles A.D'Ambrosio, *Principles of Modern Investments* (Chicago: SRA, 1976), Chapter 3.

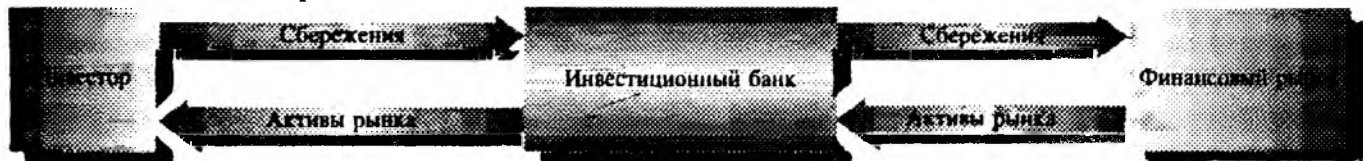
¹¹ Наиболее известными представителями финансовых посредников, которые получили наибольшее развитие у нас в стране, являются коммерческие банки и страховые компании в части узкого спектра услуг. Однако для формирования полноценного финансового рынка далеко недостаточно присутствия на нем только банковских структур. Для максимальной мобилизации сбережений необходимо формирование инфраструктуры финансовых посредников, включающей финансовые и инвестиционные компании, пенсионные и совместные фонды и др.

¹² Eugene F.Brigham. *Fundamentals of Financial Management*, Fifth Edition. (New York: The Dryden Press, 1989).

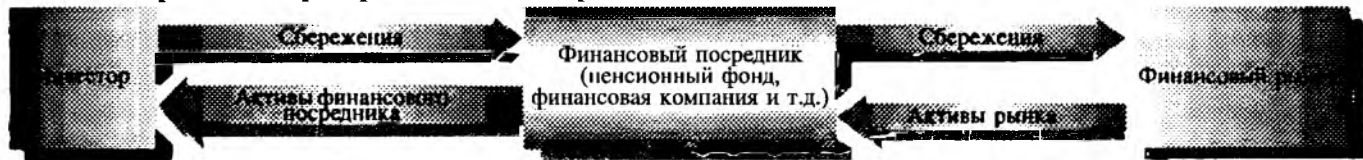
А. Прямое инвестирование



Б. Косвенное инвестирование



В. Инвестирование через финансового посредника



Фиг.1
Варианты инвестирования сбережений

А — прямое инвестирование, когда сбережения могут быть обменены на финансовые активы непосредственно на первичном инвестиционном рынке; Б — косвенное инвестирование, когда сбережения обмениваются на финансовые активы на первичном инвестиционном рынке с помощью инвестиционного банка, например; В — инвестирование через финансового посредника, когда сбережения обмениваются на финансовые активы посредника (на вторичном инвестиционном рынке), а посредник формирует свой инвестиционный портфель за счет покупки финансовых активов на первичном инвестиционном рынке.

Отметим, что понятия “первичный и внутренний инвестиционные рынки” вводятся с целью подчеркнуть роль финансовых посредников и специфику их деятельности, основанную на операциях с двумя принципиально разными типами финансовых активов. Так, в случаях А и Б на Фиг.1 инвесторы имеют доступ напрямую или косвенно приобрести финансовые активы эмитентов — не финансовых компаний на первичном или вторичном рынке ценных бумаг. Назовем этот рынок — первичный инвестиционный рынок. В случае В, инвестор приобретает финансовые активы финансовых посредников — эмитентов вторичного инвестиционного рынка. При этом подчеркнем факт того, что финансовые посредники формируют свой инвестиционный портфель за счет финансовых активов эмитентов первичного инвестиционного рынка.

Финансовыми посредниками могут быть как частные, так и государственные организации¹³. Основной вид их де-

ятельности¹⁴ — продажа широкой публике финансовых активов (например, акций, облигаций), выпускаемых этими компаниями. В данном случае инвестор обменивает свои сбережения, например, на акции, выпущенные финансовым посредником, то есть на активы вторичного инвестиционного рынка. Вырученные финансовым посредником средства от продажи своих акций используются на покупку финансовых активов на первичном инвестиционном рынке, приносящем, как правило, большой доход. Полученный доход должен покрывать операционные расходы финансового посредника, а также их обязательства перед клиентами.

Не следует путать финансовых посредников с холдинговыми компаниями, основной задачей которых является поиск и приобретение акций других компаний с целью приобретения собственности, а также осуществления над ними контроля и управления. Несмотря на то, что холдинговые компании оперируют с финансовыми активами, их нельзя отнести к финансовым посредникам по признаку решаемых задач и распределения получаемых доходов.

Следует отличать от финансовых посредников и организации, которые работают с финансовыми активами и при этом создают новые активы со специфическими характеристиками. При этом основным источником их дохода является комиссия от продажи созданного ими инструмента. В данном случае нет процесса приобретения финансовых активов, созданных другими участниками финансового рынка. Примером такой организации может являться депозитарий, созданный с целью хранения ценнос-

¹³ Например, Министерство финансов США реализует широкой публике облигации с различными сроками погашения или Министерство финансов Республики Беларусь реализует Государственные Краткосрочные Обязательства (ГКО).

¹⁴ John Gurley and Edward Shaw. *Money in a Theory of Finance*. (Washington D.C.: Brookings Institution, 1960).

тей, в том числе и различных ценных бумаг.

Рассматривая деятельность финансовых посредников, их можно определить как специализированные финансовые институты, облегчающие удовлетворение потребностей как кредиторов, так и заемщиков или облегчающими для них обмен финансовыми ресурсами.

Таким образом, исходя из анализа принципов получения дохода, можно дать еще одно определение финансовым посредникам: *это частные или государственный финансовые институты, получающие свои доходы за счет разницы в стоимости финансовых активов, которые они создают и покупают.*

Услуги финансовых посредников

Почему на рынке высокоразвитых стран существует устойчивый спрос на услуги финансовых посредников? Почему этот спрос не снижается, хотя доходы, полученные с помощью посредников, могут быть ниже, чем при непосредственной работе с финансовыми активами? Ответ прост. Финансовые посредники предлагают своим клиентам целый ряд профессиональных услуг, экономящих их время и снижающих риск возможных финансовых потерь. К основным видам их услуг можно отнести следующие:

1. Возможность с небольшими объемами средств участвовать в приобретении значительных пакетов финансовых активов, приносящих повышенный доход.
2. Возможность формировать временные границы получения дохода. Например, инвестируя ежемесячно небольшие суммы, получить возврат средств в значительно больших объемах через 3 или 25 лет. Подобные услуги предлагают пенсионные фонды.
3. Возможность высокой ликвидности вложенных средств. По желанию клиента средства могут быть переведены и получены в различных формах как по требованию клиента наличными деньгами, так и переведены по указанному им адресу и т.д.
4. Возможность снижения риска инвестиций. Это достигается за счет их диверсификации посредством формирования разностороннего инвестиционного портфеля. Финансовый посредник предлагает своему клиенту часть дохода, полученного от управления портфелем инвестиций, а не от конкретной операции, которая может быть достаточно рискованной и привести к финансовым потерям.

Таким образом, когда финансовые посредники продают созданные ими финансовые активы, они включают в них дополнительную группу различных услуг, что делает активы более привлекательными и может дать возмож-

ность получить доход больший, чем при самостоятельном размещении своих сбережений.

Типы финансовых посредников

В практике, принятой в США, финансовые посредники делятся на три группы¹⁵:

* депозитарные посредники (имеют право работать с депозитами, как правило, до востребования (срочные депозиты—исключение); большинство видов депозитов включаются в состав денежного агрегата М-1; все они могут напрямую пользоваться услугами Федеральной Резервной Системы);

* контрактные посредники (это пенсионные фонды и страховые компании, деятельность которых организована на принципах заключения контрактов с клиентами; аккумулируемые ими средства включаются в состав денежных агрегатов М-2 и М-3);

* инвестиционные посредники (финансовые и инвестиционные компании, работающие преимущественно на рынке “коротких” денег, инвестируя средства в основном в государственные ценные бумаги).

Конечно, невозможно совершенно четко провести раздел между участниками финансового рынка, поскольку их деятельность по отдельным направлениям пересекается. Однако принятая классификация позволяет оценить размеры их деятельности и роль на финансовом рынке исходя из наиболее активно развивающейся области деятельности.

Следует подчеркнуть, что рынок финансовых услуг, а следовательно, и сеть финансовых посредников наиболее развита в США. Возможность практически любому жителю в считанные секунды обратиться к финансовому посреднику породила интересную ситуацию в стране. Можно сказать, что каждый американец со дня своего рождения умеет разбираться в финансовой информации и следит за состоянием своих финансовых активов, но, как правило, работают с их активами профессионалы.

Структура приведенных выше групп по типам финансовых посредников и объемы их активов в экономике США за 1986 год¹⁶ приведены в Таблице 1.

ЗНАЧЕНИЕ ФИНАНСОВЫХ ПОСРЕДНИКОВ ДЛЯ ЭКОНОМИКИ

Трудно переоценить роль финансовых посредников для развития экономики. Они обеспечивают постоянный приток ресурсов на финансовые рынки и, тем самым, функционирование жизненно важной для экономики государства связки между источниками финансовых средств (сбе-

¹⁵ Robert D. Auebach. *Money, Banking and Financial Markets*. (New York, N.Y.: Macmillan Publishing Company) 1988.

¹⁶ Данные приводятся за 1986 год, которые соответствуют периоду перестройки финансового механизма.

режения частных лиц и организаций) и объектами для инвестирования. Это не означает, что финансовые посредники просто собирают свободные ресурсы и размещают их в различных нефинансовых организациях. Их деятельность, описание потоков денежных средств и работы с ними являются чрезвычайно сложными процедурами, а их значение для экономики государств велико.

Финансовые посредники в США

Для примера отметим, что негосударственные финансовые посредники в США обеспечивают более 80 процентов кредитного рынка для нефинансовых организаций. При этом они являются доминирующим элементом в связи сбережений населения и их инвестициями в производственную сферу. Цифровые данные для подтверждения сказанного приведены в Таблице 2¹⁷.

Деятельность финансовых посредников в экономике США поддерживается правительством исходя из их удельного веса на рынке кредитных ресурсов и их роли в формировании национального богатства страны.

С позиции государства финансовые посредники мобилизуют и направляют на решение экономических задач страны внутренние источники финансовых ресурсов — наиболее дешевых, а, следовательно, и наиболее

выгодных. Другими словами, они находят области в экономике, где ощущается избыток финансовых ресурсов, по крайней мере, временно, и направляют их туда, где они крайне необходимы. Задача государства — мотивировать деятельность созданного механизма, используя в основном налоговую политику, согласованную с программой социально-экономического развития государства.

Таблица 1		
Объемы активов финансовых посредников в экономике США за 1986 год (в долларах США)		
Депозитарные посредники		
1 Коммерческие банки	2513,90	34,3%
2 Сберегательные и кредитные ассоциации	948,00	12,9%
3 Сберегательные банки	216,60	3,0%
4 Кредитные союзы	118,90	1,6%
	3797,40	51,8%
Контрактные посредники		
1 Частные пенсионные фонды	971,80	13,3%
2 Страхование жизни	910,70	12,4%
3 Пенсионные фонды штатов	413,70	5,6%
4 Другие страховые компании	327,70	4,5%
	2623,90	35,8%
Инвестиционные посредники		
1 Совместные фонды	424,60	5,8%
2 Финансовые компании	359,60	4,9%
3 Инвестиционные компании	121,70	1,7%
	905,90	12,4%
	7327,20	100,0%
Источники информации: Federal Reserve Bulletin, April 1987/ p.A27, p.A35; LifeInsurance Fact Book, American Council of Life Insurance, 1986, p.54; 51 st Annual Report of the Exchange Commission for the Fiscal Year Ending September 30, 1985, 1986, p.109.		

Таблица 2					
	1975	1980	1986	1990*	1995*
1 Общий объем ресурсов на кредитном рынке нефинансовых компаний (млрд.)	200,7	344,9	705,4	1339,5	2489,7
2 Объем ресурсов на кредитном рынке, предложенных частными финансовыми посредниками (млрд.)	122,5	286,2	573,0	1125,2	2065,8
3 Доля частных финансовых посредников на кредитном рынке нефинансовых компаний (%)	61	83	81	84	83
* данные уточняются					

17 Federal Reserve Bulletin, March 1980, p.A45, February 1984, p.A43, March 1987, p.A43.