

ВЗАИМОДЕСТВИЯ МЕЖДУ ФИНАНСОВО РАЗВИТИЕ И ИКОНОМИЧЕСКИ РАСТЕЖ: ТЕОРЕТИЧНИ ПОДХОДИ И РЕШЕНИЯ

Представени са в синтезиран вид основните теоретични направления и емпирични анализи на взаимодействието между финансовото развитие и икономическия растеж, на структурирането на финансовата система и на нейните основни функции спрямо реалната икономика. Критично са преосмислени най-важните постановки в икономическата теория и на извършените емпирични анализи. Възгледите за посоката на каузалността са интерпретирани като отразяващи двете страни на една взаимовръзка и като взаимодопълващи се; имплицитно е предположено, че влиянието може да бъде обърнато или двупосочно. Анализиран са дихотомните теоретични схващания за финансова структура – като базирана на пазарите, или на банките, а теоретичната схема е разширена чрез добавяне на възгледа за структуриране на финансовата система върху основа на оказваните услуги и чрез включване на правната ѝ рамка. Застъпено е разбирането, че финансовите пазари и финансовите посредници могат едновременно, паралелно и в различна степен да повлияят върху развитието на реалния сектор. Систематизирани на основните функции на финансовата система, открити са конкретните способности, чрез които финансовото развитие съдейства за ограничаване на пазарните несъвършенства и насърчаване на икономическия растеж, и са коментирани ограниченията в тяхната емпирична експликация.
JEL: E1; G2; O11; O16

Въведение

В обичайното съзнание на всеки човек връзката между финансовото и икономическото развитие е силна и неотменима, защото движението на парите и финансовите активи е винаги взаимообвързано със създаването и реализацията на стоките и услугите. В науката проблемът стои по съвсем различен начин. На пръв поглед е учудващо, че съдържателното разработване на отделни страни от взаимовръзката между финансовия и реалния сектор се осъществява едва в последните десетилетия. Ако се абстрахираме от опитите да се търси «бацинство» в разработването на проблема от Александър Хамилтън в края на XVIII век, Уолтър Багехот в края на XIX век, Джоузеф

¹ Стати Статев е доцент по Макроикономика в Университетът за национално и световно стопанство, доктор по икономика, e-mail: sstattev@unwe.acad.bg

Шумпетер в началото на XX век, и Джоан Робинсън в средата на XX век², то съдържателното навлизане в отделни страни на теоретичния и емпиричен анализ на връзката финанси-икономика започва и се осъществява през последната третина на миналия век. Първото по-цялостно теоретико-емпирично изследване, обхващащо 35 страни за период от 103 години, е на Р. Голдсмит, след което тези изследвания нарастват лавинообразно.³

1. Основни (теоретични и емпирични постановки) постановки и емпирични изследвания

В икономическата теория зависимостта между финансовото развитие и икономическия растеж е обект на разнородни тълкувания. В исторически план първоначално се появяват схващанията за наличие на *позитивно въздействие върху динамиката на реалния сектор от страна на развитието на финансовата система*.⁴ Още при анализа на по-високото икономическо развитие на Англия в сравнение с повечето страни през 1873 г. У. Багехот стига до заключението, че то е пряка последица от способността на английската финансова система да мобилизира ресурси за “огромна работа”.⁵ В по-конкретен аспект тази система се възприема като катализатор на индустриализацията, а по принцип като двигател и ускорител и на икономическото развитие в цялост поради нейните възможности да идентифицира печелившите сфери и дейности, както и да осигурява тяхното финансиране.

Експлицитно заявеното от У. Багехот разбиране за взаимовръзка между финансовото развитие и икономическия растеж не кореспондира с поставяне на тази взаимовръзка в центъра на теоретичните изследвания. Изведеният недостатък на класическата теория се преодолява от Дж. Шумпетер, който обосновава ключовата роля на финансовите институции за общото развитие на икономиката. Според него добре функциониращата финансова система насърчава технологичните иновации чрез идентификация, подбор и финансиране на такива предприемачи, чиито иновационни проекти се очаква да бъдат най-успешни.⁶ В неговите по-късни анализи на бизнес-циклите тази

² Bagehot, W. Lombard Street. Homewood, IL: Richard D. Irwin, 1873, (1962 ed.); Schumpeter, J. Theorie Der Wirtschaftlichen Entwicklung [The Theory of Economic Development]. Leipzig: Dunker & Humblot, 1912, translated by Redvers Opie, 1934, Cambridge, MA: Harvard U. Press; Robinson, J. The Generalization of the General Theory. – In: The Rate of Interest and Other Essays, London: MacMillan, 1952, p. 67-142.

³ Goldsmith, R. Financial Structure and Development. New Haven, CT: Yale University Press, 1969.

⁴ Подобно разбиране се среща още при А. Хамилтън (1781), който определя банките като “най-сполучливите двигатели, които някога са измисляни” за осигуряване на икономически растеж. Вж. Hamilton, A. (1781), quoted from Hammond (1991, p. 36).

⁵ Bagehot, W. Lombard Street. Homewood, IL: Richard D. Irwin, 1873, (1962 ed.), p. 3-4.

⁶ Schumpeter, J. Theorie Der Wirtschaftlichen Entwicklung [The Theory of Economic Development]. Leipzig: Dunker & Humblot, translated by REDVERS OPIE, 1912(1934), Cambridge, MA: Harvard U. Press, p. 74.

идея се доразвива и разширява до обобщението, че “връзката между създаването на кредити от страна на банките и иновациите е фундаментална за разбирането на механизма на капитализма”.⁷

По логиката на Дж. Шумпетер развитието на финансовия сектор рефлектира върху траекторията на икономическото развитие посредством своето отражение върху технологичните промени и производителността на капитала. По този начин динамиката на общата факторна производителност встъпва в качеството на главен канал за трансмисия на ефекти в посока от финансовия сектор към икономическото развитие. Така въпреки някои формални ограничения на анализа, отнасящи се най-вече до обективната невъзможност за използване на съвременната терминология на финансовото посредничество, той дава своя значим принос за изясняване на посочената каузалност чрез обяснение на един от фундаменталните канали за нейното осъществяване.

Направените от У. Багехот и Дж. Шумпетер категорични изводи за присъствие на причинност от финансовото развитие към икономическия растеж не се приемат безрезервно. В средата на XX век те са подложени на критично осмисляне, което не поставя под съмнение наличието на връзка между двата показателя, а се отнася повече до посоката и конкретните канали и механизми на въздействие.

По отношение на причинно-следствената зависимост между двата сектора Дж. Робинсън защитава алтернативния възглед, че тя произтича от търсенето, а не от предлагането на финансови услуги. Търсенето на такива услуги и съответно развитието на финансовата система се задава като функция на предприемаческата активност и растежа на реалната икономика. Според този подход ръстът на производството води до появата на повече финансови институции, продукти и услуги, като финансовата система се приспособява пасивно и автоматично към възникналото търсене, т.е. “където предприятията се развиват успешно, финансите ги следват”.⁸

Обоснованият от Дж. Робинсън принцип не успява да провокира по-значим интерес на икономическата теория към дискутиране на новата посока на каузалността. Доминиращо значение продължава да има противоположното становище – че финансовото развитие е важна детерминанта на икономическия растеж. В редица трактовки на тази каузалност обаче не се отхвърля априорно възможността тя да може да се реализира и в обратната посока. Привържениците на подобен по-широко дефиниран подход допускат реакция на финансовия сектор спрямо измененията в реалната икономика, като същевременно подчертават, че в него настъпват и автономни промени, които оказват значително влияние върху икономическия растеж.

⁷ Schumpeter, J. *Business Cycles: A Theoretical, Historical, and Statistical Analysis of the Capitalist Process*. New York: McGraw-Hill, 1939, p. 111.

⁸ Robinson, J. *The Generalization of the General Theory*. – In: *The Rate of Interest and Other Essays*, London: MacMillan, 1952, p. 86.

Като поддръжници на такъв подход Дж. Гърли и Е. Шоу съсредоточават вниманието си върху финансовото посредничество и неговата роля в процеса на предлагане на кредити.⁹ Те се позовават на наблюдаваната корелация между икономическото развитие и състоянието на финансовите системи, и извеждат идеята, че разликите в развитието на финансовите системи могат да обяснят и икономическите различия между страните. Акцентира се върху разбирането, че напредналите държави имат по-високо организирани и разгърнати финансови системи, които подпомагат движението на заемните фондове между кредитори и дебитори, докато в по-изостаналите финансовите системи са много по-слабо разгърнати и се разчита главно на самофинансиране и директно финансиране на инвестициите. Дж. Гърли и Е. Шоу смятат, че финансовите посредници могат да подпомогнат икономическата активност посредством повишаване ефективността на размяната във времето (intertemporal trade). Същевременно те обосновават правилото, че по-високият икономически растеж и по-развитата финансова система се стимулират взаимно, като в рамките на такъв теоретичен модел техните равнища се определят едновременно и взаимно еднозначно.

На Х. Патрик принадлежи идеята за стриктно разграничаване на предизвикания от търсенето (demand driven) подход към финансовото развитие, според който то следва развитието на реалната икономика и предизвикания от предлагането (supply driven) подход, според който финансовото развитие предхожда търсенето на финансови услуги и има автономно въздействие върху икономическия растеж.¹⁰ Като анализира и двата подхода, той обвързва посоката на каузалността с достигната степен на икономическо развитие. Според тази хипотеза воденият от страна на предлагането подход към финансовото развитие е доминиращ в по-ранните етапи на икономическото развитие, докато по-високата зрялост на икономиката е предпоставка за валидност на принципа на Дж. Робинсън. Така, въпреки по-голямата широта на анализа, свързана с двупосочността на изследваната зависимост, Х. Патрик остава далече от идеята за тяхната взаимна допълняемост и за възможността за независими от другия показател промени във финансовото или икономическото развитие.

Първото по-цялостно изследване на връзката между финансите и реалния сектор се прави от Р. Голдсмит, който отбелязва че “един от най-важните проблеми в областта на финансите, ако не и най-важният ... е ефектът на финансовата структура и развитие върху икономическия растеж”.¹¹ На базата на емпирична информация, обхващаща 35 страни и покриваща период от 103 години, той доказва позитивна корелация между финансовото и икономическото развитие, без обаче да се ангажира с ясно дефиниране на

⁹ Gurley, J. and E. Shaw. Financial Aspects of Economic Development. – American Economic Review, 1955, N 45, p. 515-538; Gurley, J. and E. Shaw. Money in a Theory of Finance. Washington DC: The Brookings Institution, 1960.

¹⁰ Patrick, H. Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Countries. – Economic Development and Cultural Change, 1966, N 14, p. 174-189.

¹¹ Goldsmith, R. Financial Structure and Development. New Haven, CT: Yale University Press, 1969, p. 390.

причинността. Нещо повече, Р. Голдсмит изразява скептицизъм за това, че изследователите някога изобщо ще бъдат в състояние да решат проблема за каузалността. Корелацията при него се представя като обусловена от наличието на тясна положителна взаимовръзка между развитието на финансовия сектор и ефективността на натрупването на капитал. Така, по аналогия с Дж. Шумпетер, ефективността на капиталовото натрупване се проявява като основен канал, чрез който финансовото развитие се проектира върху икономическия растеж. Самото финансово развитие се разглежда като многостранен процес, осъществяващ се на различни обособени етапи – от етапа на водеща роля на търговските банки и централната банка и преимуществено дългово финансиране, присъщ на развиващите се страни, до етапа на висока пазарна капитализация на фирмите и ориентация към финансиране предимно чрез емитиране на акции, типичен за развитите пазарни икономики.

Специфичен поглед към трансмисията на ефекти между финансовото развитие и икономическия растеж в Англия по време на промишлената революция предлага Дж. Хикс. Със своите интерпретации на тази взаимовръзка той застава на позицията на У. Багехот, но отстоява тази позиция с различни аргументи. Новото е, че проявлението на причинността се обвързва със способността на финансовата система да подпомага движението на големи количества капитали и да осигурява ликвидност. Според него технологичните иновации не стоят в основата на икономическия растеж, защото текущо произвежданите стоки всъщност са били изобретени много по-рано. За фундаментална иновация, стимулираща икономическия просперитет на Англия през XVIII в. той приема ликвидността на капиталовия пазар, гарантираща превръщането на ликвидните активи в дългосрочни инвестиции.¹² С тези си схващания Дж. Хикс по същество дефинира и откроява алтернативен на Дж. Шумпетер канал за реализиране на причинност от финансовото развитие към икономическия растеж – на натрупването на капитал чрез по-високи спестявания, което дава основания този канал да бъде квалифициран като “хиксиански” по своята природа.

Анализите на Дж. Гърли и Е. Шоу от 60-те години на миналия век, както и тези на Х. Патрик и Р. Голдсмит разкриват различни страни и механизми на зависимостта между финансовото развитие и икономическия растеж, без да предлагат еднозначно дефиниране на посоката на каузалността. Според класификацията на теориите за тази зависимост, въведена от К. Гупта, те принадлежат към *школата на финансовите структуралисти*. Типично за нея е разбирането, че икономическият растеж се влияе от величините и от структурата на финансовите променливи.¹³ В частност това предполага зависимост на икономическия растеж от равнището на променливи като например дълбочината на финансово посредничество, измерена чрез

¹² Hicks, J. A Theory of Economic History. Oxford: Clarendon Press, 1969, p. 143-145.

¹³ Gupta, K. L. Aggregate Savings, Financial Intermediation and Interest Rate. – Review of Economics and Statistics, 1987, N 69, p. 303-311.

отношението на съвкупните финансови активи спрямо БВП, както и от собствената структура на агрегираните финансови променливи.

Като алтернатива на структуралисткия възглед се проявява *школата на финансовите репресионисти*, според която основно място сред финансовите фактори на растежа заемат ценовите променливи. Възникването на това направление се свързва с хипотезата на Р. МакКинън и Е. Шоу от 1973 г., според която регулативисткото въздействие върху финансовите пазари посредством понижаване на реалния лихвен процент под неговото равновесно равнище и реално надценяване на националната валута има дестимулиращ ефект върху спестяванията, а оттам и върху инвестициите и икономическия растеж.¹⁴ В по-широк план подобно негативно влияние върху реалния сектор се приписва и на други форми на целенасочено въздействие върху финансовия сектор като намесата в разпределението на кредитите към отделни сектори и предприятия, както и промените в минималните задължителни резерви. В този смисъл по логиката на репресионистката школа либерализацията на финансовите пазари се възприема като необходимо условие за насърчаване на съвкупната икономическа активност.

Постановките на двете алтернативни школи стават основа за множество емпирични изследвания, въпреки че в чисто методологически аспект те съдържат редица ограничения. Например структуралистката хипотеза е критикувана от М. Оdedokun от позициите на разбирането, че финансовите променливи се проектират не толкова върху икономическия растеж, колкото върху динамиката на ефективността на реалния сектор.¹⁵ Като друга слабост на структуралисткия подход може да се изтъкне възможността количествените стойности на финансовите променливи да не отразяват достатъчно точно качествените характеристики на финансовата система. Що се отнася до анализите, базирани на репресионистката хипотеза, те обикновено се съсредоточават само върху реалния лихвен процент, който пък според Де Грегорио и П. Гуидоти не е добра мярка за финансова репресия, тъй като повисокото му равнище може да отразява недостатъчна надеждност на провежданата политика и повишена степен на риск в икономиката.¹⁶ Друга слабост на репресионистките схващания е отсъствието на експлицитно заявено становище, че поведението на реалните величини е функция на темпа на инфлация, който от своя страна може да е предизвикан от фактори извън макроикономическата политика.

Независимо от съществуващите между тях принципни различия, в чисто съдържателен аспект възгледите на структуралистите и репресионистите имат

¹⁴ McKinnon, R. Money and Capital in Economic Development. Washington, DC: Brookings Institution, 1973; Shaw, E. Financial Deepening in Economic Development. New York: Oxford University Press, 1973.

¹⁵ По-подробно за тези критики вж. Odedokun. Multi-country Evidence on the Effects of Macroeconomic, Financial and Trade Policies on Efficiency of Resource Utilization in Developing Countries. – IMF Working Paper, International Monetary Fund, 1992, N 53.

¹⁶ De Gregorio and P. Guidotti. Financial Development and Economic Growth. – World Development, 1995, N 23, p. 433-438.

една много съществена обща характеристика, а именно идеята, че повишаването на общата производителност на ресурсите встъпва в качеството на основен канал за проектиране на финансовото развитие върху динамиката на реалната икономика. Това становище кореспондира до голяма степен с литературата за *счетоводството на икономическия растеж* (growth accounting literature), според която той в дългосрочен период не се влияе съществено от натрупването на физически капитал.¹⁷ Тогава е логично при интерпретацията на влиянието на финансовото развитие върху динамиката на съвкупното производство в контекста на теориите на растежа, по-голямо внимание да бъде насочено към трансмисионния механизъм на факторната производителност.

Значителна част от по-съвременните теоретико-емпирични изследвания на връзката между финансите и реалната икономика стъпват върху постиженията на *ендогенната теория на икономическия растеж*. Основополагащо място сред тях заемат публикациите на Р. Кинг и Р. Левин от 1993 г., с които се поставя началото на *функционалния подход* към анализираната взаимовръзка.¹⁸ В чисто концептуален план той се отличава с много по-голяма широта от основаващия се само на парите подход на Дж. Тобин, Р. МакКинън и други, при който се предлага стриктно разграничаване между финансов и реален сектор.¹⁹ Иновативната същност на функционалния подход се изразява в извеждане на основните функции на финансовата система спрямо реалната икономика и в дефинирането на финансовото развитие от гледна точка именно на начина на тяхното изпълнение.²⁰ Идеята е, че по-доброто осъществяване на функциите на финансовите пазари, чрез повишаване на ефективността на финансовите посредници и използването от тях инструменти, е в състояние да ограничи пазарните несъвършенства, и в частност да намали транзакционните и информационните разходи.

Присъща особеност на повечето от анализите в рамките на ендогенната теория е съсредоточаването на вниманието върху механизмите за трансмисия на ефекти между двата сектора. В този смисъл възможно най-комплексно е разбирането, че финансовото развитие генерира икономически растеж едновременно и чрез увеличаване на факторната производителност, и чрез натрупване на капитал. То се споделя от Р. Кинг, Р. Левин, Де Грегорио, П. Гуидоти, като оценката за относителната значимост на двата канала се оставя

¹⁷ Jorgenson, D. Growth Accounting. – In: Aghion, P. and S. Durlauf (eds.) Handbook of Economic Growth. Amsterdam: North-Holland Elsevier Publishers, 2005, Chapter 12.

¹⁸ King, R. and R. Levine. Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right. – Quarterly Journal of Economics, Vol 108, N 3, August 1993, p. 717-738; King, R. and R. Levine. Finance, Entrepreneurship, and Growth: Theory and Evidence. – Journal of Monetary Economics, 1993, N 32, p. 513-542.

¹⁹ Tobin, J. Money and Economic Growth. – Econometrica, 1965, October, N 4, p. 671-84; McKinnon, R. Money and Capital in Economic Development. Washington, DC: Brookings Institution, 1973.

²⁰ По-подробно за основните финансови функции според един от възможните начини за тяхното структуриране виж раздел трети на настоящата студия.

да бъде направена емпирично.²¹ Така на практика теоретичните обобщения се извеждат от емпиричните анализи, които обикновено се отнасят за съвкупност от страни, и са предопределени както от избраната съвкупност, така и от използваните показатели и иконометрични методи. Същото се отнася и до заключенията относно наличието, вида и силата на въздействие в посока от финансите към икономическия растеж.

Резултатите от множеството емпирични изследвания са нееднозначни. В преобладаващия брой случаи се потвърждава присъствието на позитивна зависимост, без това да означава каузалност, както е при Р. Кинг, Р. Левин, Р. Зервос, Н. Лояза, Т. Бек, В. Бенцивенга и Б. Смит, Дж. Грийнуд и други.²² В отделни публикации като при Де Грегорио, П. Гуидоти, Дж.-К. Бертелеми и А. Вародакис и други се доказва, че финансовото развитие е негативно свързано с растежа, доколкото знакът пред финансовите променливи в регресионните уравнения е отрицателен, макар че техните коефициенти в повечето случаи се оказват статистически незначими при динамизирането на моделите. Въпреки, че последният факт не е подложен на съдържателно осмисляне, той може да се интерпретира в известен смисъл като потвърждение на принципната постановка на Р. Лукас, че ролята на финансовото развитие всъщност е силно преекспонирана.²³

Що се отнася до интерпретирането на каналите за пренасяне на влияние от финансовия към реалния сектор, то също има своя специфика в отделните изследвания. В повечето от тях се потвърждава доминиращ принос на промените в общата факторна производителност, докато натрупването на капитала е с относително по-ниска тежест, а в редица случаи - пренебрежимо. Така например при В. Бенцивенга и Б. Смит икономическият растеж се индуцира главно чрез натрупването на капитал, докато при Ф. Риоджа и Н. Валев трансмисионният механизъм на общата факторна производителност е по-силен при индустриалните държави, а този на капиталовото натрупване преобладава при развиващите се страни.²⁴

²¹ King, R. and R. Levine. Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right. – Quarterly Journal of Economics, Vol 108, N 3, August 1993, p. 717-738; De-Gregorio, D. and P. Guidotti. Financial Development and Economic Growth. – World Development, 1995, March N 23, p. 433-438.

²² King, R. and R. Levine. Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right. – Quarterly Journal of Economics, Vol. 108, N 3, August 1993, p. 717-738; Levine, R. and S. Zervos. Stock Markets, Banks, and Economic Growth. – American Economic Review, 1998, N 88, p. 537-558; Levine, R., N. Loayza and T. Beck. Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes. – Journal of Monetary Economics, 2000, N 46(1), p. 31-77; Bencivenga, V. and B. Smith. Some Consequences of Credit Rationing in an Endogenous Growth Model. – Journal of Economic Dynamics and Control, 1993, N 17, p. 97-122; Greenwood, J. and B. Smith. Financial Development and the Development of Financial Markets. – Journal of Economic Dynamics and Control, 1997, N 21, p. 145-181.

²³ Lucas, Jr. R. E. On the Mechanisms of Economic Development. – Journal of Monetary Economics, 1988, N 22, p. 3-42.

²⁴ Bencivenga, V. and B. Smith. Some Consequences of Credit Rationing in an Endogenous Growth Model. – Journal of Economic Dynamics and Control, 1993, N 17, p. 97-122; Rioja,

Използваният в контекста на растежните теории начин за идентифициране на каналите на влияние съдържа редица слабости. Най-важната сред тях е невъзможността в чисто концептуален, а също така и в прагматичен план, за получаване на достатъчно коректна оценка на общата факторна производителност. Като друг недостатък може да се открие свързаното с ендегенната теория ограничаване само до промените в размера и ефективността на капитала. Така извън ползрението остават други измерения на реалния сектор, които също могат да бъдат повлияни от финансовото развитие и същевременно да имат позитивно отражение върху икономическия растеж.

Изследването на взаимовръзката между развитието на финансовия и реалния сектор от позициите на ендегенната теория на икономическия растеж всъщност се отнася само до едната страна на проблема. Изборът на тази методологична рамка не позволява да се изследва доколко финансовото развитие само по себе си е предизвикано от динамиката на реалния сектор, както и да се решат проблемите за каузалността и за обособяването на дългосрочните от краткосрочните ефекти.

Преодоляването на изброените недостатъци става възможно чрез прилагането на анализите на динамични редове, което според Симс представлява нетеоретичен подход (atheoretical approach) към анализа на макроикономическите зависимости²⁵. Така на практика теоретичните обобщения за особеностите на релацията “финансово развитие – икономически растеж” се извеждат чрез обобщения от емпиричните анализи. Този нетеоретичен подход има своите сериозни теоретични основания и напоследък се налага във все повече области на човешкото познание, една от които е макроикономиката.

2. Форми на финансови структури спрямо реалната икономика

Проблематика за взаимодействието между финансовото развитие и реалния сектор винаги е била обект на определен теоретичен и/или практически интерес, но съдържателното масирано навлизане в нея датира едва от последните десетилетия на миналия век. Силен тласък в развитието на проблема се получава след публикуването на фундаменталния труд на Р. Солоу за икономическия растеж в края на петдесетте години. Всъщност оттогава икономическото развитие се анализира неизбежно и преди всичко с една от своите характеристики - икономическия растеж.

Интензивното превръщане на релацията “финансово развитие-икономически растеж” в предмет на сериозни теоретични и емпирични изследвания след 70-те години на XX в. е провокирано още и от създаването и консолидирането на

F. and N. Valev. Finance and the Sources of Growth at Various Stages of Economic Development. – Economic Inquiry, 2004, N 42, p. 127-140.

²⁵ Sims, C. Macroeconomics and Reality. – Econometrica, Vol 48, N 1, January 1980, p. 1-48

базата данни на Световната банка, която понастоящем покрива периода от 1960 до 2005 г. за повече от 190 страни. Това е една от основните причини емпиричните изследвания за отделни групи страни да нарастват лавинообразно като се има предвид и развитието на макроиконометричната методология даваща възможност за използване на панелни модели, различни варианти на регресионен анализ и разширени производствени функции. В почти всички случаи обаче формално постановката е, че се търси взаимодействие между финансовото развитие и икономическия растеж, а на практика се абсолютизира само едната страна на тази взаимовръзка – как финансовата система влияе върху икономическия растеж. Затова в много от публикациите се счита, че това взаимодействие може да се изследва на основата на конкуриращите се теории за формата на проявление на финансовата структура – дали тя е базирана основно на банките или на финансовите посредници (bank-based or intermediary-based), или е базирана предимно на пазарите (market-based), или се основава на предлаганите финансови услуги (financial services view). Едно продължение към тази логика включва и правната уредба на финансовия и реалния сектор или като самостоятелно теоретично направление (law and finance view), или като доразвитие на предходното.

Теоретичните основи на *банково базираната структура* намират израз в твърденията, че банките и/или другите финансови посредници играят най-важна и водеща роля при мобилизирането на финансов ресурс, откриването на печеливши проекти, контролиране на управлението и управлението на риска. Отстоява се позицията, че финансовите посредници може да финансират реалната икономика много по-ефективно от финансовите пазари предимно в слабо развитите и развиващите се икономики. В ранните етапи на развитие на тази теория се обоснова тезата за положителната роля на публичните банки, които в горните условия осигуряват по-добро разпределение на финансовия ресурс и предпазват от загуби и банкрути.²⁶ Например Р. Левин и Т. Бек доказват, че банките, които не се подчиняват на рестриктивни регулаторни мерки и не са засегнати от тях, се възползват по-пълноценно от икономии от мащаба на дейността и от събирането на точна информация за потенциалните си клиенти²⁷. Също така те доказват, че търговските банки много по-добре се справят с финансиране на проекти в условията на силно асиметрична информация, защото финансовите посредници като цяло имат по-добра система за анализ, оценка и разграничаване на „добрите” от „лошите” кредитоискатели.

Господстващо в тази теоретична схема е и разбирането, че банково базираните финансови системи много по-добре и с по-малко съвкупни загуби за икономиката като цяло реагират на променящите се условия, особено в

²⁶ Gerschenkron, A. *Economic Backwardness in Historical Perspective. A Book of Essays*, Harvard University Press, 1962, Cambridge, MA, USA.

²⁷ Levine, R. Bank-based or Market-based Financial Systems: Which is Better? – *Journal of Financial Intermediation*, 2002, N 11, p. 398–428; Beck, T. and R. Levine. Stock Markets, Banks and Growth: Panel Evidence. – *Journal of Banking and Finance*, 2004, N 28, p. 423–442.

краткосрочен период²⁸. Както може да се очаква, привържениците на банково базираната система използват редица недостатъци на основаната на пазарите финансова система за да я критикуват. Например при пазарно ориентирана система информацията е публична и известна на всички, което силно подтиква необходимостта от набавяне на допълнителни сведения за фирмите от реалния сектор като по този начин създава своеобразно информационно затъмнение, генериращо асиметрия²⁹. Докато банките преодоляват тази ситуация чрез създаване на дългосрочни и комплексни отношения с обслужваните фирми. Горните твърдения дават основания да се отстоява тезата, че банково базираните отношения с реалния сектор водят до по-ефективно разпределение на ресурсите с по-ниски транзакционни разходи.

Дейността на банките и небанковите финансови посредници има свои специфики, които дават основание за критическо осмисляне и едновременно с това пораждат аргументи в подкрепа на пазарно ориентираните финансови системи. Няколко са главните специфични характеристики:

Първо, по време на цялостния процес на финансиране на фирмите банките и другите финансови посредници имат достъп до конфиденциална информация за тях, която не е достъпна за останалите участници. В този смисъл те може да използват тази натрупана информация за извличане на допълнителни облаги и за предотвратяване на рискове, които са невидими за останалите. При договаряне на нови кредити или при предоговаряне на вече отпуснати заеми банките разполагат с информация за текущо получаваните и очаквани от фирмите печалби и може спокойно да предявят претенции за част от тях под формата на по-висока лихва. Така относително големите и силни финансови посредници може да претендират за икономически неприемлива за фирмите част от техните печалби, което води до намаляване на стимулите и интереса към започване на нови рискови и естествено по-печеливши инвестиционни проекти.³⁰

Второ, свързаните помежду си финансови посредници и фирми може да се обединят (понякога негласно, като резултат от това, че всеки преследва своята собствена цел, но тя не противоречи на целите и интересите на партньора) срещу останалата публика. Това води до нарушаване на правилата на конкуренцията, до занижаване на управленския контрол, и като цяло до относително забавяне на икономическия растеж. Разкривани са редица случаи от практиката, когато банки представят в “розов цвят” балансите и финансовото състояние на кредитиране от тях фирми, и обратно, когато самите фирми “надуват” документално финансовите си резултати (при

²⁸ Singh, A. Stock Markets, Financial Liberalisation, and Economic Development. – *Economic Journal*, 1997, N 107(442), p. 771–782; Stiglitz, J. E. Credit Market and the Control of Capital. – *Journal of Money, Credit, and Banking*. – *World Development*, 1985, N 17(1), p. 133–152.

²⁹ Boyd, J. and E. Prescott. Financial Intermediary Coalitions. – *Journal of Economic Theory*, 1986, N 38(2), p. 211–232.

³⁰ Rajan, R. G. Insiders and Outsiders: The Choice Between Informed and Arms Length Debt. – *Journal of Finance*, 1992, N 47(4), p. 1367–1400.

незнание, а е възможно и при мълчаливо съгласие) от страна на банките за да получат по-лесен или по-голям кредит³¹.

Трето, когато финансовия посредник започне преговори с фирма за отпускане на кредит, неговата естествена цел е да търси ниско рискови проекти с относително висока печалба. Обикновено обаче нискорисковите проекти са с относително ниска (и затова и по-продължителна) възвръщаемост. Съществува потенциална опасност по този начин банките да възпрепятстват технологичния прогрес и да задържат иновациите, които по принцип се свързват с по-рискови инвестиционни проекти. Д. Вайнщайн и Я. Яфи привеждат примери от Япония, потвърждаващи горните опасения, като доказват, че като цяло фирмите, които са в по-близки и по-дългосрочни контакти с дадена банка, имат по-лесен достъп до кредитен ресурс, но в дългосрочен план този ресурс се оказва по-скъп от ресурса, отпускан на останалите "случайни и непознати" фирми³². Този процес намира израз в емпирично потвърждавания факт, че в развитите икономики фирмите, които се финансират от банките и другите финансови посредници, имат по-ниски темпове на растеж, в сравнение с тези, които се финансират чрез финансовите пазари. Последното показва, че финансовите посредници като цяло не стимулират достатъчно фирмите да инвестират в рискови, но печеливши проекти.

При банките решенията за отпускане на кредити се вземат силно централизирано от един или няколко човека (кредитен съвет). Това е доказано ефективна система при наличие на достатъчно информация за кредитоискателя и неговия проект. Ако обаче фирмата е нова и/или проекта е нов като за тях няма достатъчно информация, или има противоположни мнения, становища и оценки, процесът на вземане на решение силно се затруднява и обикновено отговорът е негативен. Това е основание да се твърди, че финансирането чрез банки и други посредници не води до достатъчно стимулиране на нововъведения и рискови проекти, като по този начин забавя икономическия растеж в дългосрочен план.

Четвърто, колкото и на пръв поглед да изглежда, че финансовите посредници, особено в лицето на големите банки, имат най-добри възможности за управление и особено за диверсифициране на риска, оказва се, че това не е точно така. Добре развитите финансови пазари, поради огромното разнообразие на финансови продукти и инструменти, демонстрират много по-

³¹ Например такива драстични примери от икономиката на Германия се привеждат от Е. Венгер и К. Казерер. Вж. Wenger, E. and C. Kaserer. The German System of Corporate Governance: A Model Which Should Not Be Imitated. – In: Competition and Convergence in Financial Markets: The German and Anglo-American Models, North-Holland Press, New York, 1998, USA.

³² Weinstein, D. and Y. Yafeh. On the Costs of a Bank-Centered Financial System: Evidence from the Changing Main Bank Relations in Japan. – Journal of Financial Economics, 1998, N 532, p. 635-672.

добри възможности за диверсифициране, а с това и на управление на риска между различните фирми и отрасли³³.

Теоретичния фундамент на *пазарно ориентираната финансова система* се гради в противовес на банково базираната като, от една страна, се извеждат и доказват предимствата на добре функциониращите финансови пазари, а от друга - се набляга на недостатъците на основаващата се на банките финансова система и се разкриват нейните проблеми. Почти всички изследователи обаче приемат становището на Дж. Бойд и Б. Смит, доказано и емпирично чрез специално дизайниран за целта модел, че в своето икономическо развитие различните страни преминават през различни етапи, които се следват и от съответни промени във финансовата система. Според тях колкото е по-развита една икономика, толкова повече нейната финансова система се базира на пазарите, и обратно, колкото е по-ниско нивото на икономическо развитие, толкова повече финансовата система се основава на банките и другите финансови посредници³⁴. След това тази постановка се постулира и като позиция на Световната банка, което също изиграва роля за широкото ѝ възприемане³⁵.

В научната литература има достатъчно емпирични доказателства, че добре функциониращите финансови пазари, които са постигнали достатъчно голям мащаб и ликвидност, стимулират реализацията на печеливши инвестиционни проекти като по този начин действат позитивно на икономическия растеж³⁶. Дори редица автори откриват, че на определен етап от своето развитие фирмите започват да разчитат предимно на финансиране чрез финансовите пазари. Доказва се, че това пазарно финансиране е налице при повече от утвърдилите се във времето стабилни фирми. Друг интересен резултат е, че този начин на финансиране се оказва добър и особено предпочитан от утвърдените вече високотехнологични отрасли и фирми, защото при тях е трудна точната оценка на нови инвестиционни проекти, поради естествено противоречивите становища за бъдещата пазарна реализация на новата технология или продукт³⁷. Последното е едно от многото основания за отстояване на тезата, че пазарно ориентираните финансови системи са по-

³³ Allen, F. and D. Gale. A Welfare Comparison of Intermediaries and Financial Markets in Germany and the US. – European Economic Review, 1995, N 39, p. 179-209.

³⁴ Boyd, J. and B. Smith. The Evolution of Debt and Equity Markets in Economic Development. – Economic Theory, 1998, N 12, p. 519-560.

³⁵ Finance for Growth: Policy Choices in a Volatile World. A World Bank Policy Research Report, The World Bank, 2001, Washington D.C., USA.

³⁶ Beck, T. and R. Levine. Stock Markets, Banks and Growth: Panel Evidence. – Journal of Banking and Finance, 2004, N 28, p. 423-442; Levine, R. Bank-based or Market-based Financial Systems: Which is Better? – Journal of Financial Intermediation, 2002, N 11, p. 398-428.

³⁷ Bolton, P. and X. Freixas. Equity, Bonds, and Bank Debt: Capital Structure and Financial Market Equilibrium under Asymmetric Information. – Journal of Political Economy, 2000, N 1082, p. 324-351; Allen, F. and D. Gale. Diversity of Opinion and Financing of New Technologies. – Journal of Financial Intermediation, 1999, N 8, p. 68-89.

добри от банково базираните при стимулирането, осигуряването и гарантирането на предимно дългосрочен икономически растеж, и обратно.

При пазарно базирана система информацията за състоянието на фирмите се събира перманентно и се прави публично достояние на участниците, което премахва номинално необходимостта индивидуалните инвеститори да събират самостоятелно такава информация. Тук има типичен случай на проявление на известния от микроикономиката проблем за “гратисчията” (free-rider problem), в смисъл, че след като самият финансов пазар има текущ ангажимент за разкриване на финансовите резултати на фирмите, то никой друг няма стимул да прави това самостоятелно. Този проблем има две страни. От една страна, финансовите пазари не изразходват ресурс за получаване на тази информация, защото тя им се предоставя от фирмите текущо и по право (по тяхно задължение). От друга страна обаче, има и негативен ефект, състоящ се в това, че именно по горната причина, финансовите пазари не могат да реагират адекватно при предоставянето на ресурси на новосъздадени иновативни, но неутвърдени още на пазара фирми³⁸. В крайна сметка се стига до неефективно разпределение на финансовия ресурс и до затрудняване на технологичния прогрес. Така, от гледна точка на информационната асиметрия, проблемът за “гратисчията” се проявява много по-силно при пазарно ориентираната финансова структура, отколкото при банково базираната.

Като следствие от горния проблем достатъчно големите, добре развити и високо ликвидни финансови пазари, създават среда, в която индивидуалните инвеститори се държат като слепци, или поне като ослепените войници на цар Самуил – на сто има един водач (брокер) с едно око. Този ефект се получава вследствие от сигурността на инвеститорите, че може да продадат всеки един момент акциите си, като в общия случай премахва необходимостта от осъществяване на контрол върху управлението на фирмите³⁹. Това означава, че колкото са по-ликвидни финансовите пазари, толкова повече те репресират осъществяването на наблюдение и контрол на фирменото управление. Веригата продължава: отслабеният контрол над корпорациите води до материализиране на информационните предимства на тези, които са вътре във фирмите или по-близо до тях и имат повече информация, и съответно да загуби, на тези които са отвън и нямат такава.

Макар че базираната на пазарите финансова система потенциално осигурява най-богатата и добра гама от продукти за диверсифициране на риска (и това е изтъкнато по-горе като едно от основните ѝ предимства), тя няма механизъм за улавяне и диверсифициране на съвкупните макроикономически шокове, особено външните. Това е така, защото по естеството на своето конституиране и функциониране финансовият пазар е несвършен и непълен. В този смисъл

³⁸ Stiglitz, J. E. Credit Market and the Control of Capital. – Journal of Money, Credit, and Banking. – World Development, 1985, N 17(1), p. 133–152; Boot, A., S. Greenbaum and A. Thakor. Reputation and Discretion in Financial Contracting. – American Economic Review, 1993, N 83, p. 1165–1183.

³⁹ Bhidé, A. The Hidden Costs of Stock Market Liquidity. – Journal of Financial Economics, 1993, N 341, p. 1–51.

финансовите посредници (както банковите, така и небанковите) компенсират това несъвършенство и непълнота, като заемат мястото на “липсващите пазари”. В този смисъл, в редица случаи, базираната на финансовите посредници финансова система може да осигури по-добро разпределение и покриване на рисковете във времето чрез натрупването на резерви в сигурни и по-защитени фондове⁴⁰.

В крайна сметка се оказва, че от емпирична гледна точка двете условно разделени финансови структури – банково базираната и основаната на пазарите, не са взаимоизключващи се, а са повече взаимодопълващи се. На примера на 36 страни за периода 1980-1995 С. Тадеси доказва, че при страните със слабо развита финансова система финансовите посредници играят по-силна роля в икономиката, докато при страните с добре развит и опериращ финансов сектор доминантната роля принадлежи на финансовите пазари⁴¹. Р. Левин и С. Зервос, от друга страна, доказват също с многостранен емпиричен анализ, че както високо ликвидните финансови пазари, така и силно развитите банкови системи водят към висок и стабилен икономически растеж независимо едни от други⁴². Интересен е резултатът от изследването на Ф. Арестис, П. Деметриадис и К. Лионтел, получен при изследването на проблема в пет от най-развитите страни – САЩ, Япония, Англия, Германия и Франция. Те доказват, че финансовите пазари допринасят за промотиране на икономическия растеж, но тяхното влияние е много по-малко от това на банките и другите финансови посредници⁴³. На базата на пространно емпирично изследване на 44 страни А. Демиргуч-Кунт и Р. Левин доказват, че страните с добре развити финансови пазари имат също така и добре развити банки и други финансови посредници⁴⁴. Посочените по-горе емпирични доказателства свидетелстват, че финансовите посредници и финансовите пазари едновременно в различна степен допринасят за развитието на реалната икономика, като това става посредством извършваните от тях финансови услуги.

Теорията за финансовите услуги е напълно съгласувана с разгледаните вече две теоретични направления⁴⁵. Нещо повече – тя се явява техен синтез и логическо продължение. Принципната постановка е какви и колко финансови услуги предлага финансовата система, а не по какъв начин и чрез какви

⁴⁰ Allen, F. and D. Gale. Financial Markets, Intermediaries and Inter Temporal Smoothing. – Journal of Political Economy, 1997, N 105(3), p. 523-546.

⁴¹ Tadesse, S. Financial Architecture and Economic Performance: International Evidence. – Journal of Financial Intermediation, 2002, N 11, p. 429-454.

⁴² Levine, R. and S. Zervos. Stock Markets, Banks, and Economic Growth. – American Economic Review, 1998, N 88(3), p. 537-558.

⁴³ Arestis, P., P. Demetriades and K. Luintel. Financial Development and Economic Growth. – Journal of Money, Credit, and Banking, 2001, N 331, p. 16-41.

⁴⁴ Demirguc-Kunt, A. and R. Levine. Stock Market Development and Financial Intermediaries: Stylized Facts. – World Bank Economic Review, 1996, N 102, p. 291-322.

⁴⁵ Финансовите услуги са резултат от функционирането на финансовата система и в този смисъл се явяват експликация на нейните функции, които са разгледани в следващия раздел.

структури и канали ги предлага. Въпросът не е дали трябва да се избира между финансови пазари или финансови посредници, а как да се създаде ефективна макроикономическа среда за едновременно ефективно функциониране както на финансовите посредници, така и за финансовите пазари. В подкрепа на тази постановка в края на миналия и началото на новия век редица автори като Р. Мертон, З. Бодие, Р. Левин и други достигат до разбирането, че разделянето между финансовите посредници и финансовите пазари е по-маловажно от общото равнище и качество на предлаганите финансови услуги⁴⁶. В споменатото по-горе изследване на Световната банка също има елементи на създаване на синтез между двете предходни теории като се твърди, че количественото и качествено разнообразие на оказваните финансови услуги само по себе си е много по-важно, в сравнение с формата и начина, по който те се извършват⁴⁷.

Изводите в теоретичен план трябва да се правят много внимателно, но прегледът на съществуващата теоретична литература и особено резултатите от емпиричните изследвания дава достатъчно основания да се твърди, че финансовата структура (като съвкупност от финансови посредници и пазари) не е толкова важна за обяснението на различията в темповете на икономически растеж между различни страни по едно и също време, или в една страна във времето. Няма категорични доказателства, че при някоя от финансовите системи страните постигат по-висок икономически растеж и достъпът на фирмите до финансов ресурс е по-лесен и по-евтин. Например, макар че, в Япония и Германия са налице във възможно най-чист вид банково базирани финансови системи, а финансовите системи на САЩ и Англия са основани предимно на финансовите пазари, в тези страни се наблюдават почти еднакви темпове на икономически растеж и сходни проблеми при финансовото осигуряване на икономиката.

От горния и сходни на него примери понякога се прави извод, че особена роля играе и *правната основа на финансовата и бизнес среда*. От това в каква степен и размер юридически са защитени правата на вложителите на финансовите посредници и на индивидуалните инвеститори на финансовите пазари, и как правно са регулирани отношенията между финансовата система и реалния бизнес, зависи колко ефективен е процесът на финансиране на реалната икономика. Например, горният ни извод се потвърждава директно от изводите на мащабния емпиричен анализ на А. Демиргуч-Кунт и Р. Левин⁴⁸.

⁴⁶ Merton, R. and Z. Bodie. A Conceptual Framework in Analyzing the Financial Environment. – In: Crane, D. and others (eds.) The Global Financial System: A Functional Perspective. Harvard Business School, 1995, Boston, MA, USA; Levine, R. Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda. – Journal of Economic Literature, 1997, N 35(2); Levine, R. Bank-based or Market-based Financial Systems: Which is Better? – Journal of Financial Intermediation, 2002, N 11, p. 398–428.

⁴⁷ Finance for Growth: Policy Choices in a Volatile World. A World Bank Policy Research Report, The World Bank, 2001, Washington D.C., USA.

⁴⁸ Demirguc-Kunt, A. and R. Levine (eds.) Financial Structure and Economic Growth: A Cross-Country Comparison of Banks, Markets and Development. MIT Press, 2001, Cambridge – Massachusetts, London – England, p. 12.

Това развитие на теорията, базирана на финансовите услуги се възприема или като нейно допълнение, или се отделя в ново направление “право и финанси”, което понякога в съзвучие с предходните се нарича теория на финансова структура, основана на правни норми (legal-based view).

Независимо от това, през коя от горните четири теоретични схеми се експлицира взаимодействието между финансовото развитие и икономическия растеж, основна функция на финансовата система е мобилизирането на временно свободни финансови фондове от спестителите и предоставянето им за производствени инвестиции. Тази основна функция се разделя на редица подфункции както по осъществяването на самия процес, така и по неговото финансово и информационно осигуряване и гарантиране. На осветляването на тези функции, които заедно с това са и фундаменталните канали на релацията “финансово развитие – икономически растеж” е посветен следващия трети раздел.

3. Основни функции (услуги) на финансовата система спрямо икономическата динамика

В научната литература се срещат най-разнообразни класификации на функциите на финансовата система спрямо икономическата динамика и произтичащите от това канали на взаимодействие между тях. От гледна точка на реалната икономика изпълнението на тези функции на финансовата система се възприема като оказване на услуги на реалния сектор. Многообразието на тези функции е налице, защото финансовите услуги може да бъдат агрегирани и дезагрегирани по различен начин. При всички случаи обаче един синтез на съществуващите схващания може да се обедини около наличието на пет основни финансови услуги:

- 1) мобилизиране и икономизиране на спестяванията и други свободни финансови средства;
- 2) минимизиране на разходите по събирането на информация за реалните и потенциални кредитоискатели (инвеститори) и оптимизиране на разпределението на капитала (инвестициите) за реалната икономика;
- 3) търгуване, диверсифициране и управление на финансовия риск;
- 4) наблюдение на фирмената дейност и подобряване на фирменото управление;
- 5) обслужване, подпомагане и улесняване на размяната на стоки и услуги.

Що се отнася до първата функция – *мобилизиране и икономизиране на спестяванията и други свободни финансови средства* – в общия случай концентрирането на значими средства (достатъчно големи по обем за извършване на ефективна инвестиция) посредством обединяването на

излишните пари на различните икономически агенти е скъпоструваща операция. Този процес има най-малко две страни. Първо, концентрирането на многобройните дребни спестявания и свободен ресурс да става при минимизиране на транзакционните разходи. Второ, преодоляване на асиметрията на информацията, свързана със създаването на сигурност за спестяванията у всеки дребен вложител и постигане на индивидуална удовлетвореност от възвращаемостта на всяко едно спестяване.

Няма съмнение, че чрез концентрирането на спестяванията финансовата система създава историческата възможност за извършване на техническите революции и на текущия иновационен процес. Още У. Багехот отбелязва: “Ние напълно сме загубили представа, че всяко начинание, което изглежда разумно и изисква пари, може преждевременно да загине в търсенето на пари, а за нашите предци тази представа е била много ясна и близка, тя е била обичайна в повечето напреднали страни. Обикновеният гражданин на Лондон от времето на кралица Елизабет би мислил, че няма никаква полза от железница, а още повече и никой не би могъл да събере достатъчно капитал за да я направи. Понастоящем, в колониите и във всички неразвити икономики няма достатъчно големи суми от пари за инвестиции, няма и фондове, от които да може да се заемат за да се направи значима (огромна) инвестиция.”⁴⁹ По-късно Дж. Шумпетер доразвива тази идея, като обосновава, че добре функциониращата финансова система води към технологичен прогрес и иновации посредством откриването и селектирането на тези предприемачи, които се очаква успешно да приложат техния производствен процес и да реализират продукцията си, а банкерът играе ролята на посредник в този процес.⁵⁰

Почти всички изследвания на инвестиционната история (виж например впечатляващата монография на Карозо и неговите обобщения и анализи)⁵¹ съдържат анализи за намаляването на разходите по обслужване на нарастването на капитала във времето. Намаляването на разходите по линията спестяване – инвестиции става чрез финансовите посредници (основно търговските банки и след това всички останали – застрахователни дружества, пенсионни фондове, инвестиционни фондове, финансови къщи и т.н.). Колкото е по-стабилна тяхната репутация, толкова спестителите се чувстват по-спокойни за своите спестявания, независимо от формата, в която са вложени по скалата “по-ограничен достъп – по-голяма лихва”. В този случай спестителите не могат да имат информация техните пари в какви инвестиционни проекти се влагат (за разлика от случаите когато влагат парите си в ценни книжа срещу собственост). Те вярват на финансовия посредник и нямат никаква пряка връзка с кредитополучателите. Със своята репутация и депозитна експанзионистична политика финансовите посредници ускорят

⁴⁹ Bagehot, W. *Lombard Street*. Homewood, IL: Richard D. Irwin, 1873, (1962 ed.), p. 3-4.

⁵⁰ Schumpeter, J. *Theorie Der Wirtschaftlichen Entwicklung* [The Theory of Economic Development]. Leipzig: Dunker & Humblot, 1912, translated by Redvess Opie, 1934, Cambridge, MA: Harvard U. Press, p. 74.

⁵¹ Carosso, V. *Investment Banking in America*. Cambridge, MA: Harvard University Press, 1970.

процеса по натрупване на спестявания, намалявайки относително и абсолютно разходите по увеличаване на кредитната си база чрез икономии от мащаба. Със самостоятелно значение в този процес е и общата икономическа и финансова стабилност в страната, региона и света като цяло.

Освен коментирания по-горе пряк ефект на мобилизиране на спестявания и “поевтиняване” на кредита, финансовите посредници могат да подобряват и оптимизират разпределението на ресурсите и производствените фактори и по този начин да спомагат за развитието на иновациите. Това става чрез достъпа им до колкото се може по-голям брой инвеститори (например чрез една добре разгърната клонова мрежа в страната и експанзионистична кредитна политика за привличане на много инвеститори). В цитираното по-горе произведение още преди век и половина У. Багхот специално отбелязва, че огромната разлика по това време между Англия и слаборазвитите страни е, че английската финансова система единствено може да мобилизира ресурси за огромни и едромасштабни проекти. Защото ако това не е налице много ефективни проекти може да останат нереализирани поради липса на финансиране.

Следователно, колкото е по-развита финансовата система и колкото е по-развит по хоризонтала и вертикала всеки един от финансовите посредници, толкова е по-голяма, при равни други условия, възможността за организиране и концентриране на спестяванията на публиката, за увеличаване на кредитната база при относително поевтиняване и нарастваща достъпност на кредита, за увеличаване на капиталовото натрупване, за подобряване на разпределението на ресурсите, за ускоряване на иновациите и икономическия растеж.

Добре функциониращите финансови пазари също играят роля за мобилизиране на свободните средства от населението и фирмите. При наличие на асиметрична информация и нестабилни финансови посредници несклонните към такъв риск вложители няма да доверят спестяванията си на тях, а биха предпочели да инвестират в ценни книжа на финансовите пазари. Фондовата борса твърде често изглежда не само по-привлекателна и по-печеливша, но и по-сигурна от позициите на определена група индивидуални инвеститори. Още повече, че листваните на нея компании са публични и непрекъснато има информация за тяхното състояние. Друг начин, по който финансовите пазари мобилизират свободните средства е желанието на доминиращите играчи на пазара (market-makers) и на брокерите да изградят и запазят дългосрочна добра репутация. Емпирично е доказано, че този процес има дългосрочен мобилизиращ спестяванията ефект.⁵²

⁵² Diamond, D. Monitoring and Reputation: The Choice between Bank Loans and Directly Placed Debt. – Journal of Political Economy, 1991, N 99(4), 689-721; Chemmanur, T. and P. Fulghieri. Reputation, Renegotiation, and the Choice between Bank Loan and Publicly Traded Debt. – Review of Financial Studies, 1994, N 7(3), p. 475-506; Levine, R. Bank-based or Market-based Financial Systems: Which is Better? – Journal of Financial Intermediation, 2002, N 11, p. 398-428.

Втората комплексна финансова функция се отнася до *минимизиране на разходите по събиране на информация и оптимизиране на разпределението на капитала - кредитите (инвестициите)*. Финансовите посредници правят големи абсолютни разходи свързани с оценяването на инвестиционните проекти. Това включва оценка на финансовото състояние и управление на съответната фирма, както и оценка на конкретния инвестиционен проект на фона на текущите и бъдещи пазарни условия и конюнктура, преди да се вземе решение за отпускане на съответния инвестиционен кредит. Следва контрол върху неговото усвояване и изплащане. Ясно е, че отделните вложители нямат никаква практическа възможност за извършване и финансиране на тези дейности. Обикновеното допускане, че интензивността на капиталовите потоци е правопропорционална на ефективността на финансираните фирми и инвестиционни проекти, се основава на аксиоматично приеманото предположение, че кредиторите и инвеститорите имат достатъчно достоверна и пълна информация за извършването от тях финансиране.

Информацията за проектите обаче е асиметрична. Кредитоискателите имат предварителна и достоверна информация за техните проекти. Нормално е те да представят проектите си за по-ефективни и печеливши, отколкото те действително знаят, че са – това е експликация на добре известния и описан в литературата проблем за моралния риск (*moral hazard*)⁵³. Затова е от съществено значение финансовите посредници да осъществяват собствено независимо и обективно оценяване на представените за финансиране проекти, за да предотвратят евентуален неблагоприятен избор (*adverse selection*). Последното е основен елемент при рационализирането и икономизирането на кредитната дейност⁵⁴.

Финансовите посредници имат възможности за намаляване на разходите по осигуряване и анализиране на необходимата информация, чрез поддържане на специалисти и цели отдели за тези дейности⁵⁵. По този начин, както се доказва още в първите сериозни изследвания на проблема от Р. Кинг и Р. Левин, те подобряват както разпределението на кредитите, така и на ресурсите като цяло, което в крайна сметка трябва да води до ускоряване на икономическия растеж, при равни други условия⁵⁶. Така, от една страна, финансовите посредници откриват най-производителните и ефективни производствени технологии. От друга страна, събираната от тях информация дава възможност

⁵³ Bernanke, B. and M. Gertler. Agency Costs, Collateral, and Business Fluctuations. – American Economic Review, 1989, N 79, p. 257-276; Thaddeus, E. Long-Term Contracts, Short-Term Investment and Monitoring. – Review of Economic Studies, 1995, N 62(4), p. 557-575.

⁵⁴ Stiglitz, J. and A. Weiss. Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. – American Economic Review, 1981, N 71(3), p. 393-410.

⁵⁵ Boyd, J. and E. Prescott. Financial Intermediary Coalitions. – Journal of Economic Theory, 1986, N 38(2), p. 211-232.

⁵⁶ King, R. and R. Levine. Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right. – Quarterly Journal of Economics, 1993, Vol 108, N 3, August, p. 717-738; King, R. and R. Levine. Finance, Entrepreneurship, and Growth: Theory and Evidence. – Journal of Monetary Economics, 1993, N 32, p. 513-542.

да се определят сред тях тези предприемачи, които имат най-голям опит и шансове да приложат и реализират най-печеливши тези технологии⁵⁷. Високите информационни разходи може да попречат на капитала да намери най-ефективното си приложение. Затова работещият ефективен механизъм в случая върви по линията: намаляване на информационните разходи – подобряване на текущото разпределение на финансовия ресурс – ускоряване на икономическия растеж.⁵⁸

Добре функциониращите финансови пазари също допринасят за събирането на достоверна информация за фирмите посредством прекия интерес на индивидуалните инвеститори и техните представители. Това се отнася особено за случаите когато има печеливши, но рискови и противоречиви проекти, които трудно биха преминали през финансовите посредници⁵⁹. Сами по себе си пазарите на акции може да стимулират текущото събиране и систематизиране на информация за фирмите. Емпирично потвърждавано правило е, че колкото повече пазарите се разширяват като заедно с това стават и по-ликвидни, толкова повече се увеличават техните интереси и стимули за заделяне на ресурси за събиране на информация относно листваните на тях фирми. Все още обаче теоретично и емпирично не са изследвани взаимозависимостите по линията: нарастваща ликвидност на фондовите пазари – подобряване на събирането на достоверна информация – дългосрочен икономически растеж.

Третата основна финансова функция се отнася до *търгуване, диверсифициране и намаляване на финансовия риск*. Финансовите посредници могат да управляват намаляването и диспергирането на риска. По-конкретно те подпомагат диверсифицирането на ликвидните рискове⁶⁰, както и идиосинкратичните рискове и рисковете на търсенето⁶¹. От друга страна, диверсифицирането на рисковете прави възможно финансирането на по-рискови, но в същото време по-ефективни и по-печеливши инвестиционни проекти и иновации.

Намаляването на риска може да стане и посредством намаляването на транзакционните разходи. Стандартните начини за диверсифицирането на риска са свързани с диспергирането му по различни отрасли, подотрасли и дейности – така ако едни са губещи, а други печеливши става неговото

⁵⁷ Acemoglu, D., P. Aghion, and F. Zilibotti. Distance to Frontier, Selection, and Economic Growth. National Bureau of Economic Growth. NBER Working Paper, 2003, N 9066.

⁵⁸ Boyd, J. and E. Prescott. Financial Intermediary Coalitions. – Journal of Economic Theory, 1986, N 38(2), p. 211-232; Greenwood, J. and B. Jovanovic. Financial Development, Growth, and the Distribution of Income. – Journal of Political Economy, 1990, N 98, p. 1076-1107.

⁵⁹ Този процес е много детайлно и внимателно анализиран от Ф. Алън и Д. Гейл в последната им монография. Вж. Allen, F. and D. Gale. Comparing Financial Systems. Cambridge, MIT Press, 2000, MA, USA.

⁶⁰ Greenwood, J. and B. Smith. Financial Development and the Development of Financial Markets. – Journal of Economic Dynamics and Control, 1997, N 21, p. 145-181.

⁶¹ Obstfeld, M. Risk Trading, Global Diversification and Growth. – American Economic Review, 1994, N 84(5), p. 1310-1329.

разпределение и минимизиране. Изобщо, финансовите посредници използвайки предимствата на икономииите от мащаба могат да намаляват абсолютно и относително разходите чрез поддържането на диверсифициран инвестиционен портфейл. Така финансовата система намалява рисковете свързани с отделни индивидуални проекти, фирми, отрасли, региони, и страни. Финансовите посредници и пазари осигуряват лостове за търгуване и диверсифициране на рисковете, защото инвеститорите не обичат рисковете, а по-печелившите проекти обикновено са и по-рискови. Съществува силна и значима връзка между диверсифицирането и минимизирането на финансовия риск, от една страна, и натрупването на капитал и икономическия растеж – от друга⁶². В по-развитите финансови системи посредниците може да държат много по-диверсифициран портфейл от високорискови и ефективни проекти, което дава възможност относително по-голяма част от общите инвестиции да се насочват към по-печеливши инвестиционни решения, и в крайна сметка да се постига по-висок икономически растеж. По обратната връзка, по-високата възвращаемост и по-високите доходи ще насочват все повече хора и финансови средства към финансовите посредници и пазари.

Освен това финансовите посредници може да осигурят и изглаждане на риска във времето. Особено за тези рискове, които не може да бъдат диверсифицирани в определен период от време като различни макроикономически шокове – например шок от покачване на световните цени на петрола или на други енергоносители. Това става чрез усредняване на загубите от тези шокове върху по-продължителен период от време по начин, който намалява негативния им ефект. Дългогодишните и с добра репутация финансови посредници може да диверсифицират рискове дори и между поколенията като гарантират и осигуряват относително постоянен доход в дългосрочен период (относително по-нисък от средния в период на подем и относително по-висок в нисходящата фаза на икономическия цикъл).⁶³

Финансовите посредници и пазари могат също да минимизират и ликвидния риск, който се основава на неопределеността и несигурността при превръщането на различните финансови фондове в разменно средство. Редица високо печеливши проекти предполагат дългосрочно инвестиране на капитала, а притежателите на акции и спестовни депозити като правило не предпочитат да се отказват от контрол върху парите си за толкова дълго време. Затова именно високо ликвидните финансови пазари разполагат с инструментариум и възможности за превръщане на индивидуалните финансови фондове в дългосрочни капиталови инвестиции. Например, докато отделния спестител може да избира между по-ниско ликвидно и по-печелившо, или по-ликвидно и непечелившо вложение, то финансовия посредник с огромна маса средства може да има съвсем различен портфейл. Това дава основание на Дж. Хикс да направи извода, че индустриалната революция предполага и се предхожда от

⁶² Greenwood, J. and Jovanovic, B. Financial Development, Growth, and the Distribution of Income, *Journal of Political Economy*, 1990, N 98, p. 1076–1107.

⁶³ Вж. Allen, F. and D. Gale. Financial Markets, Intermediaries and Inter Temporal Smoothing, *Journal of Political Economy*, 1997, N 105(3), p. 523-546.

финансова революция. Основна роля при това играят вторичните капиталови пазари, които намаляват още повече транзакционните разходи, силно увеличават ликвидността (но заедно с това увеличават фиктивния капитал и засилват потенциалната възможност от криза), провокират нарастването на инвестициите в неликвидни печеливши дългосрочни проекти, и ускоряват икономическия растеж в дългосрочен план.⁶⁴

Четвъртата основна финансова функция е *наблюдение на фирмената дейност и подобряване на фирменото управление*. Големият проблем, който стои пред корпоративното управление е: Как и по какъв начин притежателите на акции и спестителите, които инвестират в дадената корпорация, да въздействат върху управлението ѝ, така че нейните мениджъри да защитават по най-добър начин интересите на тези който в крайна сметка осигуряват капитала. Защото не доброто корпоративно управление води до лоши финансови резултати, което възпрепятства процеса на акумулиране на спестявания и други свободни финансови средства за дадената инвестиционна цел, и в крайна сметка пречи на капитала да се влага в печеливши инвестиционни проекти.

Притежателите на акции могат да допринесат за подобряване на корпоративното управление по различни начини. Например това може да стане пряко чрез упражняване на правото им на глас при вземане на важни решения като промени в бизнес стратегията, ликвидации, сливания и други. Може да бъде и косвено като при избора на управителните органи на корпорацията се подберат точни хора и им се създадат достатъчно добри и ефективни стимули за работа. Но винаги стои проблема, че асиметричността на информацията и силната диспергираност на собствеността, на практика не дават възможност на множеството дребни притежатели на акции и спестители да участват ефективно в процесите на контрол и подобряване на корпоративното управление.⁶⁵

Финансовите посредници имат много по-силни лостове и възможности да влияят върху подобряване и усъвършенстване на корпоративното управление. Интересна и ефективна е практиката на използване на “делегиран наблюдател”, която, от една страна, оптимизира и редуцира средните разходи по наблюдение и контрол на фирмите, а от друга страна – води до премахване на проблема за “гратисцията” тъй като извършва тези дейности от името и за всички инвеститори.⁶⁶ Бенчивенга и Смит доказват, че финансовите посредници, които подобряват по този начин корпоративното управление и повишават ефективността на фирмената дейност, успяват да привлекат повече капитал, до го разпределят по-ефективно, и така да допринасят за повишаване

⁶⁴ Вж. Bencivenga, V. and B. Smith. Financial Intermediation and Endogenous Growth. – Review of Economic Studies, 1991, N 58, p. 195-209; Bencivenga, V., B. Smith and R. Starr. Equity Markets, Transactions Costs, and Capital Accumulation: an Illustration. – World Bank Economic Review, 1996, N 10, p. 241–265.

⁶⁵ Shliefer, A. and R. Vishny. A Survey of Corporate Governance. – Journal of Finance, June 1997, Vol LII, N 2.

⁶⁶ Diamond, D. Financial Intermediation and Delegated Monitoring. – Review of Economic Studies, 1984, N 51, p. 393-414.

на производителността в реалния сектор, за увеличение на капиталовото натрупване, и в крайна сметка за по-висок икономически растеж.⁶⁷

Петата финансова функция се състои в обслужване, подпомагане и улесняване на размяната на стоки и услуги. Грийнуд и Смит доказват, че улесняването и поевтиняването на размяната води до задълбочаване на специализацията, до ускоряване на технологичните и производствени иновации, и в крайна сметка, до стимулиране на икономическия растеж, посредством моделиране на връзката размяна – специализация – иновации – растеж.⁶⁸ Логиката е, че задълбочаването на специализацията изисква повече информация и транзакции, всяка от които струва пари. Затова намаляването на информационните и транзакционните разходи води до разширяване на специализацията както по хоризонтала, така и по вертикала.

Тук най-ясно се вижда и обратната връзка – как след като финансовото развитие стимулира икономиката и в частност икономическия растеж, те също му влияят положително. По-високият икономически растеж води до по-високи доходи на човек от населението, което минимизира относителния дял на постоянните разходи за развитие на финансовите посредници и пазари, а с това и стимулира тяхното собствено развитие.

Представените финансови функции се отнасят до конкретните начини, по които развитието на финансовата система влияе върху размера и ефективността на използване на спестяванията и инвестициите, а оттам и върху икономическия растеж. Характерно за тях е, че те се съсредоточават върху качествени особености на системата, които не подлежат на количествено измерване. В емпиричните изследвания на зависимостта между финансовото развитие и икономическия растеж традиционно се разчита на показатели, които дават представа за количествени характеристики на финансовия сектор и не са измерители, а само апроксиматори за качеството на изпълнение на различните функции спрямо реалната икономика. Това на свой ред означава, че емпиричните анализи на интерпретираната зависимост и в частност на осъществяваните финансови функции могат да се възприемат като релевантни до степента, в която качествените особености се отразяват и в стойностите на количествените измерители.

Заключение

Въз основа на критично преосмисляне на съществуващите теоретични постановки за зависимостта между финансовото развитие и икономическия растеж, в настоящата разработка се стига до разбирането, че възгледите за посоката на въздействие могат да се възприемат априорно като отнасящи се до

⁶⁷ Bencivenga, V. and B. Smith. Some Consequences of Credit Rationing in an Endogenous Growth Model. – Journal of Economic Dynamics and Control, 1993, N 17, p. 97-122.

⁶⁸ Greenwood, J. and B. Smith. Financial Development and the Development of Financial Markets. – Journal of Economic Dynamics and Control, 1997, N 21, p. 145-181.

двете различни страни на взаимовръзката и в много по-голяма степен като взаимодопълващи се, отколкото като конкурентни. Така, въпреки че теоретичният анализ по принцип и в конкретния случай е концентриран главно върху влиянието в посока от финансовия към реалния сектор, имплицитно се предполага, че това влияние може да бъде обърнато или двупосочно. Подобен по-широк подход, с избягване на противопоставянето, е използван и при интерпретацията на инвестициите и промяната в общата факторна производителност, като е допусната възможността ролята на трансмисионни механизми да имат и други характеристики на реалния сектор, които са повлияни от финансовото развитие и едновременно с това се проектират върху икономическия растеж.

Чрез извеждане и анализиране на основните предимства и недостатъци на финансовите системи, базирани на банките и на тези, основаващи се на пазара, се застъпва разбирането, че финансовите пазари и финансовите посредници могат едновременно, паралелно и в различна степен да повлияят върху развитието на реалния сектор. Това означава, че двете условно разделени финансови структури – банково базираната и основаната на пазарите, също не се считат за конкуренти, а повече за допълняеми, като ефектът върху икономическия растеж се представя като функция от качеството на оказваните финансови услуги и от правната основа на финансовата и бизнес среда. При проследяване на основните функции на финансовата система са открити конкретните способности, чрез които финансовото развитие съдейства за ограничаване на пазарните несъвършенства, и оттам – за насърчаване на икономическия растеж. Подчертано е, че разгледаните финансови функции имат предимно теоретична експликация, докато емпиричният им анализ е релевантен само до степента на припокриване на качествените и количествените характеристики на финансовата система.