Екшембиев Руслан Сайфуллович. Теория и методология формирования и использования персональных финансов : диссертация ... доктора экономических наук : 08.00.10 / Екшембиев Руслан Сайфуллович; [Место защиты: Рос. эконом. акад. им. Г.В. Плеханова].- Москва, 2009.- 343 с.: ил. РГБ ОД, 71 10-8/180

**Содержание к диссертации**

Введение

**Глава I. Методологические аспекты изучения персональных финансов 13**

1.1. Персональные финансы в системе денежных распределительных отношений 13

1.2. Персональные финансы и жизненный цикл 44

1.3. Человеческий капитал как основа персональных финансов 67

**Глава II. Роль экономической среды в формировании и использовании персональных финансов 84**

2.1. Циклическое развитие экономики и персональные финансы 84

2.2. Персональные финансы и концепция счетов поколений 101

2.3. Асимметричность рыночной информации и персональные финансы 117

**Глава III. Менеджмент в сфере персональных финансов 133**

3.1. Особенности менеджмента в сфере персональных финансов 133

3.2. Управление персональными инвестициями 160

3.3. Управление персональным социальным страхованием 185

**Глава IV. Персональные финансы в России 211**

4.1. Особенности формирования и использования персональных финансов в российской экономике 211

4.2. Персональные сбережения в российской экономике 237

4.3. Трансформация персональных сбережений в инвестиции 253

**Глава V. Взаимодействие персональных финансов с банковской системой 267**

5.1. Банковская система и формирование персональных финансов 267

5.2. Система персональных банковских услуг 282

5.3. Развитие рынка розничных банковских услуг 299

Заключение 318

Список использованной литературы

## Персональные финансы и жизненный цикл

Методология изучения персональных финансов предполагает выявление их экономической сущности, структуры, функций, методов и инструментов управления, а также взаимосвязей с другими элементами финансовой и экономической систем.

Настоящий параграф посвящен реализации данного методологического подхода, позволяющего сформулировать понятийный аппарат исследования, выявить особенности исторического становления и развития персональных финансов, раскрыть их роль и значение в современной экономике.

Сущность персональных финансов выражается в их внутреннем содержании, состоящем в единстве всех характерных свойств и отношений. К числу этих свойств относятся: обеспечение распределения и перераспределения национального дохода в целях формирования фондов персонального потребления и сбережения; оптимизация денежных ресурсов, используемых для индивидуального потребления и сбережения; трансформация персональных сбережений в инвестиции; оптимизация доходности индивидуальных инвестиционных портфелей.

В экономической литературе понятие «персональные финансы» не получило до настоящего времени однозначной трактовки. В частности, в отечественных работах по финансам чаще используется термин «финансы домашних хозяйств».

Под ним понимается совокупность денежных доходов и расходов, осуществляемых в рамках домашних хозяйств как специфического сектора национальной экономики. Как отмечается в книге «Финансы» под редакцией СИ. Пушина и В.А. Слепова: «Именно домашние хозяйства являются основой всей экономики, так как производство функционирует ради потребления, а потребляют домашние хозяйства. Разумеется, в развитом обществе имеется и коллективное потребление, имеется удовлетворение общественных нужд, но решающим конечным фактором развития производства является именно потребление домашних хозяйств. Поэтому финансовые потоки, как входящие в сектор домашних хозяйств, так и выходящие из него, по определению являются важнейшими в общественной схеме передвижения финансовых ресурсов в обществе» 1.

В.К. Гуртов использует понятие фондов домашнего хозяйства, отмечая: «Проблема сбережений населения трансформируется в более широкую проблему - фондов домашнего хозяйства (семьи). Экономически фонды семьи образуют денежные средства и ранее произведенные вложения в определенные виды имущества» 2.

А.З. Дадашев и Д.Г. Черник считают, что финансы населения (домашних хозяйств) представляют собой совокупность денежных отношений, проявляющихся в особых формах доходов и расходов, а следовательно - в формировании и использовании бюджета каждого домохозяйства в целях удовлетворения личных и семейных потребностей 3.

Н.В. Миляков дает следующее определение: «Финансы домохозяйств - это личные финансы, т.е. финансовые отношения между физическими лицами, совместно проживающими и ведущими общее хозяйство».1

В зарубежной экономической литературе широко исследуются структура персональных финансов, а также методы и инструменты управления ими. Традиционно отмечается значение решений, принимаемых в этой сфере, для макроэкономической ситуации в целом. Такие подходы, в частности, развиваются в работах Р. Картера, Б. Чиплина, М. Леви 2, а также Ф. Коуэлла и Д. Чемперноуна.3

Развитие представлений о персональных финансах тесно связано с исследованиями экономического поведения людей. В ряде научных работ этот уровень экономики трактуется как первичный и определяется термином «наноэко-номика». Как отмечает Г. Клейнер: «Наноэкономика, описывающая мотивацию и факторы поведения отдельного социального индивида (агента), относится к самому низшему уровню в структуре экономических систем, в то время как мегаэконо-мика - к высшему».4 Очевидно, что формирование индивидом фондов денежных средств, в частности, потребления и накопления означает его вовлеченность в систему распределительных и перераспределительных отношений.

Таким образом, большинство исследователей сходится во мнении, что финансы домашних хозяйств являются первичным элементом финансовой системы, а принимаемые при управлении ими индивидуальные решения не только отражают макроэкономические условия, но и способны активно на них воздействовать. Следует также отметить, что финансы домашних хозяйств представляют собой важнейший элемент наноэкономики как первичного уровня экономической системы. Их исследование не только способно раскрыть особенности принятия индивидуальных решений в хозяйственной сфере, но и выявить закономерности экономических, в частности, финансовых процессов.

Важным этапом изучения персональных финансов является уточнение используемого в данной сфере теоретических исследований категориального аппарата.

В отечественной финансовой литературе используется, как отмечалось выше, понятие «финансы домашних хозяйств», а также термины «личные финансы», «финансы населения». В англоязычной литературе применяются термины «персональные финансы» («personal finances»), «финансы домашних хозяйств» («household finances»), «финансы потребителей» («consumer finances»), «семейные финансы» («family finances»). Однако наиболее распространенными являются понятия «персональные финансы» и «финансы домашних хозяйств». Использование последнего термина связано, прежде всего, с тем, что сектор домашних хозяйств выделяется отдельно в системе национальных счетов. Однако важно учитывать, что решения в этом секторе чаще принимаются не семьями, а индивидами и связаны с персональными доходами.

## Персональные финансы и концепция счетов поколений

С одной стороны, формированием персональных финансов заканчивается цикл перераспределения вновь созданной стоимости; с другой стороны, начинается очередной воспроизводственный цикл.

Именно на этом основании персональные финансы следует считать первичным элементов финансовой системы.

На макроуровне персональные финансы обеспечивают формирование совокупных фондов персонального сбережения (накопления) и потребления.

На микроуровне создаются фонды сбережения и потребления конкретного индивида. Следует отметить, что формирование таких фондов имеет место за счет (а) персонального текущего дохода каждого индивида; (б) за счет совокупного богатства, накопленного индивидом. Сбережения традиционно трактуются как разность между текущим доходом и текущим потреблением. Поэтому богатство индивида, т.е. его активы, может быть определено из уравнения: где W- богатство индивида в периоде t и (t+1); rt - процентная ставка в периоде t; Yt- доход индивида в периоде t; Ct- потребление индивида в периоде t. Из этого уравнения (1.5) видно, что накопление богатства индивида обусловливается его активами, сформированными в предшествующий период, текущим доходом, ставкой процента на активы, текущим потреблением. Однако необходимо отметить, что накопленное богатство индивида имеет сложную структуру. В его состав входят активы, созданные за счет сбережений самого индивида и приносящие доход; имущество, не приносящее процентный доход; унаследованное имущество.

Как видно из уравнения (1.5), для определения величины сбережения, понимаемого как разность между доходом и потреблением, первостепенное значение имеет расчет величины последнего. Создание фонда потребления индивида является основным условием формирования его персональных финансов.

В современной экономической литературе используются два подхода к исследованию формирования фонда потребления. Первый основывается на максимизации функции полезности конкретного индивида; второй состоит в эконометри-ческом анализе связей потребления с другими переменными (уровнем дохода и ценами).

Первый подход использован, в частности, в работе Р. Харрода.1 Этим автором была предложена следующая функция потребления: Ci = Cr(1-e {1 }) (1.6)

Уравнение (1.6) призвано выразить убывание полезности в году г по сравнению с начальным периодом. Одновременно оно отражало изменение полезно 1 Харрод Р. К теории экономической динамики, в кн. Классики кейнсианства. — М.: Экономика, 1997, с. 79. сти, аккумулируемого (накапливаемого) дохода. Эти идеи широко использовались впоследствии, но форма уравнения была значительно модифицирована.

Эконометрический подход к изучению формирования фонда потребления состоит в практическом анализе большого объема статистических данных. Однако этот подход опирается на экономическую теорию, в частности, на следующее положение Дж. Кейнса: «Основной психологический закон, в существовании которого мы можем быть вполне уверены не только из априорных соображений, исходя из нашего знания человеческой природы, но и на основании детального изучения прошлого опыта, состоит в том, что люди склонны, как правило, увеличивать свое потребление с ростом дохода, но не в той же мере, в какой растет доход. Это означает, что если, допустим, Си/ характеризует размеры потребления, a Yw - доход (причем и то и другое измерено в единицах заработной платы), то ACw имеет тот же знак, что и AYw, но величина ACw меньше, чем AYw, иначе говоря, значение dCw/dYw - положительно и меньше единицы.1 Это утверждение Дж. Кейнса было положено впоследствии в основу гипотезы о перманентном доходе, т.е. устойчивой составляющей текущего дохода, рассчитываемой как средняя величина показателей, наблюдаемых в течение экономического цикла.

Теоретический вывод Дж. Кейнса был подтвержден в работе Ф. Модильяни и Р. Брумберга «Анализ полезности и потребительская функция: интерпретация структурных данных».2 Указанные авторы предприняли попытку согласовать теоретическую концепцию функции полезности с практическими исследованиями индивидуального сбережения и потребления. Следует отметить, что в данном случае полезность рассматривается как сугубо абстрактная категория.

## Управление персональными инвестициями

Важно отметить специфичность трактовки Н.Д. Кондратьевым динамических процессов в экономической системе. Для его предшественников динамика представляла собой преодоление стихийно возникших отклонений от равновесного состояния экономики. Напротив, в трактовке Н.Д. Кондратьева динамика есть основная характеристика хозяйственной конъюнктуры. В частности, исследователь отмечал: «Статическая точка зрения... исследует явления экономической действительности вне процесса их изменений и берет действительность как бы в застывшем состоянии равновесия элементов. Правда, для того, чтобы подойти к выявлению этого состояния равновесия неизменяющихся элементов и их связей, статическая точка зрения может методологически оперировать с колебаниями, вариациями элементов. Но она может оперировать этими вариациями не для того, чтобы исследовать реально происходящие динамические процессы и их закономерности по существу, а лишь для того, чтобы показать что эти вариации и колебания элементов при взятых исходных предпосылках неизбежно ведут к состоянию равновесия, которое фактически только и исследуется... Наоборот, динамическая точка зрения рассматривает экономические явления в процессе изменения экономических элементов и их соотношений и ищет закономерности в ходе самих изменений» 1.

Данное методологическое положений имеет большое значение для изучения персональных финансов. Из него в частности следует, что формирование персональных финансов является неустойчивым процессом и происходит в условиях перманентных изменений макроэкономических тенденций на протяжении жизненного цикла индивида.

Проведенные Н.Д. Кондратьевым исследования позволили сделать вывод не только о наличии длинных волн конъюнктуры и об их повышательных и понижательных фазах, но и о закономерностях, проявляющихся на каждой из этих фаз.

Основными закономерностями больших циклов (кондратьевских волн) конъюнктуры являются следующие.2 Во-первых, начало повышательной волны связано с изменениями в технологиях (техники) производства, а также в условиях функционирования денежного обращения. Во-вторых, периоды повышательных фаз больших циклов значительно богаче социальными потрясениями в жизни общества, чем понижательные. В третьих, понижательные фазы характеризуются более продолжительными депрессиями. В-четвертых, большие циклы проявляются на фоне среднесрочных циклов, характеризующихся фазами кризиса, депрессии, оживления, подъема.

Особо следует отметить динамику заработной платы и процентных ставок в ходе больших циклов.

Явно выраженной закономерностью долгосрочной динамики номинальной заработной платы является ускорение темпов ее роста на повышательных фазах больших циклов и замедление темпов - на понижательных. Эта тенденция лежит в основе формирования индивидуальных доходов в долгосрочной перспективе. Она предопределяется, во-первых, масштабами увеличения создания добавленной стоимости в результате технического перевооружения производства; во-вторых, повышением спроса на труд в условиях ускоренного развития промышленности.

Долгосрочная динамика ставки процента совпадает с динамикой номинальной заработной платы. На повышательных фазах больших циклов процентные ставки возрастают в силу общего увеличения рентабельности и повышения спроса на заемный капитал. Понижательные фазы характеризуются падением процента в результате перенакопления капитала в денежной форме. Низкая ставка процента, в свою очередь является предпосылкой привлечения дешевых денежных ресурсов для реализации технических новшеств и, соответственно, предпосылкой повышательной волны хозяйственной конъюнктуры.

Из этого следует, что высокая доходность и устойчивость персональных инвестиционных портфелей достигается именно на повышательных фазах кондратьевских волн.

При анализе больших циклов Н.Д. Кондратьевым была отмечена своеобразная долгосрочная динамика вкладов населения в кредитных учреждениях. Он в частности писал: «... в движении вкладов большие циклы существуют, но они имеют обратный характер по сравнению с циклами в ценах, проценте на капитал и т.д. Периоды повышательных волн больших циклов, установленных выше, соответствуют периодам понижающей волны в движении вкладов, и наоборот. Иначе говоря, действительно, к тому времени, когда понижательная волна больших циклов достигает низшего предела, к этому времени накопление свободного капитала достигает высшего напряжения. И наоборот».1

Такая ситуация предопределяется следующими обстоятельствами. Во-первых, в условиях повышательной фазы большой волны значительные объемы персональных накоплений инвестируются в ценные бумаги. Во-вторых, появление новых, передовых технологий приводит к увеличению персонального потребления. Поэтому общие объемы совокупных вкладов индивидов в кредитных учреждениях не проявляют тенденции к значительному увеличению.

На понижательной фазе большой волны рынок ценных бумаг, несмотря на средне- и краткосрочное увеличение операций, характеризуется неустойчивостью. Общая тенденция к увеличению биржевых котировок не проявляется. Кроме того, отсутствие принципиально новых товаров сдерживает рост потребления. В силу этих причин сбережения индивидов в основном концентрируются на счетах (во вкладах) в кредитных учреждениях.

Приведенные пояснения позволяют проанализировать три указанных выше возможных варианта сочетания длинной (кондратьевской) волны с жизненным циклом конкретного индивида и выявить особенности формирования и использования персональных финансов, проявляющиеся в каждом из этих вариантов.

## Персональные сбережения в российской экономике

Экономическая интерпритация уравнения (2.8.) состоит в том, что доходность актива (h) определяется объемом его предложения (Xs), ценой (р), а также ненаблюдаемой случайной величиной (е), которая не является прогнозируемой. Следовательно, на доходность актива (h) оказывает заметное воздействие случайный фактор.

По мнению С. Гроссмана и Дж. Стиглица, динамика цен и дохода дают неинформированным участникам рынка достаточно данных для формирования рациональных ожиданий. В свою очередь такие ожидания являются необходимой предпосылкой долгосрочного равновесия данного рынка. Но главное состоит в том, что уровень дохода, получаемого информированными участниками рынка, позволяет им компенсировать затраты на приобретение информации о данном рынке. Тем не менее, очевидно, что цены не способны отражать весь объем сведений, которыми обладает часть участников рыночных операций. Поэтому информированные участники способны формировать более эффективные персональные инвестиционные портфели.

По нашему мнению, проведенный указанными авторами анализ имеет существенный недостаток. На его основе сделан вывод о том, что неинформированные участники рынка, наблюдая за динамикой цен, косвенным образом получают данные, которые были приобретены информированными участниками. Но очевидно, что имеет место запаздывание в получении этих данных. Они оказываются в распоряжении неинформированных участников, когда изменение цен исключает возможность арбитражных операций на данном рынке. И напротив, информированные участники обладают необходимыми сведениями в период, когда именно арбитражные операции формируют текущие цены. Получается, что рыночные цены складываются в результате постоянного проигрыша одной группы участников другой группе. Тем самым неинформированность одной группы участников постоянно оборачивается для них материальными потерями. Следовательно, несовершенство рыночного механизма в результате асимметричности информации проявляется не только в недостаточной информативности системы цен, но и в постоянных потерях одних участников рынка и выигрыше других в результате арбитражных операций. Сама возможность их проведения предопределена асимметричностью информации на рынках.

Источниками рыночной информации являются динамика цен, данные аналитических обзоров и отчетов, документы и сообщения правительственных ведомств, действия и сообщения менеджмента корпораций, сведения, полученные неофициальным путем от служащих корпораций (инсайдовская информация).

В трансформируемой экономике, в частности, в российской, проявление эффекта асимметричной информации имеет существенную специфику. Во-первых, неустойчивость такой экономики предопределяет быстрые изменения цен. При этом на процесс ценообразования существенное воздействие оказывают макроэкономические факторы, а также меры денежно-кредитной политики. В таких условиях крайне затруднительно прогнозирование динамики реальной цены конкретного финансового актива.

Во-вторых, неотлаженность механизма регулирования трансформируемой экономики вызывает плохо прогнозируемые, а зачастую хаотичные действия органов государственного управления. Это проявляется в быстром изменении законодательных актов и ведомственных инструкций, в противоречивых заявлениях правительственных чиновников, отражающихся на функционировании рынков. Так, в течение 2005 г. члены российского правительства выступали с предложениями снизить НДС до 13%, позднее опровергали эту возможность; впоследствии заявляли о возможности уменьшить НДС до 10%, но затем высказывались о нецелесообразности такой меры.

В-третьих, существенную неопределенность для ведения бизнеса в трансформируемой экономике создает коррумпированность власти. В этих условиях органы управления принимают решения в интересах одних корпораций и в ущерб другим. Понятно, что такие действия властей плохо прогнозируемы.

В-четвертых, в трансформируемой экономике значительное влияние на поведение субъектов рыночных отношений оказывает инсайдеровская информация. Причем, сведения такого характера поступают как от недобросовестных служащих корпораций, так и от государственных чиновников.

Недостаточная информированность субъектов рыночных отношений проявляется в таких явлениях, как поведение толпы (herd behavior), неблагоприятный отбор (adverse selection), моральный риск (moral hazard).

Эффект поведения толпы состоит в том, что персональные инвесторы и менеджеры небольших компаний оказываются не в состоянии покупать дорогую информацию о прогнозах рыночной конъюнктуры и поэтому предпринимают действия, копирующие поведение крупных корпораций.

Неблагоприятный отбор состоит в том, что наименее ответственные заемщики, имеющие недостаточно стабильное финансовое положение, часто предлагают кредитным организациям более высокие процентные ставки по привлекаемым кредитам, чем ответственные заемщики, хорошо прогнозирующие свою последующую деятельность. Банкротство первых создает впоследствии значительные трудности для кредитных организаций.