

DOI: 10.26794/2587-5671-2025-29-5-112-125
УДК 336.3, 336.64, 339.72(045)
JEL E21, E22, E43, E44, F34, F41

Теоретические основы и проблемные области современной теории «длинных денег»

К.В. Криничанский

Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, Москва, Российская Федерация

АННОТАЦИЯ

Актуальность задачи достижения темпами роста российской экономики уровня не ниже среднемирового, в основе которой лежит острая проблема обеспеченности ресурсами, в том числе финансовыми, мотивирует академический интерес к всестороннему изучению данной проблемы. Поскольку финансовые ресурсы требуются для решения задач структурного характера, предполагающих налаживание передового в технологическом отношении производства, вложений в инфраструктуру и человеческий капитал, такие ресурсы должны быть долгосрочными, для чего в литературе часто используется термин «длинные деньги». **Цель** настоящего исследования состоит в раскрытии понятия «длинные деньги», выяснении проблемного поля их изучения, обозначении теоретических основ исследования различных аспектов «длинных денег». Основные **методы**, используемые в данном исследовании, включают в себя контент-анализ релевантной академической литературы, критический разбор кейсов, относящихся к вопросам формирования и использования долгосрочных финансовых ресурсов в различных странах. **Результаты.** Исследование позволило развить подходы к анализу «длинных денег» в направлениях, концентрирующихся на их предложении, спросе и механизмах согласования спроса и предложения. Так, в части предложения «длинных денег» критически разобрана концепция глобального избытка сбережений. Действия, приведшие к блокировке российских резервных активов, подрывают одно из главных оснований движения потоков капитала в сторону «тихой гавани» и могут повлиять на мотивацию ряда субъектов накапливать крупные сбережения. В части анализа спроса на «длинные деньги» раскрывается, что вопрос срочности долга фирм и правительства решается в рамках компромисса между стоимостью и риском пролонгации. В части исследования взаимодействия спроса и предложения «длинных денег» отмечено большое значение обеспечения функциональности механизмов трансформации сроков. В работе вычленены пять таких механизмов. Показано, что ошибки регулирования могут нарушить функциональность таких механизмов, препятствуя их работе для обеспечения экономики «длинными деньгами».

Ключевые слова: сбережения; инвестиции; капитал; финансовая система; финансовые рынки; процентные ставки; длинные деньги; долгосрочное финансирование; государственный долг; макроэкономическая взаимозависимость

Для цитирования: Криничанский К.В. Теоретические основы и проблемные области современной теории «длинных денег». *Финансы: теория и практика*. 2025;29(5):112-125. DOI: 10.26794/2587-5671-2025-29-5-112-125

ORIGINAL PAPER

The Theoretical Foundations and Problematic Areas of the Contemporary Long-Term Financing Theory

K.V. Krinichansky

Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow, Russian Federation

ABSTRACT

The imperative of achieving a growth rate for the Russian economy that meets or exceeds the global average-grounded in the pressing issue of resource availability, particularly financial resources-stimulates significant academic interest in a thorough examination of this challenge. Given that financial resources are essential for addressing structural issues, including the establishment of advanced technological production and investments in infrastructure and human capital, these resources must be of a long-term nature; hence, the term “long-term finance” is frequently used in the literature. The **purpose** of this study is to elucidate the concept of long-term finance, identify the key areas of inquiry associated with it, and delineate the theoretical frameworks necessary for examining its various dimensions. The primary **methods** employed in this study include a content analysis of pertinent academic literature and a critical examination of case studies pertaining to the formation and utilization of long-term financial resources across various

countries. **Results:** This study has led to the development of analytical approaches to long-term finance, emphasizing their supply, demand, and the mechanisms that facilitate the alignment of these two dimensions. Specifically, the analysis of the supply of long-term finance includes a critical examination of the concept of global savings glut. The measures that resulted in the freezing of Russian reserve assets undermine one of the primary drivers behind the migration of capital flows towards “safe haven” destinations, potentially affecting the incentives for various entities to accumulate substantial savings. In the analysis of the demand for long-term finance, it is demonstrated that the maturity structure of debt held by firms and governments is determined through a trade-off between the costs and the rollover risks. In the examination of the interaction between the demand on and supply of long-term finance, the critical importance of maintaining the functionality of mechanisms that facilitate the transformation of maturities is underscored. The study identifies five vehicles essential for the effective functioning of long-term finance. Furthermore, it demonstrates that regulatory errors can compromise these vehicles, hindering their capacity to supply the economy with necessary long-term financial resources.

Keywords: savings; investment; capital; financial system; financial markets; interest rates; long-term money; long-term financing; sovereign debt; macroeconomic interdependence

For citation: Krinichansky K.V. The theoretical foundations and problematic areas of the contemporary long-term financing theory. *Finance: Theory and Practice*. 2025;29(5):112-125. (In Russ.). DOI: 10.26794/2587-5671-2025-29-5-112-125

ТЕОРЕТИЧЕСКИЙ ВЗГЛЯД НА ОПРЕДЕЛЕНИЕ «ДЛИННЫХ ДЕНЕГ»

В современной экономической науке не существует единой очерченной четкими рамками теоретической области, которая бы суммировала проблемы «длинных денег». Скорее всего, имеют место отдельные области науки, в которых обсуждаются вопросы, коррелирующие с данной проблемой. Такие области, говоря широко, относятся к теории финансов (более точно — государственным финансам, государственному долгу, корпоративным финансам, финансовым рынкам, банковскому делу) и к макроэкономике (в том числе к теории бизнес-циклов, теории экономического роста, денежной теории). Поскольку данные области охватывают разные объекты исследований, то же можно сказать и применительно к теории «длинных денег». Объектом изысканий здесь выступает экономика отдельных институциональных единиц — домохозяйств (в качестве сберегателей), фирм и правительств (в качестве субъектов, предъявляющих спрос на финансовые ресурсы), международная экономика (ее субъекты, институты и организация).

Хотя предмет исследований, концентрирующихся вокруг проблемы «длинных денег», может формулироваться в работах по-разному, он содержит общее ядро, для обозначения которого точнее использовать термин «долгосрочное финансирование»¹. Приняв в качестве объекта национальную экономику в целом, предметом, отвечающим проблематике «длинных денег», будут являться ее характеристики, которые отражают реальные процессы и условия формирования и мобилизации

финансовых ресурсов, потенциал формирования финансовых ресурсов, соответствующий национальным целям развития, и т.д. Таким образом, понятие «длинные деньги» мы ассоциируем с формируемыми преимущественно на рыночной основе ресурсами долгосрочного финансирования, источниками которых является внутренняя экономика и внешний мир.

Обращаясь к этому понятию, следует отделить его от понятия денег ввиду их существенной семантической дистанции. Понятие «длинные деньги» раскрывается через категорию финансовых ресурсов, а поэтому не имеет отношения к деньгам как всеобщему эквиваленту обмена. «Длинные деньги» не выполняют функций денег (меры стоимости, средства обращения, средства накопления и др.). «Длинные деньги» также не являются каким-то особым видом денег и не отражаются в каких-либо классификациях денег [1].

Базовый критерий «длинных денег» как финансовых ресурсов — их срочность.

Здесь применяются разные пороги, но чаще всего краткосрочными считают ресурсы, предоставляемые на срок до года, долгосрочными («длинными») — на срок свыше 1 года. Другой распространенный порог составляет 5 лет.

Предложим комплексный подход к определению «длинных денег». Для этого обратим внимание на то, что долгосрочное финансирование становится результатом не только аккумуляции определенного свойства сбережений, но и формирования институтов и механизмов, гармонизирующих предложение таких сбережений и спрос на них. Частично опираясь на видение «эффективного и развитого рынка долгосрочного финансирования» от «Группы тридцати»², предложим собственный расширен-

¹ Отметим, что в англоязычной академической литературе концепт «длинные деньги» не встречается, вместо него используются выражения long-term finance, long-term financing, long-term saving, long-term investment sources, long-term funding.

² Longterm Finance and Economic Growth. Washington, DC: Group of Thirty; 2013. URL: <https://www.drsc.de/app/>

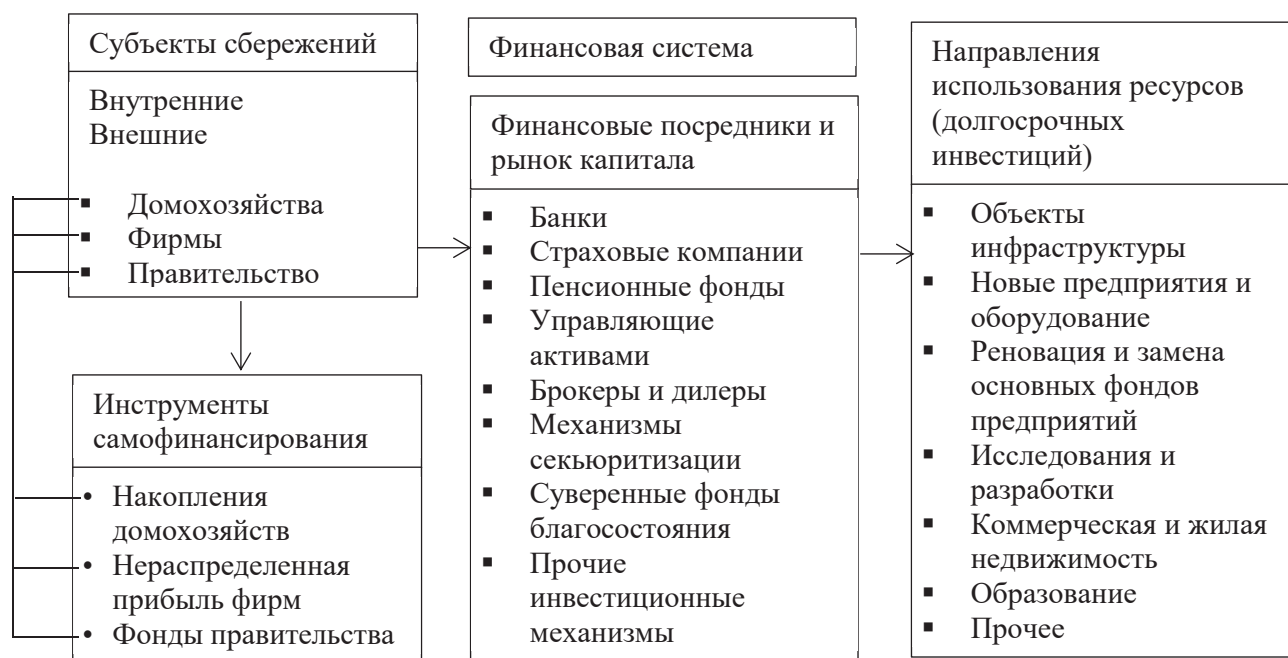


Рис. 1 / Fig. 1. Участники и механизмы системы долгосрочного финансирования / Counterparties and Mechanisms of the Long-Term Financing System

Источник / Source: разработка автора / Author's development.

ный набор компонент, из которых складываются «длинные деньги»: (1) сбережения домашних хозяйств и корпораций, составляющие основной источник финансирования с длительными сроками погашения для удовлетворения инвестиционных потребностей реальной экономики, (2) механизмы трансформации сбережений в инвестиции в лице институтов банковского посредничества, рынка капитала, рынка коллективных инвестиций (включая их инфраструктуру), (3) трансграничные потоки долгосрочного финансирования, (4) система регулирования долгосрочного финансирования.

Приведенный перечень рамочно задает основные направления, в которых развивается теоретическая мысль и методология исследований, посвященных обсуждаемому предмету. Данные направления детализированы и обсуждены ниже.

ПРЕДЛОЖЕНИЕ «ДЛИННЫХ ДЕНЕГ» В КОНТЕКСТЕ ИССЛЕДОВАНИЯ СБЕРЕЖЕНИЙ

Теория «длинных денег» разделяется на два подхода: первый фокусируется на предложении денежных ресурсов, второй — на спросе.

Исследование предложения денежных ресурсов в экономике проецируется на источники сбережений и развитие институтов, способствующих

их аккумуляции. Субъекты данных отношений, а также возникающие в связи с трансформацией сбережений в долгосрочные инвестиции институты отображены на рис. 1.

Доминирующим источником сбережений считаются домохозяйства. Теория макроэкономики рассматривает типичный одноактный цикл экономического кругооборота, в котором получаемые домохозяйствами чистые располагаемые доходы распадаются на две части: расходующую на потребление и оставленную в распоряжении в виде сбережений. Пропорции этого деления зависят от разных условий и мотивов — от макроэкономических до поведенческих. Макроэкономические условия являются одними из важнейших, в особенности, когда речь заходит о готовности домохозяйств осуществлять долгосрочные сбережения. Решающее значение имеет уверенность в том, что такие сбережения обеспечат отложенное потребление в требуемом объеме. Отсюда, принимаемые решения будут зависеть от ряда параметров, главными из которых являются инфляционные ожидания, ожидания относительно ставки доходности по осуществляемым сбережениям, уверенность в сохранении источника дохода, оценка надежности финансового института, являющегося проводником долгосрочных сбережений.

Одним из центральных предметов при анализе сбережений является сберегательное поведение. Современная теория сбережений вносит значи-

тельный вклад в теорию «длинных денег», раскрывая особенности сберегательного поведения населения и анализируя влияние на него различных факторов и движущих сил. К их числу относятся макроэкономические факторы (уровень и динамика доходов населения, инфляции, инфляционных ожиданий, уровень и ожидания по процентной ставке, фаза бизнес-цикла), факторы неопределенности (во многом коррелирующие с макроэкономическими факторами, но также зависящие от политических и иных условий), культурные факторы (образование, уровень финансовой грамотности и др.), а также специфические свойства экономического поведения, которые проявляются в виде индивидуальных временных предпочтений, отношения к риску, которые влияют на горизонт сбережений, степень дисконтирования будущих потоков доходов и готовность принимать риск.

Исследования последних лет показывают, что изучение сберегательного поведения сопрягается с исследованием демографических условий и гендерной структуры страны. Это объясняется тем, что такое поведение существенно различается в разных категориях семей/домохозяйств: состоящих из единственного представителя; неполных семей с ребенком; в семьях, не имеющих детей; полных семьях с детьми; домохозяйствах, возглавляемых женщинами; многодетных семьях; молодых семьях; домохозяйствах, представленных людьми пенсионного возраста и т.д. Анализ, проведенный экспертами Банка России, базирующийся на данных лонгитюдного обследования «Финансовое поведение российских домохозяйств»³, выявил следующие особенности формирования сбережений в России. Вероятность формирования сбережений домохозяйствами, возглавляемыми женщинами, более низкая среди всех возрастных групп (особенно при возрасте женщин более 40 лет); вероятность наличия сбережений у российских домохозяйств, состоящих из одного человека, более низкая по сравнению с домохозяйствами других типов. Авторы доклада заключают, что Россию ожидает рост «группы населения, для которой характерны короткий горизонт планирования и высокая степень дисконтирования будущего» [2]. Подобные результаты исследования сбережений важны для определения параметров и инструментов экономической политики. В частности, стратегии поощрения сбережений окажутся

действенными, если будут учитывать особенности и привычки домохозяйств.

Еще один важный предмет исследований при анализе сбережений домохозяйств составляет распределение сбережений среди категорий граждан, различающихся по уровню располагаемого дохода и накопленного богатства. Современные исследования в данной области развиваются вокруг концепции глобального избытка сбережений (*global savings glut theory*). В своей исходной рамке, прослеживаемой, например, в работах Б. Бернанке [3] и Л. Саммерса [4], данная концепция объясняла важные экстерналии роста сбережений в определенных странах на фоне профицита счета текущих операций и целенаправленных потоков этих сбережений в безопасные активы, преимущественно, в долговые обязательства Казначейства США и иные высокорейтинговые облигации в долларах. Наиболее важным из этих экстерналий называлось снижение и устойчивое сохранение процентных ставок на низких уровнях во всем мире.

Первоначально возникновение избытка сбережений связывалось со старением населения. Это явление в нескольких странах с формирующимися рынками (наиболее яркий пример — КНР) и ряде промышленно развитых стран превратило эти страны из чистых заемщиков на международных рынках капитала в чистых кредиторов [5]. Более поздние исследования открыли следующие особенности. Во-первых, приток средств в надежные активы в США в недавние десятилетия объяснялся не только движением капитала из внешнего мира, но и покупками резидентов, прежде всего, за счет расширяющихся сбережений 1% граждан и домохозяйств с самыми высокими доходами или богатством [6]. Во-вторых, приток капитала в США из других стран также обеспечивался сбережениями богатых в этих странах [7], из чего следует, что глобальный избыток сбережений и избыток сбережений богатых связаны между собой [8]⁴. Все это согласуется с позицией, согласно которой склонность к сбережению увеличивается с ростом неравенства доходов, а склонность к потреблению снижается [4]. К сказанному также необходимо добавить, что, по крайней мере в США, сбережения нижних 90%

³ См.: Банк России. Всероссийское обследование домохозяйств по потребительским финансам. URL: https://www.cbr.ru/ec_research/vserossiyskoe-obsledovanie-domokhozyaystv-po-potrebitel-skim-finansam/ (дата обращения: 15.01.2025).

⁴ При этом гораздо меньший акцент стал делаться на старение населения как фактор расширения предложения сбережений, тогда как на первый план выдвигались факторы, обуславливающие устойчивый профицит счета текущих операций ряда стран и спрос этих стран на наиболее надежные активы. Устранив безусловный критерий старения населения, спектр стран, производящих избыток сбережений, стал сильно расширяться преимущественно за счет тигров Юго-Восточной Азии, стран Персидского залива.

населения с начала 1980-х гг. по настоящее время значительно сократились [6].

Рассматривая эти результаты в контексте нашего предмета, заметим, что *источник «длинных денег» преимущественно концентрируется в сбережениях наиболее богатой части населения*. В части политики это подразумевает две основные стратегии. Одна из них может состоять в стимулировании использования данных сбережений в более рискованные долгосрочные активы (ориентируя изменение структуры сбережений в сторону более рискованных активов). Другая может опираться на идею снижения неравенства доходов и постепенного выравнивания долей сбережений, приходящихся на наиболее богатых и остальную часть населения. Учитывая те результаты, согласно которым рост неравенства способствует росту сбережений, поскольку состоятельные граждане имеют высокие нормы сбережений [9, 10], эта рекомендация, скорее всего, нацелена не на увеличение сбережений, а на то, чтобы сделать систему более устойчивой и ориентированной на рост⁵.

Вторым по значимости сектором, осуществляющим сбережения, является бизнес. Теория корпоративных финансов и макроэкономика традиционно рассматривают частные компании не как поставщика финансовых ресурсов, а как институциональную единицу, предъявляющую спрос на них. Однако развитие финансовых рынков, позволяющее стирать границы срочности с помощью механизмов денежного рынка, колебания лавара фирм, а также феномен формирования на стороне фирм крупных запасов ликвидности и финансовых активов актуализировали в последнее время академический интерес к исследованию фирм как сберегателей.

Типичное поведение корпораций сопряжено с «поглощением» сбережений, аккумулируемых другими институциональными единицами, для осуществления инвестиций, помогающих компаниям реализовывать свои стратегии и достигать целей, однако ряд компаний могут также осуществлять регулярные сбережения. Рассмотрим сначала средства, которые нужны для поддержания работы бизнеса, покрытия его текущих расходов и создания резервов для самострахования. Компании хранят их на собственных расчетных счетах, либо направляют на денежный рынок, и причисляют их к категории сбережений можно только с существенными

оговорками. Хотя потенциал такой ликвидности в части его использования как ресурса для длительного финансирования исходно весьма ограничен, наблюдаемое в последние годы совершенствование механизмов денежного рынка позволяет методично перенаправлять эти средства заемщикам, бесконечно роллируя их обязательства. Таким образом, денежный рынок в своем нынешнем технологическом формате, используя краткосрочные финансовые контракты, по сути, способствует стиранию границ срочности, влияя на финансовые модели игроков как финансового, так и реального сектора.

В более строгом смысле сбережения компаний — это долгосрочные ресурсы, подчас имеющие стратегическое назначение, поскольку используются для финансирования инвестиционных проектов и, кроме того, на цели проведения сделок корпоративного контроля — слияний и поглощений других игроков [11]. Поскольку основным источником таких сбережений является нераспределенная прибыль, у корпоративных сбережений есть существенный недостаток, состоящий в их процикличности [12]. Помимо бизнес-цикла, определяющим фактором динамики таких сбережений является стабильность фискальных условий, послабление/ужесточение которых сильно влияет на потенциал компаний наращивать сбережения.

Размер и динамика корпоративных сбережений сильно зависят от отрасли, в которой действует компания. Здесь выделяются высокотехнологические сектора, несущие значимые расходы на исследования и разработки. Чем выше такие расходы, тем выше оказывается значение сбережений компаний [13]. Иная логика объяснения избытка сбережений у компаний, представляющих высокотехнологический сектор, предложена Л. Саммерсом [4]. Она полагается на то мнение, что компании, связанные с ИТ, имеют более низкий спрос на капитал. Увеличение доли таких фирм в выпуске вместе с наблюдаемым снижением потенциала инноваций для повышения производительности вызывают сокращение спроса на инвестиции в основной капитал и, при сохранении высокой рентабельности ИТ-бизнеса, ведут к росту корпоративных сбережений.

Важным фактором корпоративных сбережений следует считать надежность компании. Поскольку для фирм с более высоким кредитным рейтингом внешнее финансирование более доступно, им может оказаться невыгодно сохранять сколько-нибудь значительные активы в форме денежных средств и финансовых вложений. Однако реальная ситуация с корпоративными сбережениями в последние годы оказывается иной, противореча обозначен-

⁵ Действительно, как показано в глубоком исследовании Миана и др. [6], «значительный рост неравенства порождает избыток сбережений у богатых, что может загнать экономику в долговую ловушку, характеризующуюся низкими процентными ставками, высоким уровнем долга и объемом производства ниже потенциального».

ной логике. Корпорации-гиганты, подобные Apple, Amazon, Microsoft и пр., имея высокие рейтинги, накапливают сбережения и держат значительную долю своих совокупных активов в ликвидной форме [14]. Этот феномен вызывает соответствующий исследовательский интерес, по-своему дополняет концепцию глобального избытка сбережений [15]⁶ и обогащает теорию «длинных денег».

Эмпирические работы, опубликованные в недавнее время, показывают, что феномен избытка корпоративных сбережений охватывает не только крупнейшие высокотехнологические компании, но и игроков других отраслей. Важное дополнение складывающейся картины дает анализ применительно к Японии и ФРГ. Выясняется, что в этих странах не наблюдается роста сбережений населения, несмотря на то, что существенный фактор этого — старение населения — ярко выражен. Вместо этого растут сбережения бизнеса. Это существенным образом влияет на модель сбережений, делая ее ориентированной на более короткий горизонт (поскольку значительная доля корпоративных сбережений вкладывается в фонды денежного рынка), а также (принимая в расчет предпочтение корпораций инвестировать главным образом в корпоративные облигации) [15] на рост доли долга по сравнению с акциями.

Новые исследования показывают, что помимо мотивов ликвидности в последние годы выросло стремление крупнейших нефинансовых компаний реализовать свои преимущества в управлении финансовыми активами через использование трансграничных налоговых стимулов. В то же время в России на фоне действующих внешних ограничений, нестабильных макроэкономических условий и изменяющегося налогового законодательства корпоративные сбережения часто играют роль страховых фондов, а также являются проявлением выжидательной стратегии, отражая текущую неуверенность в перспективах инвестиционных программ.

Третьим рассматриваемым нами субъектом сбережений является внешний мир. Взгляды на роль иностранных инвесторов как поставщиков ликвидности для национальных рынков значительно расходятся. В рамках концепции глобального избытка сбережений, по мнению Б. Бернанке и других ученых, последние примерно три десятилетия экономики стран, в первую очередь развитых, функционируют в среднем при более низкой процентной ставке. При этом преимуще-

ства глобального избытка сбережений распределяются в мире явно неравномерно. Больше других их удастся использовать США, хотя и эта страна испытала негативные последствия глобальных дисбалансов [16] (хронический дефицит текущего счета США, в то время как их крупнейшие торговые партнеры имеют профицит). В период 2003–2006 гг. это привело к надуванию пузыря на американском рынке недвижимости и рынке ценных бумаг, обеспеченных платежами по ипотеке [8]. Наконец, необходимо обратить внимание на то, что введенные в 2022 г. блокирующие санкции на золотовалютные резервы Банка России и активы Правительства Российской Федерации в долларах подрывают основу процессов, трактуемых как глобальный избыток сбережений, поскольку инвестиции в американские финансовые инструменты утрачивают статус «тихой гавани». В этой ситуации страны, генерирующие избыток сбережений, могут пересмотреть свое видение надежных активов, а также вовсе изменить сберегательную стратегию, сократив предложение сбережений на глобальном рынке⁷.

Дискуссионность вопроса о роли внешних сбережений и иностранных инвесторов прослеживается в связи с анализом итогов масштабной финансовой либерализации 1970–1990-х гг. [17]. В эту эпоху правительства большого числа стран реализовали реформы, частью которых стало открытие счета движения капитала и либерализация условий участия иностранных портфельных инвесторов на внутреннем финансовом рынке. К сожалению, эта политика не была продумана должным образом. Слабые национальные рынки капитала, ненадежные банковские системы, уязвимые валютные рынки, коррумпированные элиты стали основой многочисленных случаев, когда открытость счета капитала приводила не только к желаемому притоку внешних инвестиций, но и к повышению волатильности на финансовом и валютном рынках и становилась одной из причин глубоких кризисов.

Наиболее поздние исследования, опирающиеся на более широкие доступные данные, позволили заново переоценить место и роль иностранных портфельных инвесторов для принимающей экономики. Иностранные инвесторы, благодаря своим возможностям диверсификации портфелей, с большей вероятностью будут владеть дол-

⁶ В данной проекции эта концепция трактуется как избыток корпоративных сбережений (corporate savings glut).

⁷ O'Neill J. The end of the global savings glut theory of low-interest rates. Project Syndicate. Apr 4, 2022. URL: <https://www.project-syndicate.org/commentary/end-of-global-savings-glut-sanctions-inflation-by-jim-o-neill-2022-04>

госрочным внутренним долгом и акционерным капиталом, чем инвесторы-резиденты⁸. Этот вывод следует дополнить условиями: страна имеет достаточно зрелый финансовый рынок с соответствующей инфраструктурой; усилия правительства явным образом нацелены на соблюдение и защиту прав инвесторов. Случай России, в целом, соответствует этой модели и показывает, что отток иностранного капитала и заморозка активов, произошедшие в 2022 г., вызвавшие изоляцию российского рынка и обозначившие его кардинальные структурные изменения⁹, стали одной из наиболее важных причин негативной динамики на рынке государственных и корпоративных облигаций и повышения волатильности на рынке акций. Это, на наш взгляд, связано с тем, что иностранные инвесторы являлись не просто одним из субъектов, а необходимым институтом внутреннего рынка капитала, заполняющим нишу спроса на активы, которая обеспечивает независимую профессиональную экспертизу на рынке, способствует устранению информационных асимметрий, последовательно и жестко отстаивает интересы инвесторов в долговые инструменты и миноритарных акционеров.

Наконец, к субъектам, осуществляющим долгосрочные сбережения, относятся правительства. Здесь, также, как в случае с корпорациями, нужно заметить, что «стандартная» модель поведения рассматривает правительства как чистых потребителей финансовых ресурсов. Случаи, когда правительства сберегают финансы, характерны для части стран, имеющих устойчивый профицит текущего счета и реализующих политику, опираясь на бюджетное правило, которое предусматривает создание долгосрочных резервов правительства в виде суверенных фондов благосостояния. Данные фонды играют существенную роль в обеспечении макро-

экономической стабилизации, однако их роль как источника ресурсов для внутренних инвестиций может быть ограничена (что зависит от требований к их диверсификации)¹⁰.

СПРОС НА «ДЛИННЫЕ ДЕНЬГИ»: ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГИЧЕСКИЕ ПРОБЛЕМЫ

Спрос на финансовые ресурсы, в том числе долгосрочные, исходит от сектора фирм, сектора домохозяйств и правительства.

Корпоративное финансирование. Внешнее финансирование является неотъемлемой частью модели бизнеса, благодаря которой компании создаются, растут, сохраняют свою конкурентоспособность. Предъявляя спрос на финансовые ресурсы, компании предлагают взамен свои обязательства в форме долга, собственного капитала либо гибридных инструментов. В рамках теории корпоративных финансов сформирована глубокая методология исследования структуры капитала, т.е. соотношения самофинансирования к внешнему финансированию и определения предпочтений выбора тех или иных инструментов финансирования, главным образом обыкновенных акций или облигаций. Таким образом, тот предмет исследования, внимание к которому привлекли работы Ф. Модильяни и М. Миллера [18], затрагивает проблемы внешнего финансирования и вклада разных по срочности инструментов в это финансирование.

Дискуссии вокруг закономерностей формирования структуры капитала компаний развивались по мере усложнения теоретических конструкций (ослабляя первоначальные предположения относительно незначимости институциональных рамок, асимметричности информации и транзакционных издержек, налоговых условий¹¹) и накопления результатов эмпирических работ. Обратимся к одним из последних подобных результатов. Так, Клаасен и др. установили, что, когда компании ищут внешнего финансирования для новых проектов или стремятся достичь целевых пропорций структуры своего капитала, они в первую очередь прибегают к долговым инструментам. Анализируя чистые притоки и оттоки капитала корпоративного сектора США за 1946–2019 гг., авторы находят предложение корпоративного долга гораздо более эластичным, нежели предложение акций: изменение корпора-

⁸ Global Financial Development Report 2015/2016: Long-Term Finance. Washington, DC: World Bank; 2015. URL: <http://hdl.handle.net/10986/22543> (дата обращения: 21.01.2025).

⁹ Если в 2020–2021 гг. иностранные инвесторы доминировали на сегментах акций и деривативов российского рынка, обеспечивая порядка 47 и 48% оборота данных рынков, соответственно, и занимая 2-е и 3-е места по обороту на рынке долговых ценных бумаг с долей примерно 15% рынка, то в последующие годы активность иностранных инвесторов прекратилась; при этом возросла роль розничных инвесторов, доля которых, в частности на рынке акций, в настоящее время колеблется вокруг 75%. См.: Презентация для инвесторов, Декабрь 2021. Московская Биржа, 2022. URL: <https://www.moex.com/s865> (дата обращения: 21.01.2025); Число частных инвесторов на Московской Бирже превысило 35 миллионов. Пресс-релиз. Московская Биржа, 2025. URL: <https://www.moex.com/n76900> (дата обращения: 21.01.2025).

¹⁰ Более подробное рассмотрение теоретических аспектов управления фондами благосостояния опущено из-за ограниченности объемов статьи.

¹¹ См. теорию иерархии (pecking order theory), теорию компромиссов (trade-off theory), теорию фрикций на финансовых рынках.

тивного капитала составляет в среднем $-0,6\%$ в год при стандартном отклонении в 2% , изменение корпоративного долга — в среднем $7,9\%$ при стандартном отклонении в $4,3\%$ [19]. Таким образом, на длинном историческом горизонте наблюдается сокращение привлечения капитала за счет выпуска акций, которое на фоне хорошей статистики первичных публичных размещений является следствием еще больших цифр обратного выкупа акций. Одновременно растет роль облигаций.

Если привлечение средств за счет эмиссии акций однозначно квалифицируется как привлечение «длинных денег», то в отношении долгового финансирования применяется более дробная классификация. Компании привлекают средства как на краткосрочной основе, так и на долгосрочной. При этом существенным вопросом является то, каковы мотивы привлечения средств под различные сроки. Наиболее простой ответ на этот вопрос состоит в назначении привлекаемых средств. Короткий долг уместно использовать для пополнения (восполнения) оборотного капитала, длинный — для финансирования создания основного капитала (капитальных инвестиций). Привлечение длинного долга часто связывается с потребностью финансирования крупных проектов с длительным периодом окупаемости.

Помимо этого, важно учитывать риски, возникающие на стороне заемщика или эмитента. Поскольку условия, которые предлагаются рынком, диктуют потребность в пролонгации долга, компании вынуждены принимать на себя этот риск. В этом смысле длинное финансирование позволяет заемщику снизить риск, вытекающий из пролонгации [20]. Этот риск почти целиком связан с вероятностью изменения процентных ставок. Действительно, рыночные условия в период, требуемый компании для реализации проекта, финансируемого за счет заемных средств, могут измениться и стать более жесткими, чем на старте проекта [21]. Более того, если фирмы, полагающиеся на краткосрочный долг при реализации проектов с длинным сроком окупаемости, сталкиваются с условиями кредитных или финансовых кризисов, они испытывают крайне жесткие финансовые ограничения, которые могут вести к вынужденной реструктуризации, переносу сроков реализации проектов вправо, банкротствам, что приводит к значительным негативным эффектам в реальной экономике [22].

Складывающаяся структура сроков привлечения внешних ресурсов во многом является следствием развития внутреннего финансового рынка и практики выхода компаний на внешние рынки. Использование собственной кредитной системы

и выпуск внутренних облигаций создают в экономике основу для покрытия спроса на кредит со стороны заемщиков, однако в случае с формируемыми рынками сроки погашения при этом оказываются ниже, чем при выпуске облигаций на международных рынках [20].

Эмпирически выявляемой закономерностью является то, что сроки долговых обязательств растут по мере того, как в экономике все большая доля долга приходится на рынок облигаций и расширяется практика синдицированного кредитования. Еще одна закономерность касается некрупных фирм, которым недоступен широкий набор альтернатив долгосрочного внешнего финансирования для реализации инвестиционных возможностей. Это предполагает разработку специальных механизмов доступа к финансам для таких игроков — от создания биржевых платформ, специализирующихся на МСП, до продвижения неипотечной секьюритизации.

Финансирование домохозяйств. Несмотря на то, что в балансовом отношении домохозяйства в большинстве стран на протяжении большей части истории являются чистыми сберегателями и, следовательно, поставщиками финансовых средств для всей экономики, внутри их цикла жизни присутствуют составляющие, требующие длинного финансирования, которые покрываются внешними источниками. В первую очередь речь идет о жилищном финансировании¹².

Проблема жилищного финансирования рассматривается в обширной литературе. Большую часть современных исследований объединяет то понимание, что ограниченность сбережений домохозяйств, возросшие стандарты жилья, невозможность покрытия спроса на соответствующий кредит посредством стандартных кредитных продуктов банков и другие особенности влекут необходимость разработки механизмов ипотечного финансирования. В.М. Полтерович и О.Ю. Старков проследили эволюцию ипотечных институтов, начиная с конца XVIII в. Авторы показали, что «с ростом благосостояния, уменьшением дифференциации доходов, ростом склонности к сбережению, укреплением законности, снижением ссудного процента и банковской маржи» [23] организация ипотечного рынка сдвигается от «накопительной» модели (стройсберкасс, ссудо-сберегательные ассоциации) к долговой, основанной на двухуровневом построении с секьюритизацией, при которой риск заемщика

¹² Сюда же относят некоторые иные направления финансирования — на образование, на приобретение автомобилей. Мы опускаем их рассмотрение из-за ограниченности объема статьи.

распределяется среди потенциально большого числа инвесторов в ликвидные высокорейтинговые облигации и конечная стоимость кредита для заемщика значительно снижается.

Финансирование государственных расходов. Государство формирует существенную часть спроса на долгосрочное финансирование. В значительной мере этот спрос определяется участием государства в создании инфраструктуры, осуществлении крупных проектов в специфических секторах, в которых участие частного бизнеса может быть ограниченным вследствие высоких капиталоемкости и рисков (освоение космоса, атомная промышленность и пр.). Такие затраты при дефицитности бюджета покрываются, благодаря выстраиванию специальных механизмов защиты и поощрения капиталовложений (СЗПК) [24], а также за счет эмиссии государственных облигаций. В этой части проблема «длинных денег» перетекает в проблему государственного долга и управления им.

Затрагиваемые вопросы в этой связи отчасти пересекаются с теми, которые рассматриваются при изучении корпоративного долга. Эта касается, например, компромисса при определении срочности обязательств, суть которого состоит в следующем. Поскольку нормальные кривые бескупонной доходности имеют наклон вверх, правительство могло бы снизить издержки привлечения финансирования за счет сокращения сроков выпуска новых облигаций. Однако такое сокращение повышает риски пролонгации (рефинансирования) [25]. Угроза кризиса пролонгации мотивирует правительство отдавать предпочтение выпуску «длинных» обязательств, даже если процент по ним оказывается более высоким. Однако это может конфликтовать с неприятием рыночного риска (колебаний цен на облигации) на стороне инвесторов, часто отдающих предпочтение покупкам коротких облигаций.

Привлечение длинного долга становится более сложной задачей в периоды кризиса, поскольку инвесторы требуют дополнительную премию. В этой ситуации правительству может оказаться выгоднее размещать короткий долг, несмотря на риск пролонгации, снижая средние издержки его обслуживания в долгосрочной перспективе [26]. Однако вне периодов кризиса стратегия выпуска длинного долга оказывается наиболее оправданной, позволяя, сверх всего, добиться снижения объемов долга в долгосрочной перспективе [27].

Отметим также, что выпуск только долгосрочных облигаций ведет к неравномерности платежей по обслуживанию долга. Компенсировать это, согласовывая платежи по обслуживанию с налоговыми поступлениями, помогает короткий долг.

ВОПРОСЫ ИССЛЕДОВАНИЯ ВЗАИМОДЕЙСТВИЯ СПРОСА И ПРЕДЛОЖЕНИЯ «ДЛИННЫХ ДЕНЕГ»

Несмотря на то, что исследование проблемы «длинных денег» было выше разделено на подходы, затрагивающие спрос и предложение денежных ресурсов, важнейшим вопросом является то, как происходит взаимодействие этих рыночных сил. В этом контексте следует заметить, что *складывающаяся в рыночной экономике структура сроков привлечения таких ресурсов является результатом распределения рисков между сторонами финансовых контрактов* — кредиторами (инвесторами) и заемщиками (эмитентами). Следовательно, ответ на вопрос о том, сколько (и достаточно ли) в экономике «длинных денег», предполагает не только оценку, например сбережений как таковых, пусть даже усиленную анализом законодательства и инфраструктуры, обеспечивающих их аккумуляцию, но и оценку приемов и компонент системы распределения рисков. Это существенным образом определяет особенности построения методологии теории «длинных денег», ориентируя исследования на изучение таких областей, как наличие и эффективность работы механизмов передачи процентного риска, перераспределения кредитного риска, качество работы системы управления банковской ликвидностью и др.

Базовыми в затрагиваемых аспектах являются вопросы формирования экономических механизмов трансформации сроков (*рис. 2*). Широко цитируемые работы Д. Даймонда, П. Дибвига [28, 29] и др. авторов раскрывают секрет преобразования банками краткосрочных обязательств в долгосрочные активы. Та же функция принадлежит высоколиквидным рынкам капитала, которые позволяют инвесторам распоряжаться сбережениями свободно, поддерживая тем самым долгосрочные инвестиции компаний, предлагающих в качестве обязательств свои облигации и акционерный капитал [30].

Влиятельной технологией в числе рассмотренных на *рис. 2* является секьюритизация. Она позволяет не только осуществить трансформацию сроков, гармонизировав предпочтения заемщиков и широкой группы инвесторов, но и распределить риск так, чтобы снизить стоимость кредита.

Среди представленных на *рис. 2* финансовых институтов наиболее длинные пассивы аккумулируются неправительственными пенсионными фондами и компаниями страхования жизни. Решающее значение в наполнении таких институтов пассивами имеют макроэкономические условия, а также регулирование, относящееся к их активным

Банки	Специализируются на создании частной информации о заемщиках; стабильность поддерживается жесткостью регулирования (включая требования к капиталу), системой страхования депозитов, инструментами поддержки ликвидности
Компании по страхованию жизни и пенсионные фонды	Имеют относительно более сбалансированную структуру сроков обязательств (пассивов) и инвестиций (активов), однако спрос на их продукты сильно зависит от способности правительства создать благоприятные и стабильные макроэкономические условия
Взаимные (инвестиционные) фонды	Относительно менее чувствительны к сбалансированности структуры сроков, однако зависимы от ликвидности рынка капитала
Фонды прямых инвестиций	Специализируются на создании частной информации о заемщиках (молодой и растущий бизнес); чувствительны к бизнес-циклу и жесткости ДКП, ограничены в части диверсификации
Ипотечные пулы	Аккумулируют длинные обязательства заемщиков по ипотечным кредитам, секьюритизируют эти длинные обязательства в более короткие и ликвидные активы в форме облигаций

Рис. 2 / Fig. 2. Экономические механизмы трансформации сроков / Economic Mechanisms of Maturity Transformation

Источник / Source: разработка автора / Author's development.

операциям. Практика разных стран (в частности, Германии, Чили и России) показывает, что вводимое регулирование, призванное обеспечить сохранность аккумулируемых данными институтами средств, на деле одновременно может дестимулировать данных игроков осуществлять вложения с долгосрочным горизонтом¹⁵. Таким образом, ошибки регулирования институтов данного сектора вызывают смещение инвестиционных целей в сторону менее рискованных инвестиций, которые обеспечивают более стабильную краткосрочную доходность, но при этом более доходным долгосрочным вложениям оставляется крайне малая доля портфеля, поскольку они оказываются более волатильными.

В заключение рассмотрим основные аспекты проблемы «длинных денег». Проанализируем, как они соотносятся с различными теориями и концепциями, которые обсуждаются в научных исследованиях и академических дискуссиях (см. таблицу).

ВЫВОДЫ

Современная теория «длинных денег» складывается из большого арсенала теоретических подходов и концепций, скрепленного нацеленностью на

решение проблемы долгосрочного финансирования. В представленном исследовании было предложено два подхода к определению «длинных денег». Первый, узкий, фокусируется на ресурсах долгосрочного финансирования как основном предмете изучения. Второй, комплексный, рассматривает «длинные деньги» в более широком контексте. Он включает анализ их источников, механизмов превращения в долгосрочные инвестиции и системы регулирования.

Раскрытие теоретических основ предложения «длинных денег» позволило обнаружить несколько перспективных направлений анализа — макроэкономическое, в том числе захватывающее сферу международных финансов, и поведенческое. Показано, что центральными условиями создания предложения «длинных денег» в национальной экономике является ценовая стабильность и уверенность в надежности финансовых институтов. В то же время, согласно теории «глобального избытка сбережений», важное место занимает международная экономическая интеграция, благодаря которой создаются экстра-сбережения, потоки которых направляются преимущественно в активы, причисляемые к категории «тихой гавани», оказывая понижающее влияние на процентные ставки по всему миру. Дополнительно отмечается, что источник «длинных денег»

¹⁵ Global Financial Development Report 2015/2016: Long-Term Finance. Washington, DC: World Bank; 2015. URL: <http://hdl.handle.net/10986/22543> (дата обращения: 21.01.2025).

**Проблемные области и теоретические направления исследования «длинных денег» /
Problematic Areas and Theoretical Directions for the Study of Long-Term Finance**

Проблемные области / The problem areas	Основные теоретические направления исследований и дискуссий / The principal theoretical trajectories and areas of scholarly debate
Предложение «длинных денег»	
Сберегательное поведение населения: долгосрочные факторы и движущие силы	Теория финансового поведения домохозяйств
	Концепция «глобального избытка сбережений»
	Концепция предпочтения «тихой гавани»
Распределение накопленного финансового богатства	Концепция «глобального избытка сбережений среди богатых»
Сберегательное поведение фирм: долгосрочные факторы и мотивы	Концепции сбережений как источника инвестиционных ресурсов фирм
	Концепции сбережений как источника финансирования сделок корпоративного контроля
	Концепция «глобального избытка сбережений корпораций»
Поведение иностранных инвесторов: стратегии, мотивы, долгосрочные факторы влияния на национальные рынки	Дискуссия о долгосрочном влиянии иностранных инвесторов на национальные рынки
Роль индустрии коллективных инвестиций, факторы и условия ее развития	Теория трансформации сроков применительно к индустрии коллективных инвестиций
	Концепции согласованности стимулов во взаимодействии сторон финансовых контрактов
Спрос на «длинные деньги»	
Структура капитала компаний: долгосрочные факторы и паттерны	Теория структуры капитала и источников финансирования капитальных вложений
	Концепция предпочтений выбора инструментов долгосрочного финансирования
	Концепции доминирующих источников финансирования применительно к различным категориям компаний
Структура сроков привлечения фирмами внешних ресурсов и ее факторы	Концепция роли макроэкономических факторов и условий долгосрочного финансирования
	Концепция роли внутреннего финансового рынка и международного финансирования
	Концепция роли институциональных факторов в формировании долгосрочного финансирования
	Теория специальных механизмов доступа к финансам (секьюритизация)
Проблема жилищного финансирования	Теория механизмов ипотечного финансирования
Проблема государственного долга	Теория управления государственным долгом
Взаимодействие спроса и предложения «длинных денег»	
Структура сроков финансовых контрактов	Теория распределения рисков между сторонами контрактов
	Теория экономических механизмов трансформации сроков финансовых контрактов
	Концепция трансформации посредством секьюритизации

Источник / Source: составлено автором / Compiled by the author.

преимущественно концентрируется в сбережениях наиболее богатой части населения мира. В части анализа сберегательного поведения домохозяйств подчеркивается важность временных предпочтений и отношения к риску, которые, в свою очередь, существенно зависят от гендерной и возрастной структуры населения. Анализ корпоративного сектора обнаруживает эффект избытка сбережений в ряде секторов. Особенно выраженным он оказывается применительно к крупнейшим ИТ-компаниям, а также к странам, бизнес которых испытывает ограничения роста. Важные выводы, вытекающие из исследований, посвященных роли иностранного капитала как источника финансовых ресурсов, состоят в том, что, несмотря на спекулятивную природу, долгосрочный эффект присутствия иностранных инвесторов положителен и ориентирован на долгосрочные результаты.

Теоретические основы спроса на «длинные деньги» во многом проистекают из широкой дискуссии относительно структуры капитала фирмы. Современный взгляд в большей степени опирается на глубокие эмпирические исследования, которые показывают ослабление роли акций, чистая эмиссия которых в развитых экономиках в долгосрочном периоде отрицательна при одновременном росте значения долговых инструмен-

тов. Выбор срочности как корпоративного, так и правительственного долга решается в рамках компромисса между стоимостью (более длинный долг, как правило, более дорогой) и риском пролонгации (короткий долг, предполагающий рефинансирование, несет значительный процентный риск).

Важная часть теоретического каркаса исследования «длинных денег» относится к вопросам взаимодействия спроса и предложения долгосрочных финансовых ресурсов. Основное внимание здесь приковано к разработке и поддержанию функциональности механизмов трансформации сроков. В работе вычленены пять таких механизмов. Показано, что ошибки регулирования могут нарушить функциональность таких механизмов, препятствуя их работе для обеспечения экономики «длинными деньгами».

В работе проведена систематизация проблемных областей и теоретических направлений исследования «длинных денег». Это помогает ориентировать исследования и формировать программу дальнейших действий. Наиболее перспективными являются исследования, которые решают проблемы «длинных денег» через распределение рисков. Политика, нацеленная на решение этой проблемы, должна снижать риски и согласовывать стимулы участников финансовых отношений.

БЛАГОДАРНОСТИ

Статья подготовлена по результатам исследований, выполненных за счет бюджетных средств по государственному заданию Финансовому университету. Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, Москва, Российская Федерация.

ACKNOWLEDGEMENTS

The article was prepared based on the results of research carried out at the expense of budgetary funds on a state assignment to a Financial University. Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow, Russian Federation.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ / REFERENCES

1. Абрамова М.А., Авис О.У., Акименко С.В. и др. Современная теория денег. Т. 1. Исследование на эндотерическом уровне. М.: Русайнс; 2020. 216 с.
Abramova M.A., Avis O.U., Akimenko S.V., et al. Modern money theory. Vol. 1. Research at the endoteric level. Moscow: RuScience; 2020. 216 p. (In Russ.).
2. Бессонова Е., Денисова И., Иванова Н., Москалева А. Демография и сбережения: исследование на основе данных опроса российских домохозяйств. Серия докладов об экономических исследованиях. 2024;(135). URL: https://www.cbr.ru/StaticHtml/File/166307/wp_135.pdf (дата обращения: 20.01.2025).
Bessonova E., Denisova I., Ivanova N., Moskaeva A. Demography and savings: A study based on Russian household survey data. Seriya dokladov ob ekonomicheskikh issledovaniyakh. 2024;(135). URL: https://www.cbr.ru/StaticHtml/File/166307/wp_135.pdf (accessed on 20.01.2025). (In Russ.).
3. Bernanke B. The global saving glut and the U.S. current account deficit. The Federal Reserve Board. Mar. 10, 2005. URL: <https://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102/> (дата обращения: 20.01.2025).
4. Summers L.H. U.S. economic prospects: Secular stagnation, hysteresis, and the zero lower bound. *Business Economics*. 2014;49(2):65–73. DOI: 10.1057/be.2014.13

5. Mayer T., Schnabl G. Reasons for the demise of interest: Savings glut and secular stagnation or central bank policy? *The Quarterly Journal of Austrian Economics*. 2021;24(1):3–40. DOI: 10.35297/qjae.010085
6. Mian A.R., Straub L., Sufi A. The saving glut of the rich. NBER Working Paper. 2020;(26941). URL: https://www.nber.org/system/files/working_papers/w26941/w26941.pdf (дата обращения: 20.01.2025).
7. Klein M.C., Pettis M. Trade wars are class wars: How rising inequality distorts the global economy and threatens international peace. New Haven, CT: Yale University Press; 2020. 296 p.
8. Jørgensen P.L. The global savings glut and the housing boom. *Journal of Economic Dynamics and Control*. 2023;146:104563. DOI: 10.1016/j.jedc.2022.104563
9. Stiglitz J.E. Inequality and economic growth. In: Jacobs M., Mazzucato M., eds. *Rethinking capitalism: Economics and policy for sustainable and inclusive growth*. Chichester: Wiley-Blackwell; 2016:134–155. URL: https://business.columbia.edu/sites/default/files-efs/imce-uploads/Joseph_Stiglitz/Inequality%20and%20Economic%20Growth_0.pdf (дата обращения: 20.01.2025).
10. Rachel L., Smith T.D. Are low real interest rates here to stay? *International Journal of Central Banking*. 2017;13(3):1–42. URL: <https://www.ijcb.org/journal/ijcb17q3a1.pdf> (дата обращения: 20.01.2025).
11. Fischer M. The source of financing in mergers and acquisitions. *The Quarterly Review of Economics and Finance*. 2017;65:227–239. DOI: 10.1016/j.qref.2017.01.003
12. Криничанский К.В. Фондовый рынок в структуре источников финансирования российской экономики. *Финансы и кредит*. 2024;30(11):2484–2507. DOI: 10.24891/fc.30.11.2484
Krinichanskii K.V. The stock market in the structure of sources of financing the Russian economy. *Finansy i kredit = Finance and Credit*. 2024;30(11):2484–2507. (In Russ.). DOI: 10.24891/fc.30.11.2484
13. Begenau J., Palazzo B. Firm selection and corporate cash holdings. *Journal of Financial Economics*. 2021;139(3):697–718. DOI: 10.1016/j.jfineco.2020.09.001
14. Darmouni O., Mota L. The savings of corporate giants. *The Review of Financial Studies*. 2024;37(10):3024–3049. DOI: 10.1093/rfs/hhae030
15. Chen P., Karabarbounis L., Neiman B. The global rise of corporate saving. *Journal of Monetary Economics*. 2017;89:1–19. DOI: 10.1016/j.jmoneco.2017.03.004
16. Caballero R.J., Krishnamurthy A. Global imbalances and financial fragility. *American Economic Review*. 2009;99(2):584–588. DOI: 10.1257/aer.99.2.584
17. Tornell A., Westermann F. Decomposing the effects of financial liberalization: Crises vs. growth. *Journal of Banking & Finance*. 2006;30(12):3331–3348. DOI: 10.1016/j.jbankfin.2006.05.019
18. Модильяни Ф., Миллер М. Сколько стоит фирма? Теорема ММ. Пер. с англ. М.: Дело; 2001. 272 с.
Modigliani F., Miller M. How much is a company worth? MM theorem. Transl. from Eng. Moscow: Delo; 2001. 272 p. (In Russ.).
19. Claassen B., Dam L., Heijnen P. Corporate financing policies, financial leverage, and stock returns. *North American Journal of Economics and Finance*. 2023;68:101992. DOI: 10.1016/j.najef.2023.101992
20. Cortina J.J., Didier T., Schmukler S.L. Corporate borrowing in emerging markets: Fairly long term, but only for a few. World Bank Research & Policy Briefs. 2018;(18). URL: <https://documents1.worldbank.org/curated/en/363821539842744052/pdf/130976-RPB-18-Corporate-Borrowing-in-Emerging-Markets.pdf> (дата обращения: 21.01.2025).
21. Jeanne O. Debt maturity and the international financial architecture. *American Economic Review*. 2009;99(5):2135–2148. DOI: 10.1257/aer.99.5.2135
22. Almeida H., Campello M., Laranjeira B., Weisbenner S. Corporate debt maturity and the real effects of the 2007 credit crisis. *Critical Finance Review*. 2011;1(1):3–58. DOI: 10.1561/104.000000001
23. Полтерович В.М., Старков О.Ю. Формирование ипотеки в догоняющих экономиках: проблема трансплантации институтов. М.: Наука; 2007. 196 с.
Polterovich V.M., Starkov O. Yu. Formation of mortgages in catching-up economies: The problem of transplantation of institutions. Moscow: Nauka; 2007. 196 p. (In Russ.).
24. Тютюкина Е.Б., Егорова Д.А. Государственная поддержка инвестиционных проектов в рамках соглашения о защите и поощрении капиталовложений: методологическое обоснование. *Финансы: теория и практика*. 2023;27(5):43–54. DOI: 10.26794/2587-5671-2023-27-5-43-54
Tyutyukina E.B., Egorova D.A. State support of investment projects within the framework of an agreement on the protection and promotion of capital investments: A methodological rationale. *Finance: Theory and Practice*. 2023;27(5):43–54. DOI: 10.26794/2587-5671-2023-27-5-43-54

25. Beetsma R., Giuliodori M., Hanson J., de Jong F. The maturity of sovereign debt issuance in the euro area. *Journal of International Money and Finance*. 2021;110:102293. DOI: 10.1016/j.jimonfin.2020.102293
26. Bai Y., Kim S.T., Mihalache G.P. The maturity and payment schedule of sovereign debt. NBER Working Paper. 2015;(20896). URL: https://www.nber.org/system/files/working_papers/w20896/w20896.pdf (дата обращения: 22.01.2025).
27. Equiza-Goñi J. Government debt maturity and debt dynamics in euro area countries. *Journal of Macroeconomics*. 2016;49:292–311. DOI: 10.1016/j.jmacro.2016.01.005
28. Diamond D. W. Financial intermediation and delegated monitoring. *The Review of Economic Studies*. 1984;51(3):393–414. DOI: 10.2307/2297430
29. Diamond D. W., Dybvig P. H. Bank runs, deposit insurance, and liquidity. *Journal of Political Economy*. 1983;91(3):401–419. URL: https://www.bu.edu/econ/files/2012/01/DD_83jpe.pdf
30. Криничанский К.В., Анненская Н.Е. Финансовые рынки и институты. М.: Русайнс; 2020. 360 с.
Krinichansky K. V., Annenskaya N. E. Financial markets and institutions. Moscow: RuScience; 2020. 360 p. (In Russ.).

ИНФОРМАЦИЯ ОБ АВТОРЕ / ABOUT THE AUTHOR



Константин Владимирович Криничанский — доктор экономических наук, профессор кафедры финансовых рынков и финансового инжиниринга финансового факультета, главный научный сотрудник Института финансовых исследований, Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, Москва, Российская Федерация
Konstantin V. Krinichansky — Dr. Sci. (Econ.), Prof., Department of Financial Markets and Financial Engineering at the Faculty of Finance, Chief Researcher at the Institute for Financial Studies, Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow, Russian Federation
<https://orcid.org/0000-0002-1225-7263>
kkrin@fa.ru

Конфликт интересов: автор заявляет об отсутствии конфликта интересов.
Conflicts of Interest Statement: The author has no conflicts of interest to declare.

Статья поступила в редакцию 26.01.2025; после рецензирования 03.02.2025; принята к публикации 22.02.2025.
Автор прочитал и одобрил окончательный вариант рукописи.
The article was submitted on 26.01.2025; revised on 03.02.2025 and accepted for publication on 22.02.2025.
The author read and approved the final version of the manuscript.