

Финансовая система и экономическое развитие «МЭиМО», №7, 2003.

Это первые 4 параграфа из большого проекта ТАСИС для МЭРТ, выполненного в 2002 году фирмой ИМС и Экспертным институтом, книга в 28 печ. Листов на выходе в феврале 2003 года.

Григорьев Л.М., Гурвич Е.Т., Саватюгин А.Л.¹

Финансовая система и экономическое развитие

Цели финансовой реформы в переходной экономике могут быть сформулированы по-разному, так что выводы могут зависеть как от фактического материала – макроэкономических (институциональных) сценариев и анализа по секторам и инструментам - так и от целей реформатора. Разумеется, существует достаточно развитая дискуссия о банковской реформе, много материалов по другим секторам, особенно по пенсионной реформе и развитию страхового сектора. Однако единый подход и цель развития финансового сектора ускользает от наблюдателя и не выражен достаточно ясно ни в научных трудах, ни в правительственных документах. Обсуждение секторов частной финансовой сферы происходит по отдельным инструментам и законам вне общей картины развития страны и роли финансового сектора.

Постановка проблемы

Сформулируем два возможных подхода к развитию финансового сектора в России. Один подход не требует действий, предполагая, что Россия проходит естественным порядком все стадии промышленного развития, развития финансового сектора без сколько-нибудь значительного вмешательства государства как реформатора. Государство сосредотачивается на формулировании общих законов и поддерживает, насколько это возможно в переходной экономике, права собственности, финансовый контроль над предприятиями финансового сектора, избегает бюджетного дефицита. Разумеется, идет заполнение «пустот» в законодательстве, но не ставится вопрос о комплексной реформе сектора, о его адекватности потребностям развития экономики страны. Государство предоставляет частному бизнесу (и его организациям, если можно) полностью инициативу в развитии кредита, выборе места финансового обслуживания в банковском секторе, и на финансовых рынках (дома или за рубежом), в выработке новых инструментов, применяя по возможности общие международные нормы для обеспечения необходимого (по стандартам) уровня капитализации и финансовых индикаторов. Этот подход последователен и предполагает максимальную либерализацию валютного контроля и движения капиталов, всех секторов финансового сектора как в сфере контроля и собственности, так и в области операций.

Это политика, проводимая в известной мере в настоящее время, стала результатом финансового краха 1998 года, который сфокусировал усилия правительства на решении

¹ Соответственно: ведущий сотрудник ИМЭМО РАН; руководитель Экономической экспертной группы; Председатель НАУФОР.

бюджетных и долговых проблем и практически исключил возможность масштабного вмешательства государства в процессы сбережений, интермедиации финансового сектора и накопления. Государство на какой-то период оказалось без достаточных финансовых и организационных ресурсов на масштабные преобразования в данной сфере. Частные интересы также, видимо, сыграли свою роль в том, например, что не было проведено масштабного реструктурирования банковского сектора. Реформы в условиях бюджетно-долгового кризиса должны носить структурный и институциональный характер, оставаясь максимально дешевыми для бюджета, и удобными для тех основных игроков, которые закрепились на реально существующей экономической сцене. При таком подходе никаких амбициозных целей по капитализации, объему операций или параметрам финансового сектора нельзя сформулировать. Если нас удовлетворяет существующий финансовый сектор, или мы ожидаем его самостоятельное ускоренное развитие, то всегда можно вернуться к этому подходу.

Соображения по поводу банковской системы вполне могут быть распространены с той же общностью, но еще большей остротой практически на все остальные сегменты финансовых институтов: «...отсутствие радикальных преобразований предопределило нынешнюю слабость российской банковской системы, заставив говорить, что она нуждается скорее не в реформе, а в создании заново. Основные проблемы, с которыми столкнулся банковский сектор России на рубеже столетий и которые требуют неотложного решений, сводятся к следующему:

- низкий уровень капитализации и финансовой устойчивости, что серьезно подрывает основы всей системы и создает условия для нового кризиса;
- неспособность банков исполнять роль финансовых посредников, т.е. кредитовать реальный сектор и население, аккумулировать сбережения и трансформировать их в инвестиции;
- **непрозрачность системы корпоративного управления, затрудняющая выявление реальных собственников, групп и/или лиц, контролирующих банк;**
- низкое качество управления рисками и информации о состоянии банков, что ухудшает положение банков в перспективе и заметно затрудняет для них привлечение средств для дальнейшего развития.»²

Данный доклад представляет собой образец другого подхода – это попытка взглянуть на развитие сектора частных финансов в целом на том основании, что (как будет показано ниже) большинство его сегментов малы, не могут адекватно осуществлять свою обычную роль финансовых посредников.

² А.З. Астапович «Развитие банковской системы в странах с развивающейся и переходной экономикой» - в «Сравнительный анализ стабилизационных программ 90-х годов», Москва, Карнеги, 2003 г., в печати.

Предполагается, что в 2002 году для этого настало время сразу по нескольким причинам:

- Основные последствия финансового краха 1998 года для федерального бюджета и обслуживания внешнего долга к 2003 году были преодолены;
- Экономический подъем 2000-2002 годов сопровождался определенным оздоровлением частных финансов, ростом устойчивости частной финансовой системы;
- Недовольство общества и элит умеренными темпами роста и вялым процессом модернизации страны вызывают поиск средств их ускорения;
- Низкая капитализация российских компаний противоречит их интересам и интересам их собственников;
- Иностраный капитал (включая возвращающийся российский) испытывает трудности в поиске адекватных финансовых посредников внутри страны;
- Наметившийся возврат к «сырьевой» модели роста делает чрезвычайно важной роль финансового сектора в перераспределении инвестиционных ресурсов из добывающих отраслей, где они избыточны, в перерабатывающие, испытывающие недостаток ресурсов.

Забота об устойчивости финансового сектора в развитых странах отражает его важнейшую роль в развитии экономики, прежде всего накоплении. Разумеется, дело не в том, чтобы найти причину для бюджетных вливаний в России, а в том, что уровень развития финансового сектора не адекватен проблемам развития страны. Международные сравнения показывают, что российские банки и другие финансовые институты находятся на уровне (или уступают) стран с переходной экономикой, которые не располагают столь значительным экспортом. Они не характеризуются столь высокой неравномерностью отраслевого и регионального развития и не испытали, пожалуй, столь глубокого кризиса накопления в 90-х годах (падение в 4 раза), как российская экономика.

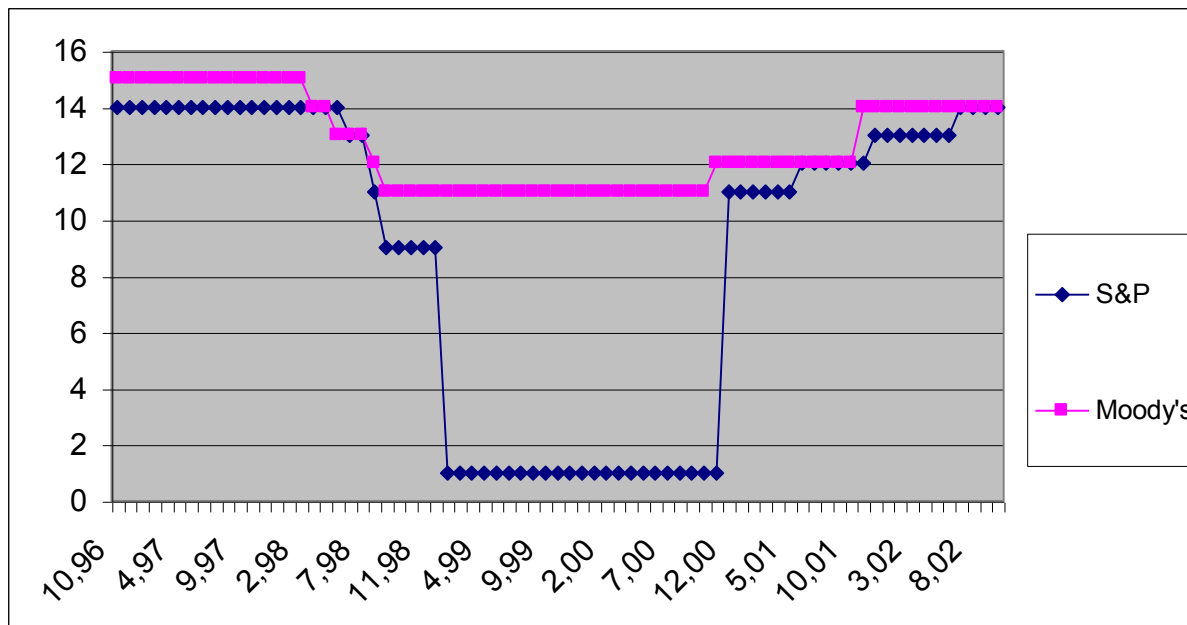


Рисунок 0.1 Долгосрочные суверенные валютные кредитные рейтинги России.

Графическое представление рейтингов – Экономическая экспертная группа.

К осени 2002 года суверенные рейтинги России (рис. 1.1) достигли почти уровня 1997 года.³ Это указывает на то, что макроэкономическая стабильность и снятие остроты долговой ситуации, сделает возможным новый выход российских эмитентов на мировые долговые рынки. Портфельный капитал уже начал притекать в Россию, и ему нужны адекватные финансовые институты и инструменты, чтобы участвовать в процессе накопления. Сложные обходные формы повышают издержки финансирования, особенно затрудняют финансирование крупных инфраструктурных объектов, потребность в которых по мере течения времени все возрастает, в частности в связи с ожидающимися реформами естественных монополий.

Приток прямых инвестиций в Россию не увеличивается и в 2002 г., а в 2000-2001 г. он сравнялся по абсолютной величине с притоком в Венгрию, оставаясь в два раза ниже, чем в Чехии, и в три раза ниже, чем в Польше. Россия одновременно остается на первом месте среди стран с переходной экономикой в Европе по вывозу прямого (легального) капитала в 2001 г.: 2,6 млрд. долларов против 337 млн. долларов, находящейся на втором месте Венгрии⁴. Вывоз прямого капитала из России превышает его ввоз. Это также косвенно указывает на то, что путем создания совместных предприятий, проектного финансирования или финансирования под гарантии (например, по двусторонним кредитным линиям) невозможно обеспечить достаточный приток иностранного (в том числе собственно российского) капитала в страну.

³ На 9 декабря 2002 г. рейтинг S&P был повышен с BB- до BB – впервые выше уровня октября 1996 г.

⁴ World Investment Report, UNDP, 2002, p.72.

Приток портфельного капитала привел к тому, что чистая инвестиционная международная позиция банков с июля 2001 по июль 2002 года сократилась вдвое (с 11,9 до 5,7 миллиардов долларов). Эта тенденция указывает на начало все более широкого притока портфельного инвестиционного капитала, но в форме, которая известна своими колебаниями. Новейший обзор состояния банковской системы отмечает: «Кредитный бум, характерный для последних двух лет, начинает ослабевать. Назревает определенная «кредитная пауза», проявляющаяся в снижении темпов роста кредитов экономике, хотя до реальной угрозы масштабного кризиса «плохих долгов» еще весьма далеко.»⁵

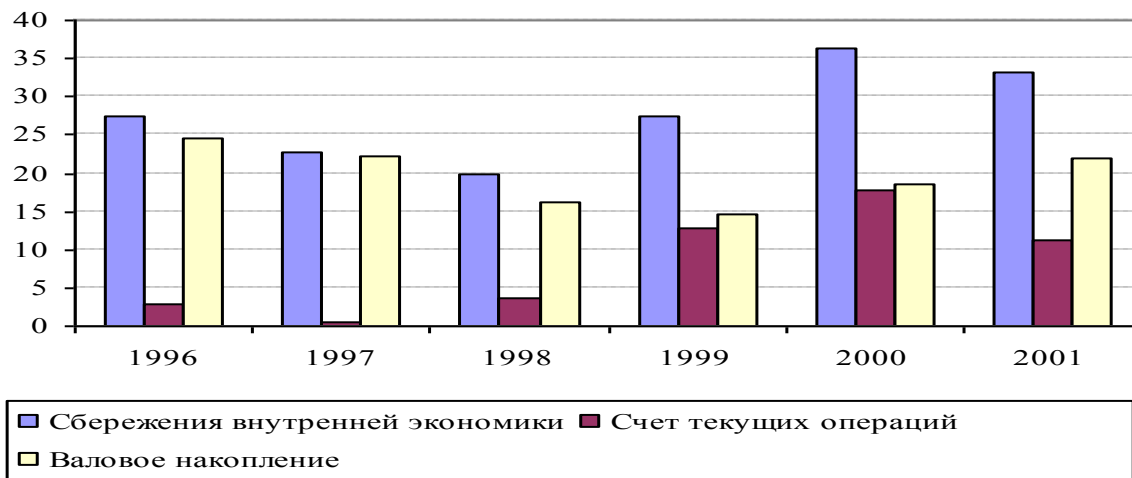


Рисунок 0.2. Сбережения и накопление в России в 1996-2001 гг. (в % ВВП).

Источник – «Обзор Экономической политики в России за 2001 год», М., 2002, ТЕИС, Приложение 1 «Счета потоков капитала», стр. 325.

Картина общего использования сбережений в экономике России в первом приближении дана на Рисунке 1.2. Фактически он показывает, что страна после краха 1998 года смогла мобилизовать сбережения для обслуживания внешнего долга и продолжения вывоза капитала при восстановлении нормы накопления с примерно 15% в 1999 году до 22% в 2001 году. Правда, рост последнего времени отражал восстановление запасов, а норма собственно инвестиций остается в пределах 18%. Большое положительное сальдо текущего платежного баланса является теоретически неизбежным отражением оттока капитала по основным статьям: обслуживание и выплата внешнего долга, легальный и не вполне легальный вывоз капитала, покупка валюты ЦБ. В любом случае нет сомнений, что Россия демонстрирует одну из самых высоких норм сбережений в истории за последние пол века, едва ли не превосходя 30-32% нормы сбережений в странах Юго-Восточной Азии и Японии (33% в 1961-1973 гг.) в период ускоренных темпов роста. Однако в тех случаях и норма сбережения, и накопления были одинаково

⁵ Банковская реформа: стратегии и механизмы. Центр Развития, ноябрь 2002.

высокими, как и темпы роста. Усредненный практически для всей мировой экономики уровень накопления составляет примерно 23% ВВП⁶.

Разумеется, устойчивость низкого уровня накопления в течение трех лет после кризиса 1998 года оставляет открытой проблему модернизации тем более, что предварительные оценки показывают замедление роста капиталовложений в 2002 году (ниже темпов роста ВВП). Российская ситуация отличается тем, что при огромных потребностях в капиталовложениях в инфраструктурных, транспортных отраслях, обрабатывающей промышленности и науке после десятилетия «инвестиционной паузы» страна вынуждена обслуживать высокий долг, но еще одновременно вывозит капитал. Необходимость и возможность рационального использования национальных сбережений лежит все-таки в особенностях внутреннего процесса накопления и роли финансового сектора.

Таблица 1 Темпы прироста реального ВВП и предельная капиталоемкость, %.

	1961-73		1973-90		1991-99	
	А	Б	А	Б	А	Б
США	4,3	3,4	2,7	5,9	2,8	5,0
Германия	4,4	5,7	2,2	9,2	2,9	7,4
Япония	8,5	3,9	3,9	7,7	1,3	22,2
Корея	8,8	2,2	8,6	3,4	6,0	5,8

А) Среднегодовые темпы прироста ВВП за период, %;

Б) Отношения средней доли инвестиций в ВВП

к среднему темпу прироста ВВП (а) за тот же период, раз.

Расчеты – по международной статистике.

Мировой опыт показывает, что на 1 процентный пункт среднегодового прироста ВВП приходится, как правило (исключение – затяжной кризис в Японии в 90-х гг.), от 3 до 6 процентных пунктов (см. табл. 1.1) средней нормы накопления за сопоставимый период времени. Это показатель бывает несколько ниже при ранних стадиях промышленной модернизации. Можно в принципе ожидать несколько более высокой эффективности накопления в России в современную эпоху, но это предполагает повышение доли оборудования в инвестициях и применения самых современных технологий. В целом, повышение нормы накопления в официальных прогнозах правительства базируется на ожидании постепенного роста нормы накопления и темпов роста ВВП с фактором предельной капиталоемкости в 4-5. Нынешний темп роста составляет также около 4 – 4.5% роста при норме накопления 15-18%⁷. Разумеется, без эффективного финансового сектора трудно как поднять норму накопления, так и повысить эффективность накопления за счет контроля кредитора за действиями заемщиков, качеством их проектов.

⁶ World Economic Outlook, IMF, April 2002, p.219.

⁷ Л.М.Григорьев «Модернизация – пределы возможного», «Российская газета» 19.6 2001 г.

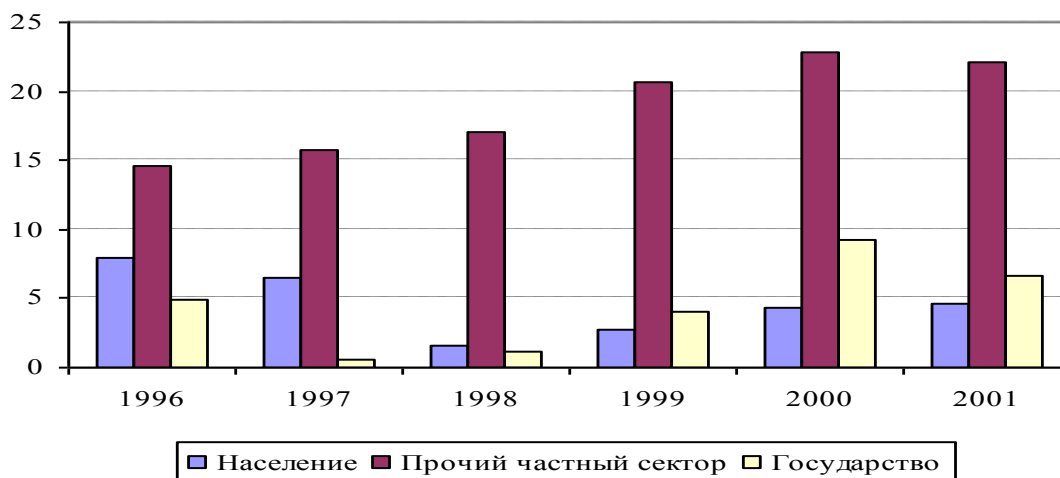


Рисунок 0.3 Сбережения секторов внутренней Рисунок экономики (в % ВВП).

Источник – «Обзор Экономической политики в России за 2001 год», М., 2002, ТЕИС

Важной особенностью российской ситуации является концентрация преобладающей массы сбережений в руках предприятий. Этот фундаментальный факт должен усиливать внимание к проблеме финансового сектора и его инструментов, поскольку именно фирмы с высокими доходами должны решать рационально проблему выбора между инвестированием в свои предприятия, покупкой других фирм внутри страны, вложениями вне страны или покупку финансовых инструментов, которые позволили бы финансировать капиталовложения других фирм (в особенности других секторов). Увеличение в последние два года сбережений государства не повлияло на процесс накопления, поскольку сопровождалось сокращением государственных капиталовложений. Фактически уже в 2000 г. размер государственных инвестиций в стране опустился ниже медианного уровня в ОЭСР (около 4% ВВП). Прекращение огромного заимствования государства после краха стало безусловно благом для реального сектора в целом. Однако это не слишком изменило ситуацию для финансового сектора – прекращение «выгребания» ресурсов государством при слабом финансовом секторе не слишком увеличило возможности внешнего финансирования инвестиций.

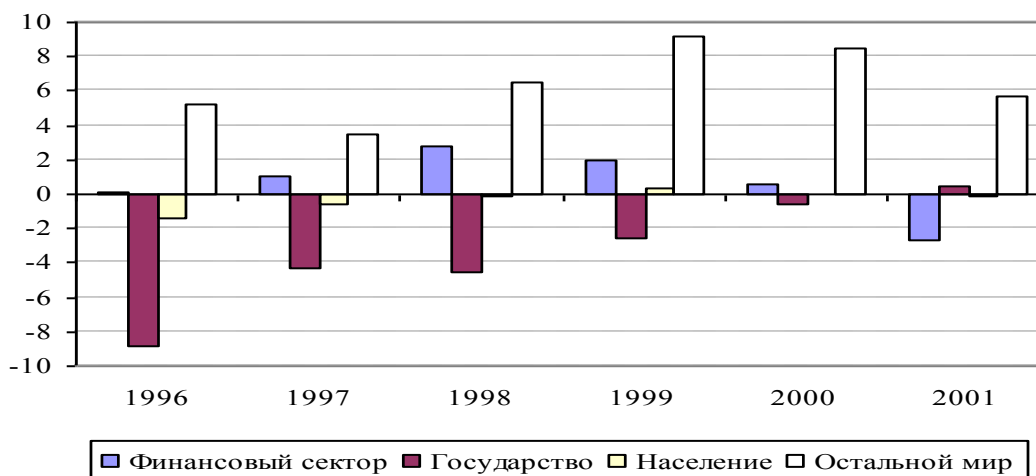


Рисунок 0.4 Чистая кредиторская позиция предприятий по отношению к прочим секторам экономики (в % ВВП).

Источник – «Обзор Экономической политики в России за 2001 год», М., 2002, ТЕИС

Еще более сложная картина появляется, если взглянуть на рисунок 1.4. Он показывает, что до 1999 года включительно нефинансовый сектор интенсивно кредитовал «остальной мир» (за границу) и финансовый сектор, заимствуя у государства. Только в 2001 году впервые предприятиям удалось получить финансирование у финансового сектора, что собственно и подтверждает позитивные тенденции в экономике страны. Вывоз капитала или ежегодное кредитование остального мира в размере 15-20 миллиардов долларов (вывоз капитала равен примерно 5-6% ВВП) фактически и представляет собой тот резерв финансирования, который мог бы быть перераспределен внутри экономики через более мощный, эффективный и внушающий доверие финансовый сектор.

По сравнению с предыдущим годом в 2001 г. произошли важные изменения в следующих сферах:

- финансовый сектор превратился из чистого заемщика по отношению к предприятиям в чистого кредитора;
- правительство перестало кредитовать реальный сектор посредством роста задолженности в бюджет и во внебюджетные фонды;
- существенно снизилось чистое кредитование предприятиями остального мира.



Рисунок 0.5. Динамика кредита частному сектору, % ВВП.

В то же время остается огромной проблемой доступ к кредиту. Причиной отсутствия доступа к банковским кредитам является не столько незащищенность обеспеченных кредиторов, сколько отсутствие у большинства заемщиков ликвидного залога, привлекательного для кредитора. Как показывает российская практика, в тех случаях, когда имеется ликвидный залог, банки достаточно активно выдают кредиты, например, под экспортные контракты. Рисунок 1.5 показывает, какова была динамика кредита в последние годы. Отметим, что относительно кредит сокращался в 1999-2000 гг., и только в 2001 г. сдвинулся вверх вместе с ВВП. Отметим, что он практически полностью предоставляется частным сектором: доля Центрального банка в общем кредите составляет доли процента. Как видно из приведенного графика, частный кредит существенно вырос в 2001 г. (с 11,9% ВВП до 15,4% ВВП). Тем не менее, его роль в финансировании инвестиций в основной капитал остается пока сравнительно невысокой (см. таблицу 1.2). Одновременно значительно выросла доля частного сектора во внутреннем кредите, которая в середине 2002 г. достигла 67% (по сравнению с 31% в конце 1998 г.). Однако доля банковского кредита предприятиям на срок более 1 года составляет 29%, а более 3 лет - лишь 7%.

Таблица 2. Источники финансирования инвестиций компаний в основной капитал, в %:

Собственные средства	50,3
Средства региональных бюджетов	2,6
Средства федерального бюджета	5,8
Заёмные средства других организаций	4,9
Кредиты банков	3,5
Средства внебюджетных фондов	2,6
Средства от эмиссии акций	0,1

Прочие	20,2
--------	------

Источник: МДМ - Банк

Ситуация в России довольна типична для переходных стран. Как отмечает Л.Бокрош⁸: «После 10 лет переходного периода финансовый сектор в Центральной и Восточной Европе характеризуется следующим образом:

- Низкий уровень финансового посредничества в пределах 5-40% ВВП;
- Относительно низкое качество активов и серьезная нехватка капитала;
- Узкий набор услуг, особенно во внебанковском секторе;
- В основном незрелые внешние и внутренние структуры контроля;
- Все возрастающая сложность юридического и регулятивного базиса;
- Слабость мощностей по внедрению и соблюдению регулирования.»

Вряд ли есть необходимость перечислять все причины, которые определяют необходимость развития устойчивого финансового сектора в России, тяжесть этих общих проблем перехода. Помимо общего фактора нехватки внешнего финансирования, выделим несколько специфических пунктов, которые так или иначе обсуждаются в литературе:

- Доступ к кредиту малого и среднего бизнеса является серьезной проблемой даже в развитых странах – тем более в России, где это сектор серьезно отстает в развитии от своих соседей по переходу к рынку на Западе⁹;
- Потребность в значительных долгосрочных вложениях в инфраструктурные объекты, что обычно финансируется с помощью долгосрочных финансовых инструментов;
- Инновационные потребности российской экономики и проблема доступа к рисковому финансированию;
- Проблема низкой конкурентоспособности машиностроения при наличии потенциально качественной продукции, выпуск которой необходимо финансировать извне.

Наконец, фактор времени, потерянного за десятилетие кризиса переходного периода, заставляет искать способов обеспечения роста и углубления развития российской экономики. Фактически недостаточно активный инвестиционный процесс и явно замедленная модернизация являются достаточным основанием, чтобы рассмотреть перспективы развития финансового сектора при определенных предпосылках: два сценария институционального развития, на которые наложены два сценария макроэкономических условий (примерно соответствующих официальным прогнозам).

Оценка развития финансовых рынков на перспективу в переходной экономике составляет огромную проблему – строго говоря, слишком много переменных, слишком много критически важных институциональных факторов, воздействующих на процесс.

⁸ Financial Transition in Europe and Central Asia, World Bank, 2001, p.14.

⁹ См. «Переходный период: анализ и уроки первого десятилетия», Всемирный банк, М., «Весь мир», 2002.

Разумеется, невозможно создать замкнутую систему прогноза спроса и предложения инструментов финансового рынка по целому ряду причин:

- Нет сколько-нибудь надежной оценки институциональных (законодательных и регулировочных) параметров развития всех сторон финансовых рынков – «неопределенность законодателя»;
- До конца не ясна мотивировка поведения, принципов корпоративного управления российских собственников (и контролеров) – «неопределенность собственника»;
- Макроэкономические прогнозы оставляют высокую неопределенность темпов роста экономики; объем (длина рядов) и достоверность располагаемой информации о российских финансовых учреждениях оставляет желать лучшего – «неопределенность финансовых институтов»;
- Трудно учесть внешние экономические факторы развития страны и финансовых рынков, в особенности включая поведение инвесторов – «неопределенность иностранного инвестора»;
- Наконец неясно, с какой скоростью удастся создать доверие российского среднего класса к национальной финансовой системе – «неопределенность внутреннего инвестора».

Ниже в докладе рассмотрены основные тенденции развития, институциональные проблемы отдельных сегментов и инструментов финансового рынка России. В то же время существуют объективные ограничения на прогнозирование количественных параметров состояния отдельных инструментов или институтов на ближайшие годы. Сценарный подход позволяет четче различать вероятные результаты развития.

Финансовая система и экономический рост

Функции финансовых рынков могут быть описаны различным образом, но мы обратимся к Нобелевскому лауреату Дж. Стиглицу, который дал их перечисление в специальной работе по переходным экономикам в самом начале 90-х годов (в пересказе)¹⁰.

1. Передача ресурсов (капитала) от сберегающих агентов к заемщикам и инвесторам.
2. Агломерация капитала, поскольку проекты требуют больше капитала, чем может быть у одного или группы сберегающих агентов.
3. Отбор проектов.
4. Мониторинг использования средств по проекту.
5. Обеспечение выполнения контрактов (возврата).
6. Передача, разделение, агрегирование рисков.
7. Диверсификация рисков.

Можно считать давно признанным фактом наличие тесной связи между уровнем развития финансовой системы и интенсивностью экономического развития той или иной страны. Вместе с тем, характер этой связи до сих пор остается предметом дискуссий

¹⁰ Joseph Stiglitz “Financial Systems for Eastern Europe’s Emerging Democracies”, ICS press, San Francisco, Cal., US, 1993, p.9-10.

экономистов. Одна позиция (которая, по-видимому, впервые была четко сформулирована И.Шумпетером) исходит из активного влияния финансовых институтов на экономику за счет более эффективной трансформации сбережений в инвестиции. С другой стороны, многие влиятельные экономисты приписывают финансовой системе относительно пассивную роль, считая, что она лишь обслуживает возникающие потребности экономики в посреднических услугах. Например, Нобелевский лауреат Р.Лукас заявлял, что значение финансового сектора для экономического роста чрезвычайно переоценивается.

Важным продвижением в данной области стала недавняя серия исследований, проведенных экспертами Мирового банка (R.Levine, A.Demirguc-Kunt, V.Maksimovic et al.), где на широком материале эмпирически исследовалась связь между показателями финансовой системы и темпами экономического роста. При этом анализ влияния проводился на нескольких уровнях: путем сопоставления значений и динамики показателей по большим выборкам стран, отраслей и отдельных предприятий. Важное значение имеют также недавние публикации, рассматривающие взаимосвязь между развитием финансовой системы и институциональной средой (включая тип законодательной системы, ее ориентацию на обеспечение прав инвесторов, обеспечение контрактного права и т.д.). Эти работы убедительно показали, что показатели развития финансовой системы не просто коррелируют с долгосрочными темпами экономического роста, но что связь между ними носит устойчивый причинно-следственный характер. Кроме того, были получены новые важные данные относительно механизмов влияния финансовых институтов на экономику. Сравнительное значение различных механизмов определяет угол зрения, под которым целесообразно рассматривать перспективы развития финансовой системы в России.

Взгляд на эти механизмы во многом зависит от того, в терминах какой дисциплины обсуждается проблема. Так, в рамках теории экономического развития фундаментальное значение придается процессу накопления капитала. Как показывает мировой опыт, производственные инвестиции в сложившихся фирмах (на действующих предприятиях) в основном финансируются за счет собственных средств (прибыли и амортизационных отчислений)¹¹. Поскольку даже в наиболее развитых странах ведущая роль во внешнем финансировании инвестиций принадлежит банкам, финансовая система во многом отождествляется с банковской, а анализ сводится к обсуждению функционирования последней.

Сторонники «банковского» подхода считают, что их первостепенное значение определяется проведением банками целенаправленного анализа кредитуемого бизнеса и большими возможностями контролировать деятельность менеджеров. С другой стороны, ряд исследователей считают более важной частью финансовой системы рынки капитала. Эта точка зрения аргументируется важностью рынков как уникального источника общедоступных сигналов относительно инвестиционной привлекательности тех или иных отраслей или фирм. Эмпирически доказан значимый положительный вклад формируемых рынками оценок в повышение эффективности экономики.

¹¹ OECD Financial Sector review, Report #17554-LAC, May 27, 1998, p.33.

С точки зрения корпоративных финансов со времени классической работы Модильяни-Миллера принято считать, что различные способы финансирования равнозначны для фирмы (на эффективных рынках). Разумеется, это не выполняется даже для более развитых рыночных экономик при довольно жестких предпосылках¹². Что касается переходных экономик, то в них еще только формируются условия будущего более эффективного функционирования рынков. Фактические соотношения между ролью банков и рынков в разных странах лежат в весьма широких пределах.

В последнее время на первый план выходит «функциональный» подход, согласно которому важно не то, основывается ли посредничество на банках или рынках, а то, насколько хорошо существующая система обеспечивает выполнение своих фундаментальных функций:

- Обслуживание транзакций в экономике;
- Мобилизация сбережений;
- Распределение инвестиционных ресурсов;
- Обеспечение страхования, разделения и диверсификации рисков;
- Укрепление корпоративного контроля.

Подчеркивание значимости финансовых услуг не означает принижения роли финансовых институтов. На самом деле, в рамках данного подхода большое внимание уделяется взаимосвязи между институтами, рынками и инструментами в процессе посреднической деятельности. Повышение качества посреднических услуг в принципе может оказывать влияние на экономику за счет повышения нормы сбережений, активизации накопления основного капитала, и его более эффективного распределения (в частности, активизации инновационной деятельности). Следует, правда, иметь в виду, что знак некоторых из возникающих здесь эффектов с теоретической точки зрения неоднозначен. Скажем, наличие развитой финансовой системы по одним каналам положительно влияет на уровень сбережений в экономике, а по другим ведет к сокращению этого уровня, так что суммарный результат воздействия в общей форме остается неопределенным и требует дополнительного анализа.

Накопление капитала (даже при неизменном уровне сбережений) может увеличиваться благодаря тому, что разделение рисков (включая обеспечение ликвидности инвестированных ресурсов) и дополнительный контроль за использованием этих ресурсов менеджерами, снижают транзакционные издержки и, тем самым, стоимость капитала.

В ряде исследований¹³ было показано, что при анализе формирования инвестиций критически важно учитывать несовершенство финансовых рынков, результатом

¹² В этом состоит одно из проблем применения современной западной науки к переходной экономике – необходим сложный анализ условий применимости тех или иных постулатов и классических теорем к нашим условиям, в особенности с учетом слабости институциональной основы.

¹³ Fazzari S., Hubbard G., Petersen B., Financing constraints and corporate investment, Brooking Paper on Economic Activity, 19, 1988.

которого становится значительный разрыв между стоимостью внутренних и внешних источников накопления. Как известно, с теоретической точки зрения наличие собственных источников финансирования инвестиций не должно оказывать никакого воздействия на принятие инвестиционных решений. Однако это справедливо лишь для «исключительно идеализированной» ситуации, в которой все участники рынка имеют равный доступ к капиталу и ставки кредитования точно соответствуют инвестиционным рискам. В реальности доступ к кредитным ресурсам существенно варьирует по странам и секторам, в результате чего развитие многих отраслей критически зависит от доступа к источникам внешнего финансирования. В российских условиях доступ к кредиту остается весьма сегментированным. Эту проблему не решает и глобализация международных рынков капитала, чему имеется множество свидетельств: чрезвычайно сильная корреляция между уровнем сбережения и инвестиций в разных странах, значительная межстрановая дифференциация доходности инвестиций и т.д.

В секторах, где такой доступ ограничен, объем инвестиций существенно зависит от величины собственных ресурсов. В частности, наличие внешнего финансирования особенно важно для развития малого и венчурного бизнеса, где, как правило, сосредоточены потенциально наиболее перспективные, но высокорискованные инновационные проекты. Одним из важнейших результатов развития финансовой системы служит повышение доступности внешнего финансирования.

Исследование Мирового Банка по 87 странам по связи финансовой глубины (частный кредит как доля ВВП) и рыночной капитализации акций с уровнем душевого дохода показало прямую и устойчивую связь.¹⁴ При этом было установлено, что развитые финансовые рынки особенно важны для той экономики или тех секторов, которые особенно сильно нуждаются во внешнем финансировании, не имея достаточных собственных источников накопления. Применительно к России это касается, например, таких отраслей как машиностроение или сельское хозяйство. Состояние финансового посредничества, таким образом, может оказывать влияние не только на темпы роста экономики, но и на ее структуру. Сильная финансовая система обеспечивает равную возможность развития секторам, в которых собственные источники финансирования недостаточны. В частности, в этом случае существенно активизируется процесс выхода на рынок новых предприятий, что усиливает конкуренцию и тем самым вносит вклад в рост эффективности экономики.

Очевидно, что роль внешнего финансирования снижается в стационарных состояниях и резко возрастает, когда в структуре экономики по каким-то причинам (например, под действием внешних шоков) происходят существенные сдвиги. Это свидетельствует о важности внешнего финансирования в переходных экономиках. С другой стороны, разрыв между стоимостью внутренних и внешних источников финансирования во многом определяется институциональными факторами – такими как несимметричность информации которой располагают инсайдеры и инвесторы, соблюдение контрактного права и т.д. В России трансформационный процесс сопровождается, по-видимому, наиболее сильными структурными сдвигами, а институциональная среда

¹⁴ “Finance for Growth”, World Bank Policy Research Report, Washington, 2001, Figure 1, p.5.

неблагоприятна даже по сравнению с большинством других переходных экономик. Это определяет особую остроту проблемы внешнего финансирования в нашей стране.

Серия упомянутых исследований Мирового банка позволила эмпирически проверить гипотезы о возможных каналах влияния финансовой системы на экономику. Традиционный анализ ведется по индикаторам, которые используются для оценки степени развития финансовых систем в разных странах и их структурных особенностей. Эти показатели используются в данной работе и позволяют сопоставлять количественные показатели российской финансовой системы с другими странами, а также оценить возможный эффект дальнейшего развития финансового сектора в нашей стране:

Финансовое развитие. Определяется как сумма внутреннего кредита (в который не включается межбанковский кредит) и капитализации фондового рынка в процентах ВВП. Эта мера, таким образом, объединяет показатели развития банковской системы и рынка капитала.

Показатели ликвидности. Наибольшее распространение в этой категории получил показатель «финансовая глубина», который характеризует размеры финансово-посреднического сектора и определяется как его суммарные ликвидные пассивы (включая наличные и обязательства банковской системы и небанковских институтов) в процентах от ВВП. Как показывает Таблица 1.3 в наиболее богатых странах ликвидность составляет примерно две трети от годового дохода, тогда как в беднейших странах она равна лишь его четверти.

Финансовая активность. Этот показатель аналогичен предыдущему с той разницей, что вместо показателя капитализации используется оборот фондового рынка.

Кредитование частного сектора. Представляет собой кредит частному сектору в процентах от ВВП. Потенциальная важность данного показателя определяется тем, что он показывает в какой степени система обеспечивает трансформацию сбережений в частные инвестиции. За этим, как правило, должна стоять деятельность финансового сектора по отбору эффективных фирм и инвестиционных проектов, страхованию и разделению рисков и обеспечению транзакций.

Частное кредитование частного сектора. Данный показатель аналогичен предыдущему, с той разницей, что из него исключается кредит центрального банка. Таким образом, он в большей степени отражает деятельность именно посреднического сектора.

Доля частного сектора в кредитовании. Представляет собой долю кредитов, направляемых в частный сектор в общей величине внутреннего кредита. Показатель важен, поскольку, как показывает анализ, эффект кредитования частного и государственного сектора кардинально различается.

Роль коммерческих банков. Представляет собой соотношение между внутренним кредитом, предоставленным коммерческими банками и суммой внутреннего кредита

коммерческих банков и центрального банка. Можно ожидать, что коммерческие банки более эффективно отбирают инвестиционные проекты и диверсифицируют риски, поэтому более высокий уровень данного соотношения говорит о более развитой финансовой системе. В наиболее богатых странах данное соотношение превышает 90%, тогда как в беднейших оно близко к половине.

В некоторых исследованиях перечисленные переменные использовались в логарифмическом виде. Все перечисленные показатели существенно коррелированы с показателями экономического развития. Следующая таблица показывает величину корреляции основных характеристик финансовой системы с величиной душевого ВВП и различия этих характеристик по кварталам стран.

Таблица 3. Связь между характеристиками финансовой системы и величиной душевого ВВП (1985 г.)

	Группы стран с ВВП на душу:				Корреляция с душевым ВВП
	Высокий	Выше среднего	Ниже среднего	Низкий	
Финансовая глубина	67%	51%	39%	26%	0.51
Кредитование частного сектора	53%	31%	20%	13%	0.70
Роль коммерческих банков	91%	73%	57%	52%	0.58

Источник: R.Levine, Financial Development and Economic Growth. World Bank, Policy Research Paper №1678, 1996.

Необходимо осознавать достаточно большую условность введенных показателей, поскольку при их построении нередко агрегируются по существу разнородные элементы. Например, был получен результат, что увеличение на 1 процентный пункт капитализации фондового рынка (измеренной в % ВВП) эквивалентно с точки зрения влияния на рост финансово зависимых фирм увеличению внутреннего кредита лишь на 0.4 процентных пункта. Сравнительно более слабое влияние показателя капитализации можно объяснить тем, что его повышение само по себе еще не означает дополнительного финансирования инвестиций.

Главные общие выводы из эконометрического анализа данных для различных стран, отраслей и фирм можно сформулировать следующим образом.

- Развитие финансового сектора оказывает существенное положительное влияние на долгосрочные темпы экономического роста. Выявленная связь может интерпретироваться как причинно-следственная.
- Каналом такого положительного влияния служат увеличение инвестиций и повышение общей производительности факторов производства. Степень развития финансовой системы не оказывает значимого воздействия на уровень сбережений в экономике.
- Влияние на темпы экономического роста оказывает скорее общая степень развития, чем конкретная структура финансовой системы (характеризуемая соотношением ролей банков и рынков). Для той или иной конкретной страны, в зависимости от ее

особенностей, более благоприятной может оказаться «банковская» либо «рыночная» ориентация, которые могут развиваться последовательно.

Анализ показал, что среди рассматриваемых показателей финансового развития наиболее сильное влияние на рост оказывает «частный кредит частному сектору» и «финансовая активность». Вместе с тем, существенно и влияние других показателей (например, «финансовой активности»). Степень их возможного влияния на экономику России рассматривается ниже. Более детальный анализ обнаружил, что роль финансового сектора критически важна для развития в тех случаях, когда велика зависимость от внешних источников накопления. Этот вывод остается справедливым как на уровне стран в целом, так и на уровне отдельных отраслей. Тем самым подтверждается гипотеза, что ключевым механизмом позитивного действия посредников служит повышение доступности внешних источников накопления.

Сильная посредническая сфера обеспечивает равные условия для роста всех секторов, независимо от получаемого ими потока наличности, т.е. выравнивает стартовые условия, расширяя базу роста. Наличие эффективных посредников служит конкурентным преимуществом для секторов экономики, зависящих от внешнего финансирования (в частности, для новых предприятий). Финансовое развитие увеличивает приток капитала в такие сектора и повышает его «качество»: место торгового кредита, государственной поддержки и т.п. занимает банковский кредит либо привлечение ресурсов через финансовые рынки.

Применительно к России сказанное означает, что укрепление финансовой системы служит необходимой предпосылкой ухода от «сырьевой» модели развития и создания условий для расширения критически важного сектора динамично развивающихся малых и средних предприятий. Разумеется, высокая потребность во внешнем финансировании создает спрос на посреднические институты, тем самым стимулируя ее развитие¹⁵.

Отсутствие явной связи между структурой финансовой системы и ее эффективностью привели к дополнительным углубленным исследованиям, которые показывают, что вопрос о преимуществах определенной структуры должен формулироваться более конкретно: при каких условиях предпочтительной является банковская или рыночная посредническая система. С.Тадессе¹⁶ пришел к выводу, что эффективность финансовой архитектуры зависит от структуры экономики и ее институциональной среды. Конкретно, он обнаружил, что в странах с развитым посредническим сектором его «рыночная» ориентация положительно сказывается на росте, в странах же со слабой посреднической системой, напротив, положительно влияет на рост «банковская» ориентация. По мнению авторов исследования, в основе найденной зависимости лежит действие институциональных факторов: рынки могут продуктивно функционировать только там, где обеспечены высокая степень защиты собственности и исполнения законов. Выполнение этих условий стимулирует как развитие финансовой системы в

¹⁵ Rajan R., Zingales L., Financial dependence and growth. NBER Working Paper 5758, 1996.

¹⁶ Tadesse S. Financial architecture and economic performance: international evidence. William Davidson Working Paper 449, 2001.

целом, так и, в особенности, рынков капитала. Деятельность же банков относительно менее чувствительна к «качеству» институциональной среды. Иными словами, приведенные результаты подтверждают высказываемое многими экономистами соображение, что сильные банки имеют относительно большую возможность даже в условиях неблагоприятной институциональной среды собрать информацию о деятельности предприятий, проконтролировать использование ими средств и обеспечить исполнение контрактов. Данный вывод объясняет, почему на ранних стадиях перехода к рыночной экономике груз финансового посредничества ложится на банки. В дальнейшем страны с более развитой правовой базой и сильными рыночными институтами могут получить дополнительный импульс к развитию с помощью рынков капитала.

Была найдена также связь между финансовой архитектурой и структурой экономики. Оказалось, что банковская система имеет преимущества там, где преобладают мелкие фирмы, а рыночная система – там, где доминируют крупные предприятия. Именно они наиболее эффективно используют возможности, предоставляемые рынками капитала, размещая акции, выпуская облигации и т.д. Таким образом, по одним признакам (слабость контрактного права) в России более эффективными должны быть банки, по другим (высокая концентрация производства) – рынки. Это приводит к выводу о необходимости развивать оба основных направления финансовой системы. В логике развития намечается определенная последовательность – от банков к рынкам.

Межстрановые исследования показали также, что если в целом структура финансового сектора не имеет решающего значения, то наиболее быстро растущие страны, как правило, используют весь спектр финансовых инструментов¹⁷. Иными словами, решение задачи выхода нашей экономики на устойчиво высокие темпы экономического роста (не менее 5% в год) требует энергичного развития не одной части финансовой системы, а по возможности всех ее элементов.

Более важное различие чем для структуры финансовой системы было обнаружено для направления инвестирования. Один из выводов, полученных в цитированной выше работе Rajan, Zingales (1996) состоит в том, что инвестиции в государственный сектор оказывают не положительный, а отрицательный эффект на темпы роста экономики. Этот результат, однако, требует дополнительной проверки. Работы Мирового банка показывают, что нет четкой корреляции уровня государственных инвестиций с развитием – среди стран, которые тратят на эти цели более других, можно найти: Германию, Италию, Португалию, Чехию и Венгрию. Обычно считается, что это связано с такими факторами, как различия в начальном состоянии (количество и качество) физического капитала, размерах частных инвестиций в транспорт и естественные монополии в связи с реформой регулирования, размерами государственного сектора в целом, характера распределения населения.

¹⁷ Beck T., Demirguc-Kunt A., Maksimovic V., World Bank Policy Research Working Paper №2905, 2002.

Важной характеристикой зрелой финансовой системы является ее способность обеспечивать долгосрочные инвестиционные ресурсы. Как известно, недостаток «длинных денег» в пассивах и, соответственно, активах является одной из главных слабостей российской финансовой системы. Caprio, Demirguc-Kunt¹⁸ показали, что доля долгосрочного кредита в общих активах положительно влияет на развитие, увеличивая долю фирм, чей рост превышает темпы, достижимые за счет только собственных источников капитала. Готовность инвесторов предоставлять «длинные деньги» существенно зависит, с одной стороны, от степени макроэкономической стабильности, с другой стороны, от общих институциональных факторов.

Власти могут способствовать развитию долгосрочных инвестиций снижая связанные с ними риски – например, развивая залоговое право. Серьезное положительное воздействие на расширение долгосрочных инвестиций может оказать также введение накопительной пенсионной системы (при эффективном управлении ее ресурсами). Вместе с тем, попытки увеличить долгосрочное кредитование за счет прямого участия государства – например, путем его субсидирования – дают противоположный эффект. Увеличение доли долгосрочных кредитов в форме государственных субсидий не ускоряет, а замедляет рост производства.

Связь между развитием финансовой системы и общими рыночными институтами наиболее детально изучали Levine, Loayza, Beck¹⁹. Они показали, что критически важными условиями успешного развития посреднического сектора служат:

- Высокие стандарты финансовой прозрачности, обеспечиваемые за счет качественной бухгалтерской отчетности и эффективного надзора за ее надежностью;
- Нацеленность законодательства и регулирования на приоритетную защиту прав кредиторов при банкротстве, ликвидации предприятия и т.п.;
- Обеспечение соблюдения контрактов.

В частности, такая мера финансового развития как капитализация фондового рынка имеет высокую (0.39) и значимую положительную корреляцию с качеством финансовой отчетности, которое регулярно оценивается Центром международного финансового анализа и исследований²⁰.

Отметим еще эффект либерализации рынка капитала. Bekaert, Harvey, Lundblat²¹ пришли к выводу, что переход от полной закрытости внутреннего фондового рынка к его полному открытию для нерезидентов влечет за собой (при прочих равных условиях) повышение темпов экономического роста в течение следующих 5 лет в среднем на 1% в

¹⁸ Caprio G., Demirguc-Kunt A. The role of long term finance: theory and evidence. World Bank, 1997.

¹⁹ Beck T., Levine R., Loayza N. Finance and the Sources of Growth. Journal of Financial Economics, 58(1), 2000.

²⁰ Rajan R., Zingales L., Financial dependence and growth. NBER Working Paper 5758, 1996.

²¹ Bekaert G., Harvey C., Lundblat C. Does financial liberalization spur growth? World Bank, 2002.

год. Соответственно, частичное увеличение открытости имеет пропорционально меньший эффект (например, увеличение доли доступных для иностранцев акций на 50% от общего их числа вызывает дополнительный рост на 0.5% в год на пятилетнем отрезке). Правда, такая либерализация несколько снижает стабильность экономики, что особенно опасно при существенных институциональных слабостях.

Опыт исследований, особенно выполненных международными финансовыми организациями, указывает на большую роль развитого, сбалансированного, институционально зрелого и достаточно либерального финансового сектора для ускорения роста экономики. Вряд ли существуют простые формулы успеха, но в принципе направления действия достаточно ясны и состоят в поисках гармоничного развития финансового сектора, переходе от опоры на банковский сектор к обеспечению условий развития финансовых рынков.

Международные сопоставления

Прежде чем обратиться к российской экономике и ее финансовому сектору, необходимо представить себе о каких собственно порядках величин идет речь применительно к мировым финансовым рынкам. Напомним, что мировой ВВП по оценкам МВФ равен в 2002 году 32 триллионам долларов по текущим курсам валют и 48,9 триллионам США по паритетам покупательной способности²². Чистый объем выпуска международных долговых ценных бумаг (то есть без внутренних выпусков) вырос в мире с 1994 по 2000 г. в пять раз: с 251 до 1246 млрд. долларов. Заимствования корпораций выросли за то же время с 13,5 до 181,1 млрд. долларов, что ближе к интересующему нас вопросу о внешнем финансировании накопления и возможном притоке капитала²³.

Расчеты Мирового банка показывают значительное снижение притока портфельных инвестиций в развивающиеся и переходные страны в 2000-2001 годы. Практически прекратился рост притока прямых инвестиций. Оценки ПРООН от 24 октября 2002 г. (по 85 странам за первую половину года) предсказывают снижение общего мирового потока прямых инвестиций в этом году на 27% до 534 млрд. долларов. Хотя снижение в страны с переходной экономикой ожидается незначительное, конкуренция за инвестиции усиливается, несмотря на возобновление экономического роста в мире. В этом отношении положение России в сфере притока прямых инвестиций остается без изменений²⁴. Оценка МВФ общего объема инвестиций глобальных инвестиционных фондов в 2001 году достигла всего 108 млрд. долларов, что указывает на значительную потенциальную конкуренцию за эти инвестиции²⁵.

²² На долю США приходится 10,5 триллиона, т.е. 21,4% по паритетам или 32,7% по текущим курсам. См. World Economic Outlook, IMF, September 2002, Statistical Appendix, Table A and 1, pp.158 and 168.

²³ См. Н.А.Раннева в «Социально-экономическая эффективность: опыт США», М., «Наука», 2002, стр. 92.

²⁴ Л.Григорьев «Трансформация без иностранного капитала: 10 лет спустя.» – «Вопросы экономики», № 6, 2001, стр.15-35.

²⁵ Global Financial Stability Report, IMF, June 2002, p.48.

Рассмотрим теперь, как можно охарактеризовать российскую финансовую систему, основываясь на введенных показателях. Для сравнения будем сравнивать показатели для России с показателями по другим развитым, развивающимся и переходным странами из выборки Мирового банка. Данные, приведенные в таблице 1.4 показывают, что формально в России сравнительно высока доля внешнего финансирования. В принципе это может свидетельствовать как о большой потребности во внешнем капитале, так и о доступности внешнего финансирования. Учитывая уровень развития нашей финансовой системы, можно сделать выбор в пользу первого варианта. Тем самым данные говорят о повышенной зависимости развития нашей экономики от «качества» посреднической системы.

В России исключительно слабо развиты оба главных «цивилизованных» способа привлечения капитала: на банковские кредиты и выпуск акций приходится вместе 3,6% всего финансирования, или в 7 раз меньше чем в среднем по выборке Мирового банка. Соответственно необычно велика доля «прочих» источников, включающая бюджетное финансирование, торговый кредит и т.д. Российский рынок корпоративных облигаций продемонстрировал в 2001 году 75%-ный рост и сохраняет поступательное развитие, хотя его объем (около 2,5 млрд долл на конец 1 полугодия) пока что на два порядка меньше объема рынка акций.

Таблица 4. Межстрановые сравнения структуры финансирования инвестиций в основной капитал (Россия – 2001 г., другие страны – 1995-1999 гг.)

	Внешнее финансирование всего	Банковский кредит	Выпуск акций	Прочее
Россия	49.7	3.5	0.1	46.1
Среднее по выборке Мирового банка	41.0	19.0	5.5	16.5
Аргентина	42.9	30.1	2.5	10.3
Болгария	25.3	6.4	1.4	17.5
Бразилия	54.1	25.6	5.5	23.0
Чехия	26.9	10.2	0.8	15.9
Венгрия	34.8	15.1	6.0	13.7
Германия	47.4	14.3	19.9	13.2
Индонезия	20.5	16.1	0.0	4.4
Мексика	39.3	10.8	4.4	24.1
Малайзия	57.6	16.3	10.9	30.4
Польша	58.3	13.2	30.5	14.6
Румыния	24.0	10.3	2.4	11.3

Турция	42.2	20.9	8.3	13.0
Украина	24.0	6.4	2.2	15.4
США	46.5	20.3	3.0	23.2

Используя оценки влияния частного кредита частного сектора, полученные в работе Beck, Levine, Loayza²⁶ на основе межстрановых соотношений, мы можем определить ожидаемое воздействие улучшения показателей финансового развития, которое произошло за 2001 г. (в предположении, что он будет сохраняться). При прочих равных условиях это улучшение должно вызвать повышение темпов роста на 0,6% в год. Положение России среди других стран довольно точно определяется показателем соотношения размера финансового сектора и ВВП²⁷. Сумма выпущенных облигаций, коммерческих бумаг, банковских депозитов и рыночной капитализации к ВВП составляла в России менее 25% (1998 г.). Для сравнения в странах ОЭСР самое низкое отношение относится, строго говоря, к развивающейся Мексике (более 50%). Даже в Испании, которая стала развивать финансовые рынки сравнительно недавно, этот показатель почти достигает 150%. Мы практически не включаем в анализ срочные инструменты и деривативы, поскольку их роль в российской экономике пока совершенно незаметна.

При этом российский рынок акций, даже после длительного подъема, представляется недокапитализированным, по крайней мере в сравнении с развитыми рынками. Так, в процентах от ВВП капитализация российского рынка акций на конец 2001 года составляла около 26%, тогда как капитализация рынка акций еврозоны равнялась 66,1% ВВП, в США - 128,7% ВВП, в Японии - 73,9% ВВП (на конец 2000 г.)²⁸. Однако участники рынка не теряют оптимизма в отношении дальнейшего роста в среднесрочном и долгосрочном плане. Основания для этого есть, учитывая неравномерность роста капитализации рынка акций в 2001 – 2002 гг. (в основном он был обеспечен за счет резкого рывка нескольких крупных компаний): можно надеяться, что по мере «подтягивания» компаний второго и третьего эшелона будет происходить дальнейший рост фондового рынка. В частности, положительную роль должно сыграть повышение уровня корпоративной культуры, прозрачности компаний, принятие ими индивидуальных кодексов корпоративного управления.

Таблица 5. Отношение цена/чистая прибыль, (Price/Earnings ratio), 2002

Страна	Показатель Р/Е	Компания, РФ 27 мая 2007	Показатель Р/Е
Тайвань	21,7	-	
Аргентина	18,1	-	

²⁶ Beck T., Levine R., Loayza N. Finance and the sources of growth. Journal of Financial Economics, 58(1), 2000.

²⁷ S.Kawalec and K.Kluza "Challenges of Financial System Development in Transition Economies" in "Financial Transition in Europe and Central Asia", World Bank, 2001, Figure 4.1 and 4.2, pp.31-32.

²⁸ Долженкова Л., Родзинский Ю. «Три года безналичного евро. Ретроспективный взгляд». "Рынок Ценных Бумаг", №24 за 2001 год.

Филиппины	17,8	-	
Малайзия	17,1	-	
Чили	15,3	-	
Таиланд	13,3	-	
Польша	13	-	
Китай	13	-	
Мексика	12,7	-	
«Развивающиеся рынки»	11,9	Сибнефть	11,7
Индия	10,9	РАО ЕЭС	11,6
Южная Корея	10,9	ЮКОС	9,6
Чехия	9,3	Лукойл	9,4
Россия	8	Сургутнефтегаз	9,1
Бразилия	7	Газпром	6,5
Индонезия	6,9	Сбербанк	4,2

Источник: JP Morgan, CSFB, Hermitage Capital Management

Значительной проблемой российских бирж остается доминирование либо нефтяных компаний, либо естественных монополий (РАО ЕЭС и Газпрома, Ростелекома). Последнее ставит рост курсов акций в зависимость от тарифной политики правительства, планов реструктуризации естественных монополий²⁹.

По суммарному объему торгов и другим показателям ликвидности наш рынок далеко отстает от ведущих биржевых центров, причем не только американских (оборот NASDAQ в 2001 г. – 11 трлн. долл. США, NYSE – 10,5 трлн. долларов), но и европейских (см. табл. 1.6).

Таблица 6. Ведущие европейские биржи в 2001 году

Место	Биржа	Общий оборот, млрд USD	Капитализация, млрд USD
1	London	4 550,5	2 149,5
2	Euronext	3 179,8	1 843,5
3	Italy	1 558,9	527,4
4	Deutsche Borse	1 439,9	1 071,7
5	Madrid	842,2	468,2
6	Stockholm	386,7	236,5
7	Barcelona	366,7	---
8	SWX Swiss Exchange	327,0	527,4
9	Virt-x	264,6	---
10	Bilbao	240,4	---

²⁹ См. L.Grigoriev, L.Valitova “Two Russian Stock Exchanges: Analysis of Relationships”/Russian Economic Trends, Blackwell, v.11, 2002, #3 July, pp.44-53.

11	Helsinki	181,6	190,5
12	Istanbul	78,3	47,1
13	Copenhagen	72,4	85,1
14	Oslo	62,4	69,5
15	Valencia	41,1	---
16	Athens	37,7	84,8
17	ММББ + РТС	28,4	80,0
18	Lisbon	27,6	46,3
19	Irish	22,7	75,3

Для стран с доминированием ФПГ характерна более высокая емкость долгового рынка по сравнению с «либеральными» экономиками. Так, соотношение внутреннего частного секьюритизированного долга и ВВП для стран с «чаебольной ориентацией» Южной Кореи составляет 0,43, а для Малайзии – 0,54. В более либеральных странах с англосаксонским влиянием это соотношение составляет: для Бразилии - 0,08, для Гонконга – 0,15, Южной Африки, Индии и Сингапура – 0,05, Чехии – 0,11, Венгрии – 0,02³⁰.

Таблица 7. Распределение сбережений домохозяйств по типам активов (%)

Актив Страна	Наличные +депозиты	Облигации + Акции	Акции и открытых (UCITS)	Страховые пенсионные накопления
Бельгия	30%	46%	15%	12%
Финляндия	39%	50%	4%	8%
Франция	40%	12%	15%	33%
Германия	39%	22%	10%	29%
Италия	21%	47%	21%	11%
Испания	34%	39%	16%	11%
Швеция	19%	29%	20%	32%
Великобритания	21%	18%	4%	57%

Источник: сайт FEFSI

Несмотря на неудобство соединения акций и облигаций в одну категорию, таблица дает интересный материал для размышлений (табл. 1.7). В частности, несмотря на давнюю историю инвестиционных фондов в Великобритании, их популярность среди населения совсем невысока (4%). И наоборот, такие страны, как Италия и Швеция, сравнительно недавно начавшие развивать у себя эти институты, демонстрируют очень высокий интерес домохозяйств к ИФ – около 20% от всех сбережений.

Международные сравнения показывают тот путь, который еще предстоит пройти российской финансовой системе, чтобы приблизиться к медианным показателям для стран с переходной экономикой. Для оценки того влияния, которое могла бы оказывать растущая финансовая сфера на рост, следует не упускать из виду то обстоятельство, что уровень накопления в России, уровень сбережений и

³⁰ Рассчитано по данным: World Bank и Bank for International Settlements.

потребность в обновлении физического капитала оказались - по меньшей мере - в тяжелом несоответствии. Настало время для решения принципиального вопроса – продолжаем ли мы взирать на естественные процессы формирования финансовой системы или хотим найти способы ускорения развития.

Выводы и предложения.

С точки зрения выбора по-прежнему во многом зависит от комплексности подходов законодателя. В частности, опуская многие аспекты развития финансовых рынков, выделим две-три наиболее крупные, которые создают наибольшую неопределенность при прогнозировании финансовых рынков. К ним относится способ ускоренного развития банковской системы, решения проблемы будущего государственных и региональных банков. Вторая такая проблема – это развитие пенсионной реформы, в частности ДПО как приписка социального страхования или как мощный двигатель в развитии рынка акций и облигаций. То же относится к развитию страхования и инвестиционных фондов. Наконец, огромной важности выбор предстоит сделать в области развития долгосрочных долговых инструментов для целей финансирования крупных объектов в условиях высоких коммерческих рисков: гарантии, выпуск их банками (германская модель) или другими институтами (американская модель).

Ряд общих целей не вызывает сомнений уже на данной стадии:

- Меры по укреплению контрактной дисциплины;
- Укрепление корпоративного управления;
- Расширение роли деловой и профессиональной этики в жизни делового и особенно финансового сообщества, особенно в контексте процессов интернационализации бизнеса;
- Укрепление пруденциального надзора как в банковском секторе, так и в остальных отраслях;
- Создание условий и соблюдение правил конкуренции;
- Открытие финансовых рынков для иностранной конкуренции в ходе переговорного процесса о вступлении в ВТО;
- Создание системы информации для клиентов, прозрачности состояния кредитно-финансовых учреждений, с учетом асимметрии информации у инвесторов, посредников и эмитентов (включая проблему инсайдерской информации).

Существует достаточно апробированный набор конкретных мер, который охватывает все или часть отраслей сектора:

- Переход на международные стандарты бухгалтерской отчетности;
- Повышение обязательных требований по собственному капиталу всех типов финансовых учреждений;
- Создание «кредитных бюро», а также системы хранения информации о финансовых работниках и предпринимателях (испанский опыт – в коммерческих палатах);
- Развитие системы кредитных союзов как системы для малых сбережений с низкими рисками и транзакционными издержками;

- Введение страхования депозитов в банковской системе (пороговой или выборочной).

В то же время ряд проблем остаются нерешенными, в том числе по историческим и по концептуальным причинам. Например, обращаясь к материалам по банковской системе, отметим, что «...даже имеющийся капитал далеко не всегда отражает реальные вложения. В ряде случаев уставный капитал банков увеличивается искусственно, что не приводит к адекватному росту реально работающих банковских активов.»³¹ Можно выделить несколько проблем - к ним относятся, например:

- Низкая прозрачность отношений собственности в финансовых институтах (высокая доля офшорной собственности);
- Высокая степень аффилированности собственников и должников институтов (карманные банки и др.);
- Низкий уровень доверия клиентов (населения) к большинству институтов российской финансовой системы;
- Роль вывоза сбережений как метода распределения рисков,
- Спорные способы капитализации банков и других предприятий сектора;
- Существенное смещение срочности предоставляемых кредитов в сторону короткой части шкалы;
- Низкая ликвидность и мощность российских бирж;
- Низкий интерес предприятий к листингу своих акций на российских биржах, высокая доля заграничной торговли акциями.

Среди проблем, проявившихся в Докладе, остро стоит вопрос о соответствии спроса и предложения финансовых инструментов для выполнения требований действующих законов по качеству инструментов. Существует на данный момент серьезная проблема расхождения в будущем предложения (низкого) федеральных ценных бумаг при поддержании профицита и законодательного требования по вложению средств пенсионной системы в государственные бумаги. Внутри проблемы сбалансированного развития финансовых рынков образовалась подсистема, которая должна быть сбалансирована по закону. В частности, возможно, необходимо перейти от первоначального обязательного вложения пенсионных (страховых) средств в государственные бумаги к обратной последовательности: сначала в иностранные бумаги – с постепенным ужесточением требований по вложению в российские бумаги.

Предлагаемые меры по решению данных и иных проблем, указываемых в Докладе, оказываются иногда практическими, иногда концептуальными. Они не могут исчерпать мировой опыт или все возможные разветвления в развитии финансовых рынков. К наиболее крупным и значимым можно отнести:

- Введение полного раскрытия (и учета) индивидуальной собственности на финансовые учреждения вплоть до конечных физических лиц (с проверкой выполнения требований законов МАПа о концентрации);

³¹ Банковская реформа: стратегии и механизмы. Центр Развития, ноябрь 2002.

- Усовершенствование законов о банкротстве, с повышением «очереди» кредиторов (особенно фондированных) при банкротствах;
- Реализовать концепцию центрального депозитария или взаимосвязанной системы депозитариев с тем, чтобы исключить нарушения (или подозрения о возможных нарушениях) прав собственности;
- Снятие в законе об «Акционерных обществах» правила о (25%+1) акции как блокирующего пакета с целью сокращения размера контрольного пакета и размыва акций, повышения их выхода на биржу;
- Введение обязательного предварительного (одновременного) листинга российских компаний на российских биржах при любых зарубежных выпусках АДР, ГДР и облигационных займах;
- Введение льготного налогообложения прибылей при их вложении в обычные (привилегированные) акции финансовых институтов;
- Меры налоговой амнистии для представителей среднего класса, направленные на легализацию сбережений и вложение этих средств в банки и инвестиционные ценные бумаги;
- Комплекс мер по развитию венчурного капитала. Меры по облегчению налогообложения наукоемкого бизнеса, по созданию условий для развития венчурных фондов ;
- Учет испанского опыта – организация и стимулирование индивидуальных вложений в акции естественных монополий, а также средств пенсионных и страховых фондов;
- Создания более долгосрочной программы развития региональных (отраслевых) внутренних облигаций для крупных инфраструктурных объектов национального значения;
- Массовая переоценка собственности – недвижимости (развитие залоговой системы и ипотечных бумаг);
- Применение аргентинского опыта: раскрытие информации о кредитах и обязательный выпуск банками субординированных котирующихся облигаций для рыночного контроля;
- Создание системы прогнозирования, мониторинга, развития и общего регулирования финансовых рынков;
- Наконец, в связи с затруднительным (и, видимо, преждевременным) характером изменения существующей разнородной системы государственного контроля над сегментами рынка предлагается использовать испанский опыт создания Координационного комитета в Правительстве из представителей всех органов надзора, действующим в увязке с долгосрочной стратегией развития рынков и контроля над финансовыми институтами.

Никакой набор отдельных важных мер и развитие «частичного» законодательства не может заменить единую программу. Как уже отмечалось: «Необходимо проведение активной государственной политики, направленной на становление емкого и эффективного рынка ценных бумаг, являющимся качественным инвестиционным

механизмом»³². Предлагается подготовка, обсуждение с заинтересованными сторонами и принятие на правительственном уровне в течение 2003 года «Программы реформирования финансовых учреждений и развития финансовых рынков», которая охватывала бы все сегменты рынков и инструменты, с началом реализации в 2004–2005 годах. От решения узких юридических проблем, которые создают проблемы сегодня, настало время перейти к стратегическим подходам. Такая Программа должна была бы ответить на концептуальные вопросы, которые неоднократно ставились в 90-ых годах, но так и не нашли свое решения:

1. Либеральная или закрытая система собственности и контроля, которые иначе могут именоваться, соответственно, англо-саксонской или азиатской (чебольной);
2. Соотношение и разделение ролей между развитием банков и финансовых рынков – вопрос о гармоничности развития;
3. Будущее развитие государственных банков, в частности вопрос об их эволюции (в частности Сбербанка), поскольку они все более играют роль банков развития;
4. Единство законодательства и комплексность (сбалансированность) развития различных сегментов рынка и типов инструментов и финансовых институтов;
5. Определение системы целей и мер в области формирования доверия к контрактной системе, надежности сберегательных учреждений;
6. Определение долгосрочной политики инвестирования в финансовые институты, аккумулирующие сбережения основной массы населения: Сбербанк, пенсионные и частные страховые фонды;
7. Определение отношения законодателя к желательной роли иностранных финансовых институтов на российском рынке в контексте ВТО;
8. Определение отношения законодателя к роли западных финансовых рынков (банки и биржи вне страны) в финансировании российского бизнеса;
9. Определение подходов к долгосрочному развитию частного (добровольного) пенсионного обеспечения как ключевому вопросу формирования финансовых рынков и реорганизации системы сбережений в стране;
10. Выработка подходов к созданию невырожденной матрицы финансовых инструментов по типам и срочности, деривативов;
11. Обеспечение достаточной дробности надежных финансовых инструментов с низкими транзакционными издержками выпуска для индивидуального владения гражданами;
12. Определение методов внешнего финансирования долгосрочных крупных (коммерчески рискованных) проектов, возможного участия государства в этом процессе (энергетика, транспорт и т.п.) и роль специализированных финансовых инструментов;
13. Роль законодательства о банкротстве: защита фирм от финансовых потрясений или способ перераспределения собственности;
14. Роль саморегулирующихся организаций и дополнении органов государственного контроля в поддержании стабильности на финансовых рынках;

³² Проект «Программы развития рынка ценных бумаг России до 2010 года», Экспертный институт и др., М., 2001, стр. 4.

15. Определить темпы и содержание перехода на МСФО, углубление внутреннего и внешнего аудита и контроля над финансовыми институтами в интересах как собственно вкладчиков, так и устойчивости финансовой системы;
16. Определить цели и индикаторы развития сегментов рынка, методы и средства достижения, мониторинг и корректировку;
17. Создать Координационный комитет из представителей контрольных (надзорных) ведомств для выработки и осуществления единой политики и контроля над различными сегментами финансовых рынков;
18. Определить необходимость органа, ответственного за общее развитие и регулирование финансовых рынков с точки зрения развития.