

Б.Б.Рубцов

Эволюция институтов финансового рынка и развитие экономики

(опубликовано в коллективной монографии «Финансовые институты и экономическое развитие» - М.: ИМЭМО РАН, 2006)

Бурное развитие финансовых рынков в двух последних десятилетиях XX в. способствовало росту интереса научного сообщества к вопросам роли финансовой системы¹ в экономике, механизмам ее воздействия на экономический рост, причинам отличий в уровнях развития финансовых систем и их структуре в разных странах.

В специальной экономической литературе для обозначения двух основных видов финансовых систем (рынков), используются различные термины: "финансовая система, основанная на банках" (bank based financial system) и "финансовая система, основанная на рынке ценных бумаг" (market based financial system); "рынки, основанные на тесных взаимоотношениях" (relationship-based financial markets) и "финансовые рынки прямого доступа" (arm's length financial markets)², или, коротко, "банковская" и "рыночная".

Еще два-три десятилетия назад финансовые системы развитых стран довольно точно можно было разделить на эти два вида: "банковские" - страны континентальной Европы и Япония и "рыночные" -

¹ Под финансовой системой в данной работе понимается система экономических отношений и институтов, связанных с перераспределением денежных накоплений между кредиторами и заемщиками (в макроэкономическом значении этих терминов, т.е. между экономическими субъектами, у которых возникают свободные денежные средства, и экономическими субъектами, которые испытывают потребность в денежных средствах). Именно в этом значении используется термин financial system в англоязычной литературе. Например, такой авторитетный исследователь, как Раймон Голдсмит, определяет финансовую систему (используя термин financial structure) как совокупность финансовых инструментов, рынков и институтов (Goldsmith R. *Financial Structure and Development*, Yale University Press, New Haven, 1969). Необходимо отметить, что в отечественной литературе под финансовой системой иногда понимают нечто иное, в частности, совокупность государственных финансов, и финансов частных предприятий (См. Финансово-кредитный энциклопедический словарь. М.: Финансы и статистика, 2002, с.1022-1023).

² Близкие, хотя и более широкие, понятия "рейнский капитализм" и "англо-американский капитализм". См., например, Альбер М. Капитализм против капитализма. Пер. с фр. М.: «Экономическая школа», Санкт-Петербургский Университет экономики и финансов, Высшая школа экономики. Санкт-Петербург, 1998.

Великобритания, США и другие англо-саксонские страны. За 1990-е годы во многих европейских странах произошли изменения, которые делают это деление устаревшим: их финансовые системы стали значительно более "рыночными". Тем не менее, отличия все еще сохраняются, как и существует обширнейшая литература о сравнительных преимуществах той или иной системы.

Роль финансовой системы в экономическом развитии

О благотворном влиянии финансовой системы на экономику писали многие известные экономисты и политические деятели. Александр Гамильтон в 1781 г. отмечал, что "банки - самые замечательные механизмы, когда-либо появившиеся на земле" из тех, что внесли свой вклад в экономическое развитие¹. О положительном воздействии финансовых институтов на народное хозяйство писали Уолтер Бэйджхот² и Йозеф Шумпетер³. Нобелевский лауреат Мертон Миллер отмечал, что "[мысль] о том, что финансовые рынки вносят свой вклад в экономический рост слишком очевидна, чтобы она стоила серьезного обсуждения"⁴.

О большой роли финансовой системы в экономическом развитии писали такие известные авторы, как Е.Шоу, Р.Голдсмит, Р.Маккиннон и др.⁵.

С другой стороны, было немало и тех, кто ставил под сомнение значимость финансового сектора. Президент США Джон Эдамс в 1819 г.

¹ "banks were the happiest engines that ever were invented". Цит. по: Levine R., Loayza N., Beck T. Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes//World Bank. Mimeo (www.worldbank.org)

² Bagehot W. Lombard Street. Homewood, IL: Richard D. Irwin, 1873 (1962 Edition).

³ Schumpeter J. A. Theorie der Wirtschaftlichen Entwicklung. Leipzig: Dunker & Humblot, 1912 [The Theory of Economic Development, 1912, translated by R. Opie. Cambridge, MA: Harvard University Press, 1934.]

⁴Цит по: Levin R. FINANCE AND GROWTH: THEORY AND EVIDENCE//Working Paper 10766. September 2004. NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH. P.1 (www.nber.org)

⁵Gurley J. G, Shaw E. S. Financial Aspects of Economic Development// American Economic Review, №45, 1955; Goldsmith R. W. Financial Structure and Development. New Haven, CT: Yale University Press, 1969; McKinnon R. I. Money and Capital in Economic Development, Washington, DC: Brookings Institution, 1973.

утверждал, что банки наносят вред "морали, спокойствию и даже благосостоянию" наций.¹

Проблемы структуры финансовой системы просто не обсуждаются в работах основоположников "экономики роста" (development economics), включая нескольких нобелевских лауреатов (В.Леонтьев, Я. Тинберген, С.Кузнец). Другой нобелевский лауреат, Роберт Лукас, говорил о явно преувеличенной оценке влияния финансовой системы на экономическое развитие. Джоан Робинсон утверждала, что финансовая система производна от реальной экономики и что сам экономический рост создает спрос на финансовые услуги ("where enterprise leads, finance follows").² Финансовая система не влияет на экономический рост, она лишь реагирует на потребности "реального" сектора.

Следует, все же, отметить, что и раньше большинство экономистов придерживалось первой точки зрения, причем в последнем двадцатилетии XX в. произошел кардинальный поворот в данной области и в настоящее время важность финансового сектора для экономического роста не подвергается сомнению. В последние два десятилетия XX в. появилась масса работ, в которых под разным углом зрения рассматривалась роль финансовой системы в экономическом развитии.

В начале XX в. Йозеф Шумпетер³ подчеркивал положительное влияние банков на уровень и темпы роста национального дохода за счет направления средств на реализацию наиболее эффективных проектов. Он отмечал, что банки играют ключевую роль в экономическом развитии благодаря тому, что они определяют, какие фирмы получают финансовые ресурсы общества - сбережения. По его мнению, банковский сектор влияет на экономический рост посредством воздействия на распределение сбережений, а не путем влияния на норму сбережения. Таким образом,

¹ Цит. по: Levine R., Loayza N., Beck T. Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes//World Bank. Mimeo (www.worldbank.org)

² Robinson J. "The Generalization of the General Theory", в работе The Rate of Interest and Other Essays, London: MacMillan, 1952, p. 86. Цит по: Levin R. FINANCE AND GROWTH: THEORY AND EVIDENCE//Working Paper 10766. September 2004. NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH. P.1 (www.nber.org)

³ Schumpeter J. A.Theorie der Wirtschaftlichen Entwicklung. Leipzig: Dunker & Humblot [The Theory of Economic Development, 1912, translated by R. Opie. Cambridge, MA: Harvard University Press, 1934.]

Шумпетер при взгляде на финансы и экономическое развитие подчеркивал влияние банков на рост производительности труда и технологические изменения. Между тем, значительное число авторов, занимающихся проблемами развития, исходит из того, что накопление - важнейший фактор экономического роста. Соответственно, с их точки зрения, банки могут влиять на экономический рост преимущественно через увеличение нормы сбережения и привлечение иностранного капитала.

Наиболее заметное влияние на развитие исследований проблемы "финансовая система и экономическое развитие" оказала работа Раймона Голдсмита 1969 г.¹ Изучив данные по банковскому сектору 35 стран в период между 1860 г. 1963 г., Р. Голдсмит сделал вывод о том, что в долгосрочной перспективе наблюдается параллелизм в экономическом и финансовом развитии и что во многих случаях (хотя имеются и исключения) более высокие темпы роста экономики сопровождаются одновременно более высокими темпами финансового развития.

Однако Голдсмит не пытался ответить на вопрос о причинно-следственной связи между ними: является ли развитие финансовой системы предпосылкой для ускоренного экономического роста. Голдсмит также, вероятно, из-за отсутствия данных о рынках ценных бумаг, не рассматривал различия в структуре финансовой системы и их влияние на экономический рост.

В работе коллектива американских авторов² рассмотрена историческая связь между развитием банков и ранними стадиями индустриализации в Англии (1750-1844), Шотландии (1750-1845), Франции (1800-1870), Бельгии (1800-1875), Германии (1815-1870), России (1860-1914) и Японии (1868-1914).

Р.Маккиннон в часто цитируемой работе 1973 г. рассмотрел связь между финансовой системой и экономическим развитием в Аргентине,

¹ GOLDSMITH R. *Financial Structure and Development*, Yale University Press, New Haven, 1969.

² Cameron R., Crisp O., Patrick H. T., Tilly R. *Banking in the Early Stages of Industrialization: A Study in Comparative Economic History*, New York: Oxford University Press, 1967.

Бразилии, Германии, Индонезии, Корее, Тайване и Чили после Второй мировой войны¹.

В последних двух исследованиях авторы тщательно проанализировали эволюцию политической и юридической, с одной стороны, и промышленной и финансовой систем, с другой. В целом выводы указанных авторов однозначны: хотя финансовая система развивается в связи с потребностями нефинансовых предприятий, хорошо функционирующая финансовая система в определенных случаях и в определенные исторические периоды заметно подстегивала экономический рост.

Указанные работы положили начало многочисленным исследованиям, которые велись по следующим направлениям: 1) каналы воздействия финансовой системы на экономический рост (т.е. каким образом и за счет чего финансовая система влияет на экономическое развитие), 2) какие модели финансовой системы (банковские или основанные на рынках ценных бумаг) более эффективны, 3) что определяет уровень развития финансового сектора.

Исследования проводились на примере уже значительно более представительной выборки стран и с использованием современных эконометрических методов.

В целом ряде исследований, в которых рассматривалась экономическая динамика в связи с развитием финансовых институтов за разные исторические периоды² было установлено, что в регионах (будь то города, страны или штаты), в которых возникла более сложная и эффективная финансовая система, оказались впоследствии лидерами и в экономическом развитии.

¹ McKinnon R. I. Money and Capital in Economic Development, Washington, DC: Brookings Institution, 1973.

² Levine R. Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which is Better?// *Journal of Financial Intermediation*, Vol. XI (February), 2002; North D. *Institutions, Institutional Change, and Economic Performance*, Cambridge, U.K.: Cambridge University Press, 1990; Neal L. D. *The Rise of Financial Capitalism: International Capital Markets in the Age of Reason*, Cambridge, U.K.: Cambridge University Press, 1990; Rousseau P. L., Sylla R. Financial System, Economic Growth, and Globalization// National Bureau of Economic Research Working Paper No. 8323 June, 2001; Peter L. Rousseau HISTORICAL PERSPECTIVES ON FINANCIAL DEVELOPMENT AND ECONOMIC GROWTH //NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH Working Paper 9333 November 2002 (www.nber.org)

Используя данные о дерегулировании банков в США в 1972-1991 гг. как показатель своеобразного толчка в финансовом развитии, Джит Джаяратне и Филип Страхан¹ пришли к заключению, что темпы роста ВВП отдельных штатов выросли от 0,51 до 1,19 процентных пункта после дерегулирования.

В 1989 г. А.Гельб², также указал на корреляцию показателей финансового развития и экономического роста.

Рагурам Раджан и Луиджи Зингалез³ утверждают, что развитые финансовые рынки в первую очередь способствует развитию тех фирм и отраслей, которые особенно зависимы от внешнего финансирования. Они исследовали большое количество отраслей в разных странах для того, чтобы удостовериться, что отрасли, которые более зависимы от внешних источников финансирования, развиваются относительно быстрее в странах, которые имеют более развитый финансовый сектор. Проведенный регрессионный анализ взаимосвязей дал положительный ответ на данный вопрос.

Результаты их работы также позволяют сделать вывод о том, что высокий уровень развития финансовой системы особенно способствует развитию новых фирм, и что развитие финансовых рынков и институтов значительно ускоряет рост наукоемких отраслей, таких как вычислительная техника и фармацевтика, которым необходимо долгосрочное внешнее финансирование. Причем в первую очередь этому содействует рынок акций.

П.Руссо и Р.Силла обнаружили подтверждение "теории первичности финансового развития" (finance led growth) в 17 странах начиная с XVII в.⁴

¹ Jayaratne J., Strahan P. E. The Finance-Growth Nexus: Evidence from Bank Branch Deregulation// Quarterly Journal of Economics, №111, 1996, pp. 639-670.

² Gelb A. Financial policies, growth and efficiency, Working paper no. 421, 1989 The World Bank, Washington, DC

³ Rajan R. G., Zingales L. Financial Dependence and Growth // *American Economic Review* Nr. 88, June 1998, pp. 559-586

⁴ Rousseau P. L., Sylla R. Emerging Financial Markets and Early U.S. Growth// National Bureau of Economic Research Working Paper No. 7448, 1999; Rousseau P. L., Sylla R. Financial System, Economic Growth, and Globalization// National Bureau of Economic Research Working Paper No. 8323, 2001; Rousseau P.L. HISTORICAL PERSPECTIVES ON FINANCIAL DEVELOPMENT AND ECONOMIC GROWTH // NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH Working Paper 9333 November 2002 (www.nber.org)

Анализ экономического развития Голландии в 1600-1794 гг., Англии 1700-1850 гг., США в 1790-1850 гг. и Японии в 1880-1913 гг. привел авторов к выводу о том, что именно появление финансовых инструментов, институтов и финансовых рынков сыграло главную роль в развитии торговли и индустриализации. В частности, исследуя "период мейдзи" в Японии (1868-1884 гг.), Руссо, используя разнообразные методы VAR, заключает, что финансовый сектор сыграл важнейшую роль в бурном экономическом развитии Японии до Первой мировой войны.

В начале 1990-х Р.Кинг и Р.Левин опубликовали работу, явившуюся по сути продолжением исследования Голдсмита¹. Они рассмотрели индикаторы финансового развития 77 стран за период 1960-1989 гг., дополнив их рядом показателей, и попытались ответить на вопрос о том, может ли уровень финансового развития предсказать будущие темпы экономического роста, накопления капитала и роста производительности труда.

Показатели финансового развития, которые они включили в свое исследование:

Финансовая глубина (DEPTH) - отношение ликвидных пассивов финансовых посредников (наличные деньги и депозиты кредитных институтов) к ВВП.

Доля частных банков в кредитах (BANK) - отношение кредитов коммерческих банков к общей сумме кредитов плюс активов центрального банка.

Кредит частному бизнесу (PRIVATE) - отношение кредита частному бизнесу по отношению к общей величине кредита (исключая межбанковский);

Отношение кредитов частным предприятиям к ВВП (PRIVY).

Среди показателей роста Кинг и Левин выбрали темпы роста реального (в постоянных ценах) ВВП по душе населения, темпы роста основного капитала на душу населения и темпы роста производительности труда.

¹ King R. G., Levine R. Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right// Quarterly Journal of Economics, №108, 1993.

Они построили 12 уравнений регрессии по 77 странам, нейтрализуя другие переменные, которые могут оказывать влияние на экономический рост (душевой доход, уровень образования, политическая стабильность, фискальная и денежно-кредитная политика). Они рассчитали значимые коэффициенты во всех 12 регрессиях, которые подтверждали сильную связь между каждым из 4 показателей финансового развития и тремя показателями роста.

Для ответа на вопрос о причинно-следственной связи между финансовым и экономическим развитием авторы попытались ответить на вопрос о том, как уровень финансовой глубины в 1960 г. позволяет прогнозировать темпы роста, накопления капитала и производительности труда в последующие 30 лет. Построенные ими уравнения регрессии свидетельствуют о высокой прогностичности показателя финансовой глубины. Так, полученные коэффициенты позволяют предполагать, что если бы в Боливии в 1960 г. финансовая глубина была не 10% , а средняя для того времени по развивающимся странам в 23%, то страна в последующие 30 лет развивалась бы на 0,4% быстрее, а реальный ВВП на душу населения был бы в 1990 г. на 13% выше¹.

Недостатком этой работы явилось использование данных только по банкам. Это исследование не позволило ответить и на вопрос о том, какие именно характеристики финансовой системы - самые важные для экономического роста: размер, эффективность, конкурентоспособность, регулирование банков, роль небанковских финансовых институтов, размер и ликвидность рынков акций и облигаций, права акционеров и кредиторов и пр. Также не ясно, каков механизм передачи импульсов из финансового сектора в реальный и ускоряет ли более эффективная финансовая система экономический рост преимущественно за счет более высокого уровня инвестиций или за счет направления инвестиций в наиболее производительные отрасли и предприятия.

¹ Levin R. FINANCE AND GROWTH: THEORY AND EVIDENCE//Working Paper 10766. September 2004. NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH. P.43 (www.nber.org)

В последующем в других работах (тех же и иных авторов) появились и другие показатели финансового развития (капитализация/ВВП, ликвидность рынка акций (оборот/капитализация рынка акций и др.)¹.

Так, Р.Левин (совместно с Сарой Зервос)² провели анлогичное исследование, в котором выявлялась роль рынка акций в экономическом развитии. Они исследовали различные показатели рынка акций (капитализация/ВВП, оборот/капитализация и др.) по 42 странам за период 1976-1993 гг.

Авторы установили, что первоначальный уровень ликвидности рынка акций (оборот/капитализация), наряду с первоначальным уровнем развития кредитной системы (банковский кредит частному сектору/ВВП) имеют значительную положительную корреляцию с будущими темпами экономического роста, накопления капитала и роста производительности труда в течение следующих 18 лет. Опять же, для устранения прочих внешних факторов (первоначальный уровень дохода, уровень образования, инфляция, государственные расходы, политическая стабильность и пр.) в модель вводились соответствующие поправки.

Левин и Зервос утверждают, что связь между рынками акций, банками и ростом проявляется наиболее сильно через рост производительности, а не накопление капитала.

Они также обнаружили, что размер рынка акций (капитализация/ВВП) слабо коррелирует с темпами роста ВВП и производительности и накопления капитала. Действительно, получение листинга на национальной бирже совсем не обязательно приводит к лучшему распределению ресурсов.

¹ См. например, Levine R., Zervos S. Stock Markets, Banks, and Economic Growth// *American Economic Review*, 1998, №88; RAJAN R.G., ZINGALES L. Financial dependence and growth// *American Economic Review*, №88(3), 1998; Demirgüç-Kunt A., Maksimovic V. Funding Growth in Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Evidence from Firm Level Data, mimeo, 2000 (www.worldbank.org); Demirguc-Kunt A., Levine R. BANK-BASED AND MARKET-BASED FINANCIAL SYSTEMS: CROSS-COUNTRY COMPARISONS. World Bank, mimeo; Levin R. FINANCE AND GROWTH: THEORY AND EVIDENCE//Working Paper 10766. September 2004. NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH. (www.nber.org).

² Levine R. and Zervos S. Stock Markets, Banks, and Economic Growth// *American Economic Review*, №88, 1998.

Т.Бек, Р.Левин и Н.Лоайза попытались ответить на вопрос о том, на что именно оказывает воздействие финансовый сектор¹. В частности, они исследовали влияние развития финансовых посредников на норму сбережения, инвестиции и производительность труда. Они использовали данные по 63 странам за период 1960-1995 гг.

Их исследования не подтвердили наличия устойчивой связи между развитием финансовых посредников, с одной стороны, и инвестициями и нормой сбережения частного сектора, с другой. Однако они обнаружили статистически значимую связь между развитием финансовых посредников и ростом реального ВВП на душу населения и производительностью труда.

Иными словами, эти результаты совпадают со взглядом Й.Шумпетера на финансовое развитие, который считал, что финансовые посредники подстегивают рост, прежде всего стимулируя повышение общей производительности труда (TFP - total factor productivity).

Т.Бек, А.Демиргуч-Кунт и Р.Левин создали базу данных о финансовых системах 150 стран² за период 1960-1995 гг., которая позволила исследовать их эволюцию за три с половиной десятилетия. Они показали, что банки, небанковские финансовые посредники (страховые компании, пенсионные фонды, финансовые компании, инвестиционные фонды и пр.), а также рынки акций более развиты и эффективны в более богатых странах и что по мере роста богатства той или иной страны растет и ее финансовая система. Еще один вывод: по мере того как страны становятся богаче, рынки акций становятся более активными и эффективными по сравнению с рынками банковских кредитов. Финансовые системы имеют тенденцию (хотя и не без исключений) становиться более "рыночными" (т.е. больше ориентироваться на рынок ценных бумаг) по мере роста благосостояния в той или иной стране.

¹ Beck T., Levine R., Loayza N. Finance and the Sources of Growth// *Journal of Financial Economics*. Nr. 58, 2000, pp. 261-300.

² Beck T., Demirgüç-Kunt A., Levine R. A New Database on Financial Development and Structure// *World Bank Economic Review*, №14, 2000.

Р.Раджан и Л.Зингалез¹ показали, что в странах с развитой финансовой системой отрасли, испытывающие большую потребность в привлеченных средствах, растут относительно быстрее, чем другие отрасли. И, наоборот, в странах со слабыми финансовыми системами, такие отрасли развиваются медленнее, чем другие.

Используя данные по отдельным компаниям, А.Демиргуч-Кунт и В.Максимович² показали, что компании растут более быстрыми темпами в тех странах, где легче получить внешнее финансирование. В целом эти работы демонстрируют положительную связь между финансовым и экономическим развитием.

Теоретическая база исследований, посвященных роли финансовой системы в экономическом развитии

Работы 90-х годов, посвященные роли финансовой системы в экономическом развитии, опираются на новую теорию экономического роста, информационную экономику, неоинституционализм и поведенческую экономику, которые позволили по-новому взглянуть на роль банков и рынков ценных бумаг как источников финансирования и улучшить знания о функционировании финансовых институтов на микроуровне. Эти теории опровергали ряд постулатов неоклассической доктрины.

Неоклассическая теория исходит из безфрикционных и эффективных рынков, населенных рациональными и разобщенными агентами (участниками).

Новая теория экономического роста (эндогенная теория роста) основывается на работах П.Ромера и Р.Лукаса³. Она появилась во второй

¹ Rajan R. G., Zingales L. Financial Dependence and Growth// *American Economic Review* Nr. 88, June 1998, pp. 559-586

² Demirgüç-Kunt A., Maksimovic V. Stock Market Development and Firm Financing Choices//World Bank Economic Review, 1996 №10, pp. 341-370.

³ Romer P. Increasing Returns and Long Run Growth //Journal of Political Economy, 1986, Vol. 94, pp. 1002 - 1037; Lucas R. E. On the Mechanics of Economic Development// Journal of Monetary Economics, 1988, Vol. 22, pp. 3 - 42.

половине 1980-х годов и оказала определяющее влияние на развитие исследований в различных отраслях экономики в следующем десятилетии.

Новая теория экономического роста в центр внимания ставит НТП, который, в отличие от неоклассической теории, рассматривается как эндогенный фактор.

Еще одной теоретической основой научных изысканий стала "информационная экономика" (economics of information)¹, которая в настоящее время рассматривается по крайней мере как равнозначная неоклассической теории рынка капиталов.

"Неоинституционализм" *New Institutional Economics*, концентрируется на транзакционных издержках, налогах и прочих фрикциях. "Поведенческая экономика" *Behavioral Economics*, исходит из нерационального поведения неинформированных агентов. В отличие от неоклассической, эти теории уделяют важное внимание специфическим рыночным фрикциям (трениям). Они также исходят из важности институциональной структуры рынка.

В неоклассической теории институты "не имеют значения" в том смысле, что равновесные цены и распределение ресурсов не зависят от конкретных институциональных структур. До тех пор, пока рынки остаются эффективными и безфрикционными, можно использовать практически любую финансовую систему.

Критикуя неоклассическую теорию, сторонники как неоинституционализма, так и поведенческой экономики строят модели финансовой системы, показывая, как появление рыночных фрикций и отклонений от рационального поведения может привести к серьезному нарушению ценового равновесия и распределения ресурсов.

Суть информационной экономики выражается в следующем. Различные виды информационных, транзакционных и прочих издержек, связанные с отличиями в юридических, регулятивных и налоговых

¹ Основополагающие работы этого направления: Akerlof G.A. The Market for "Lemons": Qualitative Uncertainty and the Market Mechanism// Quarterly Journal of Economics, 1970, Vol. 84, pp. 488 - 500; Jensen, M.C., Meckling W.H. //Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure// Journal of Financial Economics, 1976, Vol. 3, p.305 - 360; Stiglitz J.E., Weiss A. Credit Rationing in Markets with Imperfect Information// AER, 1981, Vol. 81, pp. 393 - 410

системах, привели к появлению разнообразных финансовых контрактов, рынков и посредников в разных странах и в различные исторические периоды.

Финансовые системы позволяют преодолевать рыночные трения благодаря влиянию на пространственное и временное распределение ресурсов между экономическими агентами¹. Например, появление банков, которые облегчают получение информации о компаниях и их управляющих (менеджерах), очевидно, изменяет распределение кредитных ресурсов (сбережений).

Аналогично, наличие финансовых контрактов, которые обеспечивают инвесторам уверенность в том, что заемщики вернут их деньги с процентами, отражается на том, как владельцы сбережений распорядятся ими.

Еще один пример. Наличие ликвидных рынков акций и облигаций добавляет уверенности инвесторам, поскольку они позволяют им, в случае необходимости, быстро превратить свои инвестиции в наличные с минимальными потерями в стоимости. А это, в свою очередь, также отражается на распределении накоплений и увеличивает долю ресурсов, направляемых на накопление и, соответственно, инвестиции.

Финансовые посредники снижают издержки, связанные с определением наиболее эффективных объектов инвестирования, осуществлением корпоративного контроля, управлением рисками и мобилизацией ресурсов. Теория также гласит, что, предоставляя эти услуги, финансовые посредники так воздействуют на решения хозяйствующих субъектов, связанные с накоплением и инвестированием, что оказывают непосредственное влияние на темпы роста экономики в долгосрочной перспективе.

Новая теория финансов, основанная на информационной экономике, исходит из асимметричного распределения информации между

¹ Merton R. C., Bodie Z. A Conceptual Framework for Analyzing the Financial Environment In: the Global Financial System: A Functional Perspective, Eds: D. B. Crane, et al., Boston, MA: Harvard Business School Press, 1995. Цит. по: Levin R. FINANCE AND GROWTH: THEORY AND EVIDENCE//Working Paper 10766. September 2004. NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH. P.1 (www.nber.org)

кредитором и заемщиком. Асимметричность информации порождает т.наз проблемы морального риска и отрицательного выбора (moral hazard, adverse selection problems). Их суть состоит в том, что любая финансовая сделка несет для кредитора риск того, что заемщик может действовать в ущерб интересам кредитора. Это приводит к тому, что финансовая сделка окажется не обоюдовыгодной, а будет отвечать интересам, прежде всего, именно заемщика¹.

В этой связи организация финансирования превращается в важную проблему и поэтому используются различные механизмы финансирования, которые по-разному решают проблему морального риска и отрицательного выбора.

Функции финансовой системы

Роль финансовой системы в экономическом развитии вытекает из выполняемых ею функций.

Существуют различные классификации функций финансовой системы. Росс Левин (Университет Миннесоты, США) выделяет 5 функций финансовой системы:

- 1) Информационная (предоставление информации о возможных инвестициях и распределении капитала.
- 2) контроля и мониторинга (осуществление контроля за инвестициями и менеджерами после предоставления финансирования).
- 3) управления рисками (снижение, диверсификация и управление рисками).
- 4) аккумуляции сбережений (мобилизация сбережений экономических субъектов).

¹ Классическая дискуссия по данному вопросу см. Akerlof G.A. The Market for "Lemons": Qualitative Uncertainty and the Market Mechanism// Quarterly Journal of Economics, 1970, Vol. 84, pp. 488 - 500; Stiglitz J.E., Weiss A. Credit Rationing in Markets with Imperfect Information// American Economic Review, 1981, Vol. 81, pp. 393 - 410. На русском языке проблема освещается в работе: Чиркова Е.В. Действуют ли менеджеры в интересах акционеров? Корпоративные финансы в условиях неопределенности. М.: ЗАО «ОЛИМП-БИЗНЕС», 1999.

5) снижения издержек обращения (облегчает обмен товарами и услугами)¹.

Хотя все финансовые системы выполняют эти функции, существуют большие различия того, насколько эффективно они это делают.

Информационная функция

Финансовые посредники могут уменьшить стоимость получения и обработки информации, что, тем самым, способствует лучшему распределению ресурсов. Без финансовых посредников инвесторы были бы вынуждены нести большие затраты, связанные с оценкой фирм, менеджеров и экономических условий инвестирования.

Облегчая получение этой информации, финансовые посредники могут содействовать ускорению экономического роста. Финансовые посредники способствуют наиболее эффективному распределению ресурсов, находя наиболее прибыльные бизнес-проекты.

Аналогично финансовая система может способствовать ускорению НТП, направляя ресурсы наиболее инновационным компаниям. Как отмечал Й.Шумпетер в упоминавшейся работе 1912 г., "банкир... не просто посредник, он дает возможность внедрять инновации отдельным индивидуумам в интересах общества"².

Развитые рынки акций также могут улучшать распространение информации о компаниях.

Функция контроля и мониторинга

Корпоративное управление (corporate governance) играет очень важную роль для понимания экономического роста в целом и места финансовых факторов, в частности. Способность лиц, предоставляющих фирмам капитал, эффективно отслеживать процесс его использования, влияет на принятие решений как о сбережении, так и распределении ресурсов. От того, насколько эффективно акционеры и кредиторы контролируют фирмы и заставляют менеджеров максимизировать

¹ Levin R. FINANCE AND GROWTH: THEORY AND EVIDENCE//Working Paper 10766. September 2004. NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH. P.5 (www.nber.org)

² Цит. по: Levin R. FINANCE AND GROWTH: THEORY AND EVIDENCE//Working Paper 10766. September 2004. NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH. P.9 (www.nber.org)

стоимость компании, зависит эффективность распределения ресурсов и желание сберегателей использовать свои накопления для финансирования производства и инноваций. Таким образом, эффективность корпоративного управления оказывает непосредственное влияние на показатели компании и, соответственно, на темпы роста.

О том, как тот или иной тип финансовой системы влияет на корпоративное управление, написано огромное количество работ, причем оценки прямо противоположные (см. ниже).

Функция управления рисками

Финансовые системы могут снижать риски, связанные с отдельными проектами, фирмами, отраслями, регионами, странами и т.п. Банки, институты коллективного инвестирования, рынок ценных бумаг - все они предоставляют инструменты для управления рисками. Способность финансовой системы предоставлять механизмы снижения и управления рисками может оказывать влияние на темпы роста экономики за счет изменения направлений финансовых потоков и воздействия на норму сбережения.

Базовый принцип здесь прост. Рискованные проекты более прибыльны, чем проекты с низким уровнем риска. Очевидно и стремление инвесторов выбирать наиболее надежные проекты. Поэтому финансовые системы, которые облегчают инвесторам диверсификацию рисков, способствуют притоку средств в проекты с высокой нормой прибыли (а это, как правило, проекты, связанные с новыми технологиями).

Финансовые системы позволяют осуществлять диверсификацию рисков во времени. Если брать теоретические исследования, то они в данном случае касаются в основном роли банков. Финансовые посредники обеспечивают выравнивание нормы прибыли (уровня доходности) за длительный период (более низкая во время бума, но зато и более высокая в период спада)¹.

¹ Allen F., Gale D. Financial Markets, Intermediaries, and Intertemporal Smoothing?//Journal of Political Economy, №105, 1997. Цит. по: Levin R. FINANCE AND GROWTH: THEORY AND EVIDENCE//Working Paper 10766. September 2004. NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH. P.16 (www.nber.org)

Еще одним видом риска является риск ликвидности, т.е. риск того, насколько быстро и с какими потерями участники рынка могут превратить те или иные финансовые инструменты в наличные деньги.

Связь между ликвидностью и экономическим ростом следующая. Многие высокорентабельные в будущем, наукоемкие проекты требуют долгосрочных вложений капитала с длительным сроком окупаемости. Однако сберегатели неохотно расстаются с деньгами, если они не уверены в том, что в случае необходимости их нельзя будет вернуть обратно досрочно. Поэтому, если финансовая система не обеспечивает достаточной ликвидности инструментам долгосрочного инвестирования, в эти проекты будет направляться меньше средств.

Некоторые авторы считают, что промышленная революция в Европе стала возможной благодаря тому, что до нее произошла финансовая революция, которая привела к появлению банков и рынков ценных бумаг¹.

Функция аккумуляции сбережений

Мобилизация сбережений - процесс, связанный с транзакционными издержками, вызванными их привлечением от большого числа физических и юридических лиц - сберегателей и преодоления информационной асимметрии (инвесторы должны чувствовать себя уверенно, передавая контроль над своими сбережениями финансовым посредникам). Не случайно большая часть одной из наиболее известных книг, посвященных развитию инвестиционного банковского дела в США², посвящена описанию разнообразных трудностей в привлечении капитала в XIX и начале XX вв.

Чем лучше финансовая система справляется с задачей аккумуляции сбережений и превращения их в инвестиции, тем более успешно развивается экономика, и тем выше темпы экономического роста в стране.

В известной работе Уолтера Бэйджхота "Ломбард Стрит" отмечается, что основным отличием Англии от более бедных стран являлось то, что в ней финансовая система была способна мобилизовать

¹ Hicks J. A Theory of Economic History, Oxford: Clarendon Press, 1969, p.143-145.

² Carosso V. Investment Banking in America, Cambridge, MA: Harvard University Press, 1970.

финансовые средства для реализации крупномасштабных проектов¹. Бэйджхот подчеркивал, что важна не столько норма сбережения, сколько именно способность объединения сбережений и направления их в наиболее эффективные проекты.

Функция снижения издержек обращения

Финансовая система, снижающая издержки обращения (транзакционные издержки), может способствовать разделению труда (большей специализации), техническим инновациям и росту. Как известно, еще Адам Смит во второй половине XVIII в. показал, что разделение труда - главный фактор роста его производительности. Смит также отмечал, что сами деньги, благодаря снижению издержек обращения, способствуют росту специализации, тем самым ускоряя технический прогресс.

Все большая специализация требует совершения все большего обмена товарами. Каждая товарообменная сделка сопряжена с некоторыми издержками. Финансовые системы, которые позволяют снизить издержки обращения, также способствуют росту специализации. Таким образом, рынки, которые способствуют обмену, также способствуют и росту производительности труда.

Р.Мертон и З. Боди выделяют 6 основных функций финансовой системы: а) платежно-расчетная; б) объединение ресурсов и выделение долей в предприятии; в) временное, межотраслевое и межстрановое перераспределение экономических ресурсов; г) управление риском; д) информационная (предоставление информации о ценах); е) преодоление или смягчение проблем, связанных с информационной асимметрией.

При этом финансовая система не может выполнять эти функции, если она не выполняет главную из них. Р.Мертон и З.Боди считают, что главной функцией является временное, межотраслевое и межстрановое перераспределение экономических ресурсов². Этот подход в целом соответствует принятому и в отечественной литературе.

¹ Bagehot W. Lombard Street. Homewood, IL: Richard D. Irwin, 1873 (1962 Edition). Цит. по: Levin R. FINANCE AND GROWTH: THEORY AND EVIDENCE//Working Paper 10766. September 2004. NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH. P.23 (www.nber.org)

² Merton R.C., Bodie Z. A Conceptual Framework for Analyzing the Financial Environment В работе : Crane, D. B. (ed.) The global financial system: a functional perspective, Boston, 1995, p. 5.

О выполнении данной функции лучше всего говорят следующие индикаторы:

- наличные деньги плюс депозиты до востребования и срочные депозиты банковских и небанковских финансовых посредников по отношению к ВВП (т.наз. показатель финансовой глубины);

- отношение банковского кредита частным предприятиям к ВВП ;

- отношение внутреннего кредита, предоставленного депозитными банками, к внутреннему кредиту, предоставленного всеми банками страны (включая центральный банк);

- отношение требований к частным нефинансовым компаниям к общей величине внутреннего кредита .

Первые два показателя характеризуют уровень перераспределения ресурсов с помощью банковской системы. Первый характеризует перемещение ресурсов из нефинансового в финансовый (банковский) сектор, второй - наоборот.

Результаты регрессионного анализа, проведенные по этим двум показателям по разным странам, свидетельствуют: чем большая доля ресурсов перераспределяется через банковскую систему, тем выше душевые показатели роста. Та же зависимость между уровнем развития рынка акций и душевыми показателями роста.

Два других показателя говорят о том, кто выступает получателем ресурсов из банковской системы (частный или государственный сектор), а также кто именно осуществляет перераспределение ресурсов и в какой пропорции (коммерческие банки/центральный банк).

Эта дифференциация с точки зрения кредитора и должника предполагает, что перераспределение ресурсов оказывает разное воздействие на рост. Поэтому связь между развитием финансовой системы и экономическим ростом нужно уточнить следующим образом:

Чем большая доля ресурсов перераспределяется банковской системой в частный сектор по сравнению с государственным, тем выше рост душевых доходов.

При этом следует отметить, что данный вывод не является универсальным. Он не подтверждается для отдельных периодов и для отдельных стран (регионов). В соответствии с теорией, получившей широкое распространение в 1970-е годы и гласящей, что препятствием экономического роста является находящаяся под государственным контролем финансовая система, в отношении развивающихся стран рецепт состоял в ее либерализации. Однако реальный опыт показал, что либерализация часто не приводила к ускорению роста, а, наоборот, заканчивалась финансовым кризисом, спадом и/или возобновлением инфляции¹. Корреляционный анализ показателей латиноамериканских стран, проводивших либерализацию своих финансовых систем в 1970-1980-е годы, показал отрицательную корреляцию между уровнем развития финансовой системы и экономическим развитием.

Показатели развития финансовой системы и их эволюция

Наиболее распространенными показателями, характеризующими степень развитости финансовой системы, являются показатели соотношения депозитов, внутреннего кредита, капитализации акций, задолженности по облигациям с величиной ВВП² (см. табл.1). Эти соотношения в целом хорошо улавливают уровень развития финансовых систем и в настоящее время являются стандартами в экономической литературе.

Наиболее глубокое исследование эволюции показателей финансовой системы в XX в. предприняли Р.Раджан и Л.Зингалез³.

¹ Классические примеры даны в работе Diaz-Alejandro C. Good-Bye Financial Repression, Hello Financial Crash// Journal of Development Economics, 1985, Vol. 19, pp. 1- 24.

² King, R. G., Levine R.. Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right// Quarterly Journal of Economics, №108, 1993; Demirgüç-Kunt A. Maksimovic V. Law, Finance, and Firm Growth// Journal of Finance, № 53, 1998; Levine R., Zervos S. Stock Markets, Banks, and Economic Growth// American Economic Review, №88, 1998; Rajan R. G., Zingales L. Financial Dependence and Growth// *American Economic Review* Nr. 88, June 1998; Rajan R., Zingales L. THE GREAT REVERSALS: THE POLITICS OF FINANCIAL DEVELOPMENT IN THE 20th CENTURY// OECD, ECONOMICS DEPARTMENT WORKING PAPERS NO. 265. ECO/WKP(2000)38 и др.

³ Rajan R., Zingales L. THE GREAT REVERSALS: THE POLITICS OF FINANCIAL DEVELOPMENT IN THE 20th CENTURY// OECD, ECONOMICS DEPARTMENT WORKING PAPERS NO. 265. ECO/WKP(2000)38

В качестве показателя степени развития банковского сектора авторы использовали отношение депозитов (коммерческих и сберегательных банков) к ВВП. Этот показатель учитывает только пассивы, не затрагивая активы. Последнее может быть важно. Например, традиционно у немецких банков по сравнению с английскими бóльшая часть активов была помещена в коммерческие ссуды. Таким образом, отношение депозитов к ВВП не в полной мере отражает значение, которое имеют немецкие банки на кредитном рынке. Однако, несмотря на этот недостаток, у этого показателя есть главное достоинство: он доступен по большинству стран и его можно определить за длительные исторические периоды¹.

В качестве показателя роли рынка ценных бумаг авторы использовали отношение капитализации к ВВП, соотношение между эмиссией акций и валовыми инвестициями (Gross Fixed Capital Formation) и количество листинговых компаний на миллион жителей.

При этом Раджан и Зингалез обращают внимание на некоторую условность цифр, приводимых в исследованиях, отражающих историческую динамику. Очень часто в старых статистических источниках отсутствуют отдельные данные об акциях и облигациях. Показатели объема выпущенных бумаг (securities outstanding) зачастую включают и акции, и облигации, причем не только корпоративные, но и государственные. Даже в Великобритании, наиболее развитом рынке в начале XX в., объединение акций и корпоративных облигаций, как отмечают Р.Раджан и Л.Зингалез², встречается сплошь и рядом. Суммирование данных по акциям и корпоративным облигациям обусловлено сходством этих инструментов в тот период времени. Во-первых, тогда значительно шире, чем в настоящее время, использовались привилегированные акции, по которым выплачивался фиксированный дивиденд. Кроме того, по обыкновенным акциям выплачивались высокие дивиденды, что делало их похожими на облигации³. Одним из последствий высокого уровня дивидендных выплат являлось то, что большая часть акций продавалась по цене, близкой к номиналу. Во многих странах цены акций котировались в процентах к номиналу. Поэтому даже с точки зрения инвестора облигации и акции рассматривались как близкие субституты, в

¹ Rajan R., Zingales L. THE GREAT REVERSALS: THE POLITICS OF FINANCIAL DEVELOPMENT IN THE 20th CENTURY// OECD, ECONOMICS DEPARTMENT WORKING PAPERS NO. 265 ECO/WKP(2000)38 (www.oecd.org)

² Rajan R., Zingales L. THE GREAT REVERSALS: THE POLITICS OF FINANCIAL DEVELOPMENT IN THE 20th CENTURY// OECD, ECONOMICS DEPARTMENT WORKING PAPERS NO. 265. P.10 ECO/WKP(2000)38 (www.oecd.org)

³ Это подтверждают и данные американского исследователя Брайана Тэйлора, которые свидетельствуют о том, что в XIX в. дивидендная доходность акций была примерно равна их общей доходности и соответствовала доходности облигаций. Так, первая составляла 5,3%, вторая - 5,9%, доходность облигаций - 5,9%. Stocks, Bills, Bonds and Inflation. Total International Investment Returns 1694 - 1995. Global Financial Data. <http://www.globalfindata.com>

чем убеждает чтение инвестиционных рекомендаций того времени в *Review of Financial Reviews* (британском аналоге Barrons)¹.

Исследование Раджана и Зингалеза показало, что вне зависимости от способа измерения, средний уровень финансового развития в 1913 г. был достаточно высок по сравнению с 1990 г., или даже 1999 г.

Средняя величина депозитов по отношению к ВВП в 1913 г. близка к показателю 1980 г. Причем это верно не только в среднем, но и по большинству стран. Единственное исключение - Япония, где депозиты составляли только 19% в 1913 г., а в 1999 г. равнялись 111% (табл.2).

Выпуск акций имел относительно большее значение как источник финансирования частных предприятий в 1913 г., чем в 1990 г. почти во всех странах, по которым имелись данные (табл.3).

В большинстве стран в 1913 г. было больше листинговых компаний на миллион жителей, чем в 1980 г. И лишь в конце 1990-х годов в результате бурного развития рынка уровень 1913 г. был превзойден. Разница в отдельных случаях удивительна. Так, в 1980 г. количество компаний на миллион человек населения в Германии было в два раза ниже, чем в 1913 г., в Италии в три раза, в Австрии в пять раз (табл.4).

То же самое можно сказать и об относительной величине рынков акций. В большинстве стран величина рынков акций относительно ВВП в 1913 г. была больше, чем в 1980 г. Только в конце 1990-х они превзошли уровень 1913 г. (табл.5)

Хотя в целом богатейшие страны в 1913 г. имели развитую финансовую систему, уровень ее развития заметно отличался. Уровень экономического развития только частично может служить объяснением этих отличий. Так, величина ВВП на душу населения в Аргентине в то время была такой же, как в Германии или Франции, однако величина депозитов по отношению к ВВП - лишь 2/3 от уровня этих стран². Аналогично, ВВП на душу населения Аргентины в 1913 г. был в три раза

¹ Rajan R., Zingales L. THE GREAT REVERSALS: THE POLITICS OF FINANCIAL DEVELOPMENT IN THE 20th CENTURY// OECD, ECONOMICS DEPARTMENT WORKING PAPERS NO. 265. P.10 ECO/WKP(2000)38 (www.oecd.org)

² Все же здесь нельзя согласиться с авторами: ВВП на душу населения не всегда свидетельствует об уровне экономического развития, а лишь об уровне богатства.

выше, чем в Японии, однако относительная величина рынка акций - 1/3 японского.

В 1913 г. значение эмиссии акций, как источника финансирования, было более высоким во Франции, Бельгии и России, чем в США. По этому показателю некоторые континентальные европейские страны выглядят не менее развитыми, чем США в тот период. Тот же вывод подтверждают и данные о капитализации.

Высокую капитализацию имела Великобритания, однако близкие значения были в Бельгии, Франции, Германии и Швеции, они опережали США. Снова абсолютное противопоставление континентальной Европы, с одной стороны, и США с Великобританией, с другой, в этом плане "не работает". Фактически, это противопоставление может проводиться только для периода после Второй мировой войны.

Комплексная оценка уровня финансового развития группы развитых стран (с учетом всех показателей, табл.6) позволила авторам сделать вывод о том, что **в целом в 1999 г. этот уровень был таким же, как и в 1913 г.**¹ А еще в 1989 г. уровень был заметно ниже, чем в 1913 г.

В 1913 г. отношение капитализации Франции к ВВП составляло (%) 78, в США - 41. К 1980 г. соответствующие цифры стали: 8 и 50. К 1999 г. положение двух стран сблизилось (104 против 181).

В Германии в начале XX в. финансирование с помощью акций было более развито по сравнению с долговым финансированием, чем в Великобритании. Немецкие компании в то время были более информационно прозрачны для немецких акционеров, чем английские для британских, что и предопределило предпочтение английских инвесторов в пользу облигаций.

Как и в настоящее время, 100 лет назад существовали заметные различия между отдельными странами. **По большинству показателей основные континентальные страны в финансовом отношении в 1913 г. были более развиты, чем США.** Причем в 1913 г. страны общего права

¹ Rajan R., Zingales L. THE GREAT REVERSALS: THE POLITICS OF FINANCIAL DEVELOPMENT IN THE 20th CENTURY// OECD, ECONOMICS DEPARTMENT WORKING PAPERS NO. 265 ECO/WKP(2000)38, p.13 (www.oecd.org)

отнюдь не отличались более высоким уровнем развития финансового сектора (см. о влиянии права на финансовые системы ниже).

Во всех странах в период между 1913 и 1980 г. показатели финансового развития ухудшились. Лишь в последнее двадцатилетие XX в. произошло возрождение финансовых рынков.

В период между 1913 и 1980 г. в финансовом развитии большинства стран наблюдался регресс. Средний уровень банковских депозитов к ВВП составлял 41% в 1913 г. и 40% в 1980 г. Капитализация к ВВП, соответственно, 56% и 25%. Количество листинговых компаний на миллион жителей - 27 и 23. Эмиссия акций/валовые инвестиции - 12% до 3%.

Когда развитие пошло в обратном направлении? Первая мировая война, если не считать собственно военных лет, не оказала радикального воздействия на финансовую систему. В 1929 г. большинство финансовых индикаторов были близки уровню перед Первой мировой войной. Относительное количество эмиссий акций в 1929 г. было значительно больше, чем в 1913 г., однако это, скорее всего, особенности данного года (пик бума). Более любопытно то, что сама Великая депрессия не оказала немедленного эффекта на уровень финансового развития. Относительная величина депозитов к ВВП была немного выше в 1938 г., чем в 1929 г. (44% против 39%); то же самое в отношении капитализации к ВВП (48% против 46%). Объем эмиссий акций в 1938 г. был ниже, чем в 1929 г., но примерно равнялся уровню 1913 г., а количество листинговых компаний на миллион жителей в 1938 г. выше, чем и в 1929 г., и в 1913 г.

Таким образом, снижение показателей финансового развития произошло в 1940-е годы. Пять лет после окончания войны, в 1950 г., все индикаторы финансового развития значительно ниже, чем накануне войны. Депозиты - 32% ВВП, капитализация - 29%, а эмиссии акций - 6% от валовых инвестиций. Снижение не ограничивается странами, потерпевшими поражение в войне, хотя в них оно наиболее заметно. Оно не ограничивается и странами, принимавшими участие в войне. Та же картина наблюдается в Швеции, Аргентине, Бразилии. Снижение не может быть связано и со снижением уровня жизни. За этот период душевой ВВП в ценах 1990 г. вырос с 4,5 до 4,9 тыс. долл.

Различные финансовые показатели после Второй мировой войны демонстрируют различную динамику. Относительная величина депозитов оставалась неизменной в 1950-е годы, а затем стала стабильно расти в следующие десятилетия. Капитализация к ВВП резко выросла в 1950-1960-е, а затем в 1970-е упала до уровня 1950 г. Количество листинговых компаний по отношению к числу жителей, высокое в 1950 г., постепенно сократилось к 1980 г. Этот феномен, возможно, связан с возникновением большого количества компаний сразу после войны и затем последующим процессом консолидации. И, наконец, соотношение эмиссии акций к валовым инвестициям оставалось неизменным с 1950 по 1970 г. и заметно сократилось к 1980 г.

Степень отката назад в развитии финансовой системы в разных странах различна. В США, например, отношение капитализации к ВВП в 1980 г. было примерно таким же, как и в 1913 г. То же самое можно сказать об относительной величине депозитов и эмиссии акций к валовым инвестициям. Только количество листинговых компаний выросло радикально: в 4 раза в 1980 г. по сравнению с 1913 г. Таким образом, в начале 1980-х годов уровень финансовой системы США оказывается примерно таким же, как и в 1913 г.

Иная картина во Франции. Если отношение депозитов к ВВП и количество листинговых компаний на миллион жителей осталось неизменным, то капитализация к ВВП в 1980 г. составляла лишь 10% от уровня 1913 г., а эмиссия акций к валовым инвестициям - только 40%. То же и в Швеции, которая не участвовала во Второй мировой войне.

Все финансовые показатели демонстрируют взрывной рост в 1980-х и 1990-х годах, особенно в Европе. За это время среднее значение показателя депозиты/ВВП увеличилось на 50%, капитализация/ВВП и эмиссия акций/валовые инвестиции - в 4 раза. Количество листинговых компаний на миллион жителей увеличилось более скромно - на 30%. Причем, что касается депозитов, то резкий рывок произошел в 1980-е годы, остальные показатели увеличивались равномерно в течение двух десятилетий.

Чем вызваны эти колебания и что вызвало столь впечатляющий рост финансовых рынков в 1990-е годы?

Раджан и Зингалез утверждают, что политические компромиссы, достигнутые после Второй мировой войны, и призванные ограничить действие рыночных сил, способствовали подавлению финансовых рынков во всем мире¹. Контроль над движением капиталов и в значительной степени над финансовыми учреждениями привел к откату назад в развитии финансовой системы по сравнению с уровнем начала XX в.

Еще в начале 1970-х Европа и Япония, как считает Е.Хелляйнер², были заинтересованы в сохранении системы контроля над движением капитала и валютными курсами. Позиция США к этому времени была иной. Имея мощный финансовый сектор, США считали, что их институты в условиях либерализации займут часть рынков за рубежом. Кроме того, США надеялись на то, что их развитые финансовые рынки привлекут капитал из других стран, что облегчит покрытие растущего торгового и бюджетного дефицита. Великобритания была также заинтересована в устранении контроля над движением капитала в целях восстановления своей роли международного финансового центра.

США первыми начали проводить либерализацию своей финансовой системы: упразднили контроль над движением капитала в 1974; в 1975 г. Нью-Йоркская фондовая биржа отменила фиксированные комиссионные. Великобритания сняла контроль над капиталом в 1979 г. Дерегулирование фондовой биржи (т.наз. Big Bang) произошло в 1986 г.

К концу 1980-х контроль над движением капитала был повсеместно отменен во всех европейских странах и Японии. Именно это, по мнению авторов, и послужило мощным толчком развитию финансового сектора в 1990-е годы.

¹ Rajan R., Zingales L. THE GREAT REVERSALS: THE POLITICS OF FINANCIAL DEVELOPMENT IN THE 20th CENTURY// OECD, ECONOMICS DEPARTMENT WORKING PAPERS NO. 265 ECO/WKP(2000)38, p.32 (www.oecd.org)

² HELLEINER, E. , "From Bretton Woods to global finance: A world turned upside down". В книге R. Stubbs, G. Underhill (ed.), *Political Economy and the Changing Global Order*, Toronto, 1994. Цит. по: Rajan R., Zingales L. THE GREAT REVERSALS: THE POLITICS OF FINANCIAL DEVELOPMENT IN THE 20th CENTURY// OECD, ECONOMICS DEPARTMENT WORKING PAPERS NO. 265 ECO/WKP(2000)38, p.33 (www.oecd.org)

Особенно положительно повлияло на развитие финансовых рынков в Европе создание Европейского валютного союза, что полностью открыло местные рынки для конкуренции и способствовало созданию новых сегментов, в частности, т.наз. "новых рынков"¹, с сопутствующим ростом эмиссий, количества листинговых компаний и капитализации.

Типы финансовых систем, их сравнительные преимущества

Существует обширная литература, характеризующая преимущества двух моделей финансовых систем. Причем сторонники "банковской" и "рыночной" финансовой системы приводят нередко одинаковые факты и доказательства, которые, однако, трактуются диаметрально противоположным образом.

"Банковская" точка зрения (*bank-based view*) подчеркивает позитивную роль банков в мобилизации капитала, определении лучших инвестиционных проектов, контроле менеджеров корпораций и управлении риском.

Банки снижают издержки, связанные с контролем за деятельностью фирм и их менеджеров и, тем самым, повышают эффективность перераспределения ресурсов и эффективность корпоративного контроля (см. работы Diamond D., Ramakrishnan R.T.S., Thakor A., Boyd, J. H., Prescott E.C.). Часто банки устанавливают тесные долгосрочные отношения с компаниями, что облегчает процедуру получения последними денежных средств для расширения производства (Hoshi T., Kashyap A. и Sharfstein D., Stulz R. M.). Общий вывод "банковской" концепции: снижая информационные и транзакционные издержки, банки способствуют развитию существующих компаний и созданию новых.

Однако сторонники "банковской" концепции не только говорят о положительной роли банков, некоторые из них выступают с критикой рынков ценных бумаг, подчеркивая преимущества банковского финансирования по сравнению с эмиссионным. Д.Стиглиц выступил со

¹ Рынки акций молодых, преимущественно высокотехнологичных, компаний

следующим аргументом¹. По мнению Д.Стиглица, развитые рынки акций порождают т.наз. проблему "безбилетника" (free rider): информация на таких рынках более доступна инвесторам, что не стимулирует поиск ими наиболее перспективных компаний. Тем самым снижается вероятность того, что именно наиболее эффективные проекты получат финансирование, что, естественно, отражается на темпах роста².

Приводится аргумент и против такого механизма корпоративного контроля, используемого в "рыночной" системе, как "угроза поглощения": он также порождает проблему "безбилетника". Суть в следующем. Предположим, аутсайдер³, стремящийся получить контроль над компанией, затратил крупные средства для приобретения информации о компании - цели поглощения. Другим участникам рынка результаты этого исследования достаются совершенно бесплатно, когда данный аутсайдер выставляет заявки на приобретение акций для получения контрольного пакета. Это приводит к тому, что и другие участники рынка станут выставлять заявки на покупку. Вследствие этого цены вырастут и данный аутсайдер вынужден будет в итоге заплатить гораздо больше, чем он мог бы заплатить, не будь пресловутой проблемы "безбилетника", т.е. если бы другие участники не могли совершать подобные сделки (а это было возможно благодаря наличию ликвидного рынка).

Быстрое распространение информации (на развитых рынках ценных бумаг), по мнению сторонников "банковской" системы, снижает стимулы ее поиска при осуществлении предложений о поглощении.

Кроме того, действующие менеджеры часто используют средства противодействия возможному поглощению, т.наз. "отравленные пилюли", которые на деле затрудняют поглощения, что ослабляет действие рынка как эффективного дисциплинирующего механизма.

¹ Stiglitz J. E. Credit Markets and the Control of Capital// Journal of Money, Credit and Banking, 1985, №17, pp. 133-152.

² Цит. по: Levin R. FINANCE AND GROWTH: THEORY AND EVIDENCE//Working Paper 10766. September 2004. NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH. P.26 (www.nber.org)

³ Под аутсайдером понимается акционер, владеющий небольшим пакетом акций и не связанный с компанией особыми узами (как менеджер, банк и пр.).

Хотя теоретически акционеры контролируют наемных управляющих через советы директоров, между последними и менеджментом могут складываться "близкородственные" отношения, что превращает контроль акционеров в фикцию. Так, члены советов директоров с подачи менеджмента часто получают очень приличное вознаграждение. В свою очередь, советы охотнее соглашаются на принятие правил о "золотых парашютах" для менеджмента и "отравленных пилюлях"¹, что снижает привлекательность поглощения. Эти "близкородственные" связи снижают эффективность корпоративного контроля при помощи рынка ценных бумаг².

Ликвидность, свойственная рынкам акций, также может негативно отражаться на распределении ресурсов в масштабах общества. Ликвидные рынки акций, по мнению А.Шлейфера и Л.Саммерса, облегчают слияния и поглощения, однако приводят к обогащению корпоративных пиратов, они могут порождать отрицательные социальные явления³.

Кроме того, высокая ликвидность приводит к "близорукости" инвесторов. На ликвидных рынках инвесторы могут быстро и без больших потерь продать свои акции, что, опять же, снижает стимулы заниматься корпоративным управлением.

Таким образом, по мнению сторонников "банковской" системы, высокий уровень развития рынка акций не способствует эффективному корпоративному управлению и приводит к неэффективному распределению ресурсов. Концентрированная собственность (свойственная странам с банковской моделью), с их точки зрения, может воспрепятствовать менеджерам действовать вразрез с интересами собственников.

¹ "Золотые парашюты" - сверхвысокое выходное пособие, которое выплачивается директорам в случае их увольнения. "Отравленные пилюли" - положения в уставе корпорации, которые, при угрозе поглощения позволяют совершить такие корпоративные действия, которые резко снижают привлекательность данной компании как объекта поглощения (например, выпуск новых акций, что затрудняет получение контрольного пакета).

² Allen F., Gale D. Comparing Financial Systems. Cambridge, MA: MIT Press, 2000

³ Цит. по: Levin R. FINANCE AND GROWTH: THEORY AND EVIDENCE//Working Paper 10766. September 2004. NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH. P.28 (www.nber.org)

Сторонники "банковской" концепции считают, что банки лучше, чем рынок ценных бумаг, справляются с задачей получения информации о компаниях и контроля менеджеров. Банки лишены фундаментальных недостатков, свойственных рынку ценных бумаг.

"Банковская концепция" подчеркивает позитивную роль банков в обеспечении внешних источников финансирования, в особенности молодых фирм.

"Рыночная" точка зрения (*market-based view*), наоборот, заключается в том, что она выделяет в первую очередь позитивную роль рынка ценных бумаг в экономическом развитии. Опять же, как и в случае с предыдущей концепцией, "рыночная" имеет две стороны: с одной, она подчеркивает позитивную роль рынка ценных бумаг, с другой, - относительные преимущества рынка ценных бумаг по сравнению с банками.

Аргументация здесь та же самая, хотя "с точностью наоборот". Крупные и ликвидные рынки позволяют собрать всю информацию о новых технологиях и отразить их в рыночных ценах. Кроме того, на ликвидных рынках экономические агенты, получающие ценную информацию о компаниях, могут быстро получить выигрыш путем купли-продажи их ценных бумаг, что как раз стимулирует поиск новой информации.

Рынок акций также лучше обеспечивает корпоративный контроль за счет наличия механизма поглощений и возможности лучшей увязки вознаграждения менеджеров с результатами деятельности компании.

Сторонники "рыночного" подхода также подчеркивают преимущества эмиссионного финансирования по сравнению с банковским.

Во-первых, усиливая конкуренцию, "рыночные" системы создают больше стимулов для развития предпринимательства, чем "банковские". Во-вторых, банки оказываются неэффективными корпоративными контролерами в силу своего инсайдерского положения: в "банковских" системах банки часто являются собственниками акций и/или голосуют по акциям других акционеров. Тем самым банки могут вступать в сговор с

другими менеджерами в ущерб интересам внешних инвесторов что, тем самым, снижает конкуренцию и эффективный корпоративный контроль.

Кроме того, в отсутствие ясных рыночных ценовых сигналов банки часто продолжают финансировать фирмы, осуществляющие низкорентабельные проекты. Таким образом, по сравнению с "рыночными" системами, "банковские" менее ориентированы на предоставление ресурсов в новейшие и наиболее прибыльные проекты.

Сторонники "рыночной" концепции также сосредотачиваются на проблемах, которые порождают мощные и влиятельные банки.

По их мнению, огромное влияние, которым обладают банки в "банковских" финансовых системах, может оказать отрицательное воздействие на экономику страны. Например, получая важную "внутреннюю" (неравнодоступную) информацию о компании, банки имеют возможность выкачивать из нее своеобразную информационную ренту - фирмы вынуждены платить больше за доступ к капиталу. Эта способность извлекать часть будущих прибылей может, как отмечает Р.Раджан, отрицательно сказаться на желании компаний осуществлять инновационные, прибыльные проекты¹.

Банки, как институты, чьи пассивы образованы за счет преимущественно долговых инструментов, вынуждены проводить осторожную политику по размещению средств, что может также сдерживать кредитование инновационных, рискованных проектов и, тем самым, сдерживать рост².

Ф.Аллен и Д.Гейл утверждают, что банки, в целом успешно выполняя функцию сбора и обработки информации, оказываются менее эффективными в случае нестандартных ситуаций, когда речь идет о новых продуктах и технологиях³.

¹ Rajan R. G. Insiders and Outsiders: The Choice Between Informed and Arms Length Debt// Journal of Finance, №47, 2002. Цит. по: Levin R. FINANCE AND GROWTH: THEORY AND EVIDENCE//Working Paper 10766. September 2004. NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH. P.30 (www.nber.org)

² Ряд авторов приводит примеры такого поведения банков в Японии: Morck R., Nakamura M. Banks and Corporate Control in Japan// Journal of Finance, №54, 1999, pp. 319-340. Weinstein D. E., Yafeh Y. (1998) On the Costs of a Bank-Centered Financial System: Evidence from the Changing Main Bank Relations in Japan// Journal of Finance, №53, 1998, pp. 635-672.

³ Allen F., Gale D. Comparing Financial Systems. Cambridge, MA: MIT Press, 2000

Таким образом, "рыночные" финансовые системы более подходят для экономики, основанной на знаниях, чем "банковские".

Банковская система особенно неудачна с точки зрения финансирования молодых компаний. "Банковская" модель, считают Р.Раджан и Л.Зингалез, дает меньше шансов новичкам на получение финансирования. Не удивительно, что средний возраст компаний, совершивших IPO на Франкфуртской фондовой бирже за 1960-1990 гг., составлял 57 лет - возраст, который в США сочли бы древним для местных корпораций¹. "Банковская" система является тормозом в период радикальных технологических изменений².

Еще один недостаток Раджан и Зингалез видят в том, что в странах с банковской моделью, как правило, банки оказывают чрезмерную поддержку провалившимся или испытывающим затруднения фирмам. При обычных обстоятельствах это придает системе стабильность. Однако в периоды радикальных преобразований подобная поддержка означает слишком долгое неэффективное использование ресурсов.

Так, в первой половине 1970-х годов, после первого нефтяного кризиса банк Сумитомо пришел на помощь входившей в кейретсу "Сумитомо" автомобильной компании "Мазда". Банк не только гарантировал долги "Мазда", но и организовал спасение компании, в частности, заставляя рабочих и служащих этой кейретсу покупать автомобили "Мазда"³.

Стоило ли это делать? Ответ неочевиден. Конечно, положение дел в фирме улучшилось. Однако, может быть, было ошибочно игнорировать рыночные сигналы, связанные с деятельностью автопроизводителя. Возможно, было бы лучше, чтобы компанию поглотила другая, более

¹ Rajan R., Zingales L. BANKS AND MARKETS: THE CHANGING CHARACTER OF EUROPEAN FINANCE// NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH Working Paper 9595 March 2003. P.23 (www.nber.org)

²Rajan R., Zingales L. BANKS AND MARKETS: THE CHANGING CHARACTER OF EUROPEAN FINANCE// NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH Working Paper 9595 March 2003. P.23 (www.nber.org)

³Rajan R., Zingales L. BANKS AND MARKETS: THE CHANGING CHARACTER OF EUROPEAN FINANCE// NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH Working Paper 9595 March 2003. P.12 (www.nber.org)

успешная фирма. Ведь в начале 1990-х она опять попала в беду и на сей раз ее спасала американская компания "Форд". Или, может быть, ее следовало закрыть, ликвидировав избыточные мощности автомобильной промышленности Японии, которые стали особенно заметны в 1990-е годы.

Кто в этом случае может утвердительно сказать, что эти долговременные привилегии в рамках кейретсу сослужили той же кейретсу хорошую службу или принесли пользу экономике Японии?

Непрозрачность банковской системы также предоставляет больше возможностей для вмешательства правительству, поскольку она позволяет лучше скрывать реальную стоимость этого вмешательства. В 1930-х годах японское правительство использовало банковскую систему, которую ранее оно же помогло консолидировать, для перераспределения ресурсов в пользу ВПК. Банки часто процветают в условиях политики ограничения конкуренции, проводимой правительством, а интервенционистские правительства имеют больше свободы действий именно в "банковской", а не "рыночной" системе.

Еще одно направление критики связано с ролью банков в корпоративном управлении и в целом с организацией корпоративного управления в странах "банковской" модели.

Сторонники "рыночной" модели подчеркивают опасность канцелярии значительной доли акций у банков. В работе Е.Венгера и К.Касерера¹ отмечается, что в Германии в начале 1990-х годов банковские менеджеры имели в среднем 61% голосов (и как собственники, но больше по доверенности) в 24 крупнейших компаниях страны, а в 11 эта доля превышала 75%. В самих германских банках та же картина. На общих собраниях акционеров трех крупнейших германских банков доля голосов, переданных по доверенности, превышала 80%, причем большая часть этих голосов была передана менеджменту банков. Так, менеджмент Deutsche Bank имел право голоса по 47% своих собственных акций, Dresdner Bank -

¹ Wenger E., Kaserer C. "The German system of corporate governance: a model which should not be imitated", In: Competition and Convergence in Financial Markets: The German and Anglo-American Models, Eds: Black, S.W. and Moersch, M., North-Holland Press, New York, 1998. Цит. по: Ross L. FINANCE AND GROWTH: THEORY AND EVIDENCE//Working Paper 10766. September 2004. NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH. P.31 (www.nber.org)

59%¹. Таким образом, банковский менеджмент Германии реально получает от собственников контроль не только над банками, но и над большинством компаний страны. Это, по мнению противников "банковской" модели, нарушает принципы экономической демократии, вредит рыночным механизмам и приводит к неэффективному корпоративному управлению.

"Банковские" системы могут быть наиболее эффективными на определенных этапах экономического развития и неадекватными на других. До 1970-х годов "банковские" экономики Германии, Японии и Франции развивались заметно быстрее, чем "рыночные" экономики Великобритании и США. В 1990-е годы ситуация изменилась на 180 градусов. Среднегодовые темпы роста ВВП в США составили 3,1%, Великобритании 2,6%, Франции 2,1%, Германии 1,7%, Японии - 1,1%²

"Банковские" системы лучше всего работают на ранних стадиях индустриализации, в условиях финансирования капиталоемких объектов, при неэффективности правовой системы и когда роль наукоемких отраслей относительно невысока. Они также лучше проявляют себя в небольших, закрытых, однородных экономиках.

По мнению Р.Раждана и Л.Зингалеза, "рыночные" финансовые системы (arm's length markets) успешно работают только там, где раскрывается информация компаниями и достаточно защищены интересы инвесторов. Банки могут существовать и в условиях, когда и то, и другое находится на примитивном уровне. Поэтому даже в странах со слабыми судебными-правовыми системами, стандартами отчетности, мощные банки в состоянии получить объективную информацию от компаний и заставить их соблюдать свои обязательства, тем самым способствуя развитию экономики³. **Соответственно, отсюда следует, что в странах со слабой правовой системой банковское финансирование не только предпочтительно, оно единственно возможно.**

¹ Цит. по: Levin R. FINANCE AND GROWTH: THEORY AND EVIDENCE//Working Paper 10766. September 2004. NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH. P.31 (www.nber.org)

² World Economic Outlook. IMF. October 2000, p.199 (www.imf.org)

³ Цит. по: Beck T, Demirgüç-Kunt A., Levine R., Maksimovic V. Financial Structure and Economic Development: Firm, Industry, and Country Evidence. June 14, 2000. World Bank, mimeo (www.worldbank.org)

Еще одна группа экономистов отвергает спор о том, какая модель финансовой системы лучше: "банковская" или "рыночная". Главным, по их мнению, является общий уровень ее развития.

Концепция **общего уровня финансовых услуг** (*financial services view*) гласит, что структура финансовой системы ("банковская" или "рыночная") имеет второстепенное значение. И банки, и рынки ценных бумаг решают сходные задачи в экономике. При сравнении стран первостепенное значение имеет качество и доступность финансовых услуг, а не то, кто именно, банки или рынок ценных бумаг предоставляет эти услуги. Более того, банки и рынки ценных бумаг взаимно дополняют друг друга, предоставляя финансовые услуги и способствуя экономическому росту.¹

Некоторые авторы справедливо отмечают, что банки и рынки ценных бумаг могут играть взаимодополняющую роль в экономическом росте². Например, усиливая конкуренцию в области корпоративного контроля, предоставляя альтернативные способы финансирования инвестиций, рынки ценных бумаг могут снизить потенциально вредные последствия чрезмерной власти банков. Используя данные по фирмам разных стран, А.Демиргуч-Кунт и В.Максимович показали, что в развивающихся странах рост рынка акций приводит к росту банковского кредита³.

Р.Левин отмечает, что во многих случаях нет смысла выбирать, какая ("банковская" или "рыночная") модель лучше. Более конструктивно сосредоточиться на юридической, регулятивной и политической системах, которые позволяют эффективно развиваться банкам и рынкам ценных бумаг.

Причины различий в уровнях развития финансовых систем и их структуре

¹ Boyd J. H., Smith B. D. The Evolution of Debt and Equity Markets in Economic Development// Economic Theory, 1998, №12(3), pp. 519-60.

² Levine R., Zervos S. Stock Markets, Banks, and Economic Growth// American Economic Review, №88, 1998.

³ Demirgüç-Kunt A., Maksimovic V. Stock Market Development and Firm Financing Choices// World Bank Economic Review, №10, 1996.

Еще с Макса Вебера ¹ важным фактором, влияющим на экономическое развитие, рассматривается господствующая религия. Эта традиция нашла отражение в работе Р.Штульца и Р.Вильямсона "Культура, открытость и финансовая система", в которой основная причина различий связывается с культурными отличиями, обусловленными ведущей религией².

Ряд авторов на первое место среди факторов, повлиявших на развитие экономических институтов, ставят природные условия (*Endowment Effect*)³. Логика рассуждений следующая. В колониях, где природные условия благоприятствовали созданию европейских поселений, начали воспроизводиться и все институты метрополий, в т.ч. финансовые. В колониях, где климат и пр. не позволяли жить европейцам, интерес колонизаторов состоял в выкачивании как можно больше ресурсов. Здесь европейцы и не думали создавать правовые и политические институты, которые занимались бы защитой частной собственности. Колониальные державы создавали или поддерживали здесь авторитарные абсолютистские режимы, которые должны были лишь обеспечивать перекачку ресурсов. С той или иной степенью эффективности выполняя эту задачу, созданные здесь политические структуры препятствовали долговременному экономическому росту.

Эти политические и экономические институты сохранили свои характеристики до настоящего времени. Acemoglu D., Johnson S., Robinson J. отмечают, что пришедшая к власти после ухода колонизаторов местная элита (часто это были племенные вожди) нередко охотно использовала созданный механизм эксплуатации в своих интересах. Так, по их мнению, было в Сьерра Леоне, Сенегале, Конго. Подобная же ситуация сложилась и в Латинской Америке. Правящая элита воспользовалась существующими институтами для эксплуатации природных ресурсов и, соответственно,

¹ Weber M. The Protestant ethic and the spirit of capitalism, Harper Collins, New York, 1930.

² Stulz R., Williamson R., 2001. Culture, openness, and finance. //NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH Working Paper 8222, April 2001.

³ Acemoglu D., Johnson S., Robinson J. A. The Colonial Origins of Comparative Development: An Empirical Investigation // NBER Working Paper # 7771, 2000.(www.nber.org)

получения ренты, вместо того, чтобы создавать институты, способные защищать частную собственность, контрактные обязательства и развивать диверсифицированную современную экономику.

Наибольшее число работ, в которых в последнее десятилетие рассматривалась проблема отличий в уровнях развития финансовых систем, связана с влиянием юридических факторов, в связи с чем целесообразно рассмотреть их более детально.

Влияние права на развитие финансовой системы

Публикация в конце 1990-х годов двух статей коллектива авторов (Р.Ла Порты, Ф.Лопес де Силанес, А.Шлейфер и Р.Вышни)¹, которые в качестве определяющего фактора, воздействующего на уровень финансового развития, назвали правовую систему, породила целое направление исследований, которое можно определить как "право и финансы" (*law and finance*).

Концепция "право и финансы" рассматривает финансовые взаимосвязи сквозь призму контрактных отношений (как совокупность контрактов). В какой мере соблюдаются контрактные отношения, зависит от существующих в стране юридических норм и механизмов принуждения исполнения контрактных обязательств (*enforcement mechanisms*). С этой точки зрения хорошо функционирующая юридическая система способствует развитию и банков, и рынков ценных бумаг.

Концепция "право и финансы" подчеркивает тот факт, что в различных юридических системах по-разному решаются вопросы защиты прав собственников (включая акционеров) и кредиторов, в т.ч. при их взаимоотношениях с государством, что самым тесным образом связано с развитием финансовой системы².

¹ La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R. W. "Legal Determinants of External Finance", *Journal of Finance*, №52, 1997, pp. 1131-1150; La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R. W. "Law and Finance", *Journal of Political Economy*, №106, 1998, pp. 1113-1155.

² La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R. W. *Investor Protection and Corporate Governance*// *Journal of Financial Economics*, №58, 2000, pp.3-27. La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R. W. *The Quality of Government* // *Journal of Law, Economics, and Organization*, 1999, 15(1), pp. 222-279. La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R. W. // *Journal of Political Economy*, 1998, 106(6), pp. 1113-1155 La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R. W. *Legal Determinants of External Finance* // *Journal of Finance*, July 1997, 52(3), pp. 1131-1150.

В современной литературе обычно выделяют 4 основные системы права, действующие в различных странах: английская, французская, немецкая и скандинавская. Возникшие в Европе, они оказали воздействие на правовые системы большинства стран мира. В свою очередь, эти системы входят в два "семейства" права: общего¹ (английское) и кодифицированного (французское, немецкое, скандинавское).

В основе всех четырех систем лежит римское право, первые документальные нормы которого появились еще в V в. д.н.э. В VI в. н.э. император Юстиниан в Константинополе осуществил кодификацию Римского права, подготовив Гражданский кодекс *Corpus Juris Civilis* (Кодекс Юстиниана)².

На несколько столетий о Кодексе забыли и вновь он был "открыт" в конце XI в. В европейских университетах студенты стали изучать Кодекс Юстиниана. На протяжении столетий было подготовлено бесчисленное число комментариев к *Corpus Juris Civilis*. Эта литература, а также сами Тексты Юстиниана легли в основу европейского общего права, получившего название *jus commune*.

Кодифицированные системы права

С XV в. **французская юридическая система** развивалась как смесь общего права, римского права (Кодекса Юстиниана) и судебных решений, причем в различных регионах страны имелись существенные отличия.

Великая французская революция в качестве одной из первых своих целей для атаки избрала суды. Революционеры постарались отобрать у судей право создания и интерпретации законов. Как говорил Робеспьер, "...слово "юриспруденция" должно исчезнуть из нашего языка"³. Юристы

¹ Common law. Иногда используется перевод «обычное право».

² При этом, по мнению Ф.Хайека, Кодекс Юстиниана представлял собой заметный отход от собственно Римского права, которое ставило закон выше любого индивида, в то время как Кодекс Юстиниана поставил императора выше закона.

Английский перевод текстов Юстиниана насчитывает 4503 страниц и включает 4 части: "Кодекс" (12 книг постановлений и решений римских императоров до Юстиниана, "Новеллы" (Novels, законы Юстиниана), "Институты" (Institutes, короткий учебник), и "Дайджесты" (Digest, взгляды римских юристов на правовые вопросы). Beck T., Demirgüç-Kunt A., Levine R. *Law, Politics and Finance*. World Bank February 26, 2001, p.8 (www.worldbank.org)

³ Цит по: Beck T., Demirgüç-Kunt A., Levine R. *Law and Finance: Why Does Legal Origin Matter?* World Bank Policy Research Working Paper 2904, October 2002. P.6 (www.worldbank.org)

должны были применять законодательство, принятое законодательным органом, а не формировать его. Франция пошла по пути создания сильной законодательной власти и ограничения власти судебной.

Наполеон, как и Юстиниан, 1)объединил разрозненные региональные системы и 2)поставил государство над судами. Таким образом кодификация способствовала централизации государства и отводила судьям незначительную бюрократическую роль.

Создатели французского Гражданского кодекса в первые годы XIX в., как и правоведы императора Юстиниана за 1300 лет до этого, постарались унифицировать многочисленные региональные юридические системы, существовавшие тогда во Франции¹. Они преследовали абсолютно утопическую цель создания совершенного, лишённого двусмысленностей гражданского кодекса на все времена. Наполеон, как и Юстиниан, стремился создать кодекс настолько ясный, полный и всеобъемлющий, чтобы он не нуждался в комментариях и в будущем.² По этой теории законодатели принимают законы без противоречий, поэтому судьям нет необходимости создавать правовые нормы путем трактовки противоречивых положений. В теории кодекс абсолютно ясен и имеет однозначные толкования.

Но в реальной жизни французские суды в действительности создали особую область права - деликтовое право (tort law), опираясь на статью 1382 Кодекса Наполеона, которая гласит, что если закон наносит ущерб какому-то лицу, оно должно быть компенсировано. Французский кассационный трибунал не только многократно выносил вердикты о том, что те или иные судебные решения были неправильны, но и указывал, как следует трактовать то или иное положение законодательства. Поэтому в реальной жизни во Франции право видоизменяется и развивается под воздействием жизненных обстоятельств.

¹ Вольтер высмеивал французскую юридическую систему, говоря "когда вы путешествуете в этом королевстве, вы меняете правовые системы так же часто, как меняете лошадей" Цит по: Beck T., Demirgüç-Kunt A., Levine R. *Law, Politics and Finance*. World Bank February 26, 2001, p.10 (www.worldbank.org)

² Говорят, что когда были опубликованы первые комментарии к Кодексу, Наполеон воскликнул: "Пропал мой Кодекс!" Ibid.

Кодекс Наполеона также помог централизовать власть в руках государства. Хотя французская революция сбросила монархию, она сохранила мощное централизованное государство. В действительности по Кодексу Наполеона государство стало источником права.

Вера в то, что разрозненные региональные правовые системы могут быть заменены всесторонним унифицированным кодексом, получила достаточно широкое распространение в **Германии** в эпоху Просвещения. Попытки кодификации начались еще в XVIII в., однако лишь с объединением Германии в 1871 г. стало возможно реализовать эту идею. Бисмарк поставил задачу объединения судебной системы, гражданских процедур, законодательства о банкротстве, и в 1873 г. было принято решение кодифицировать и унифицировать все частное право в Германии.

Политически объединив Германию, Бисмарк, путем кодификации права, объединил и ее правовую систему. Хотя Бавария и Пруссия частично кодифицировали свое право в течение XVIII в., лишь решение Бисмарка в 1873 г. объединить и кодифицировать всю систему частного права в Германии в итоге привело к созданию в конце XIX в. германского гражданского права. Как и в случае с Юстинианом и Наполеоном, кодификация способствовала консолидации и укреплению государства.

В отличие от французского кодекса, носившего на себе печать революционных преобразований существующей системы права, Германский гражданский кодекс 1896 имел историческую преемственность, строился на научной основе и был изначально достаточно гибок и имел потенциал для развития и адаптации к изменяющимся условиям¹. К тому моменту, когда Бисмарк поставил задачу разработки германского гражданского кодекса, недостатки французского кодекса были вполне очевидны. Заметную роль в разработке кодекса сыграл немецкий правовед Карл фон Савиньи (Karl von Savigny), исходивший из необходимости учета исторических и национальных особенностей права. Для этого при создании Германского гражданского кодекса группа ученых-правоведов провела большую работу по изучению

¹ Beck T., Demirgüç-Kunt A., Levine R. *Law, Politics and Finance*. World Bank February 26, 2001, p.11 (www.worldbank.org)

исторических корней существовавшего к тому времени в Германии права, включая Римское гражданское право, старое германское право и коммерческое право. Поэтому, в отличие от французского кодекса, германский *Bürgerliches Gesetzbuch*, как отмечал Д.Мерриман, “не должен был разрушать старое законодательство, заменяя его абсолютно новым, вместо этого, задача состояла в том, чтобы кодифицировать старые правовые принципы”¹. В то время как Кодекс Наполеона был сконструирован как документ неизменный и непреложный, в *Bürgerliches Gesetzbuch*, наоборот, изначально закладывалась возможность динамики.

При сравнении французского и германского гражданского права можно отметить четыре момента. Во-первых, и то, и другое относится к кодифицированным системам, поскольку их разработчики исходили из уверенности в том, что кодификация может создать рациональную и эффективную правовую систему. Во-вторых, и во Франции, и в Германии гражданский кодекс означал унификацию разнообразных региональных юридических систем и способствовал укреплению государства. В третьих, хотя обе системы преследовали цель ограничить роль судов в создании права, глубокое недоверие к судьям в период, когда создавался Кодекс Наполеона, было намного более сильным, чем при разработке Германского Кодекса. Германская юридическая традиция такова, что судьи и правоведы свободнее и чаще могут интерпретировать законы при изменяющихся условиях. Например, во Франции формально невозможно оспаривание в суде общей юрисдикции законодательных актов, в то время как германские суды этим занимаются достаточно часто. Или, административные суды во Франции находятся в ведении правительства, что порождает очевидный конфликт интересов в том случае, если ответчиком выступает власть. В Германии это не так.

¹ Merryman J.H. *The Civil Law Tradition: An Introduction to the Legal Systems of Western Europe and Latin America*, Stanford, CA. Stanford University Press, 1985, p.31. Цит по: Beck T., Demirgüç-Kunt A., Levine R. *Law, Politics and Finance*. World Bank February 26, 2001, p.11 (www.worldbank.org). См. также Beck T., Levine R. *LEGAL INSTITUTIONS AND FINANCIAL DEVELOPMENT* Working Paper 10417 April 2004 NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH (www.nber.org)

В четвертых, с самого начала германская юридическая традиция исходит из того, что юристы необходимы для интерпретации и применения законов. Как отмечают Т.Бек и Р.Левин, германское право было изначально более податливым, "ковким" и ориентированным на развитие, чем французское.

Традиция общего права

Английские ученые-правоведы ведут отсчет английского общего права с 1066 г., т.е. с битвы при Гастингсе (норманнского завоевания Англии). Вильгельм I (Завоеватель) в целях укрепления своей власти провел распределение земель на основе переписи 1068 г. (The Domesday survey). При этом формально земля являлась собственностью короля. В свою очередь, перепись позволила четко определить "зоны ответственности" и облегчала сбор налогов. Вильгельм создал централизованную систему королевских судов. Уже тогда в Англии начался процесс централизации судебной системы и унификации английского права. Что важно: наличие этого общего права "common law" в Англии устранило здесь один из главных мотивов сторонников кодификации на континенте - желание объединить право и государство.

В течение столетий английское общее право развивалось путем решения конкретных споров, причем все больше сосредотачиваясь на защите частной собственности.

Как отмечалось выше, изначально права на землю основывались на системе, созданной Вильгельмом Завоевателем. Со временем, однако, суды разработали юридические правила, согласно которым крупные землевладельцы стали рассматриваться как настоящие собственники, а не бессрочные арендаторы короля (tenants of the king). Таким образом, с помощью судов фактические землевладельцы стали и юридическими.

Свою современную форму английское общее право приобрело в XVI-XVII вв. во времена противостояния Парламента и королевской власти. Последняя пыталась возродить старые феодальные основы для того, чтобы увеличить доходы короны. Английские монархи также начали продавать монопольные права на отдельные виды деятельности (опять же для решения бюджетных проблем). Парламент (состоявший преимущественно

из землевладельцев и богатых купцов) вместе с судами занял сторону частных собственников против Короны.

Королевская власть не смогла сохранить феодальные привилегии. В споре по вопросу о монополиях в 1624, Верховный судья Коук выступил на стороне частных лиц против права Короля предоставлять монопольное право кому-либо. В то время как король Яков I (James I) настаивал на том, что королевская власть стоит выше общего права, суды выносили противоположные решения, согласно которым "закон есть король" (the law is king, *Lex, Rex*). В 1688 г. Стюарты были низвергнуты.

Как отмечалось выше, английские суды выступили как институты, способствовавшие развалу феодальной системы и защищали права землевладельцев против королевской власти. Во Франции судебная власть была в руках аристократии, которая часто извращала законы для защиты старого режима (*ancien regime*). Именно поэтому судебные реформы во Франции, в частности, заключались в том, чтобы запретить судьям "делать право", интерпретируя законы. Франция стремилась обеспечить первичность и превосходство законодательства для создания свободного общества.

В Англии, наоборот, для создания свободного общества была принята модель независимой и влиятельной судебной системы.

Хотя законы также являются источником права в государствах общего права, тем не менее, традиция этих стран, в отличие от французской и германской, заключается в том, что основными источниками выступают решения судебных органов, имеющих широкие возможности и полномочия по интерпретации законов. Как отмечает П.Мэхони (Paul Mahoney) к концу XVII в. суды в Англии рассматривали действия исполнительной власти, если речь шла о нарушении прав частного лица. В то же время во Франции даже в настоящее время действует закон (статут), который гласит, что, "со стороны судов общей юрисдикции вмешательство в действия администрации или требование к администрации предстать перед судом по вопросам, связанным с исполнением ею своей

официальной функции, рассматривается как уголовное преступление.”¹ Примечательный и поучительный факт: в середине XVII в. английский парламент предоставил судьям большую независимость и значительно повысил жалование, что уменьшило коррупцию в судебной системе.

В целом в странах с общим правом больше просматривается тенденция ограничения власти государства и поддержки прав собственности граждан, чем в странах с гражданским правом.

В отличие от французского гражданского права, английская правовая традиция отличается "врожденным" динамизмом. Общее право развивается одновременно с тем, как судьи решают новые дела. Популярное английское изречение гласит: “В основе права лежит не логика, а опыт” (The life of the law has not been logic: it has been experience).² Английская правовая традиция породила доктрину *stare decisis*, означающую, что уже решенное дело должно решаться подобным же образом.

Со временем и в странах с гражданским правом суды стали играть большую роль. Тем не менее, отмеченное отличие сохраняется.

В упоминавшейся выше работе, которая послужила толчком в изучении влияния права на финансовые системы, Р.Ла Порта, Ф.Лопес де Силанес, А.Шлейфер и Р.Вышни подчеркивают три момента. Во-первых, и во Франции, и в Германии гражданский кодекс был задуман как средство объединения и укрепления государства. Таким образом, франко-германская правовая традиция напрямую связана с централизацией и усилением государства и, по сравнению с английским общим правом, менее благоприятна для развития свободного рынка и финансовой системы как его неотъемлемой части.

Во-вторых, поскольку хорошо развитая финансовая система может вступать в противоречие с политическими задачами государства, сильные правительства часто принимают регулятивные нормы, которые

¹ Цит. по: Beck T., Demirgüç-Kunt A., Levine R. *Law, Politics and Finance*. World Bank February 26, 2001, p.11 (www.worldbank.org). Подобные вопросы могут рассматривать административные суды, которые, как отмечалось выше, сами подчинены исполнительной власти.

² Zweigert K., Kötz H. *Introduction to Comparative Law*, Oxford University Press, New York, 1998, p.181.

ограничивают свободу частного капитала и, соответственно, финансовое развитие. Таким образом, правовые нормы, основанные на гражданском кодексе, предоставляют сильным правительствам инструмент для ограничения финансового развития. В противоположность этому английское общее право исторически стояло на стороне собственников, причем иногда против государства (в лице королевской власти). Таким образом, английское общее право превратилось не в инструмент государства, а, скорее, инструмент, ограничивающий всемогущество государства в интересах частных собственников и, соответственно, способствовало финансовому развитию.

В третьих, проводя различие между германской и французской правовой традицией, четверка отмеченных авторов подчеркивает разный уровень эффективности бюрократического аппарата. Они отмечают, что германская система более эффективна, чем французская, потому что Германия (как и страны Скандинавии) создала профессиональную бюрократию, основанную на военных и профессиональных служащих, в то время как во Франции развилась наследственная бюрократия, имеющая крепкие связи с политическими элитами. Поэтому, утверждают эти авторы, в странах германского права лучше защищены права собственников, а отсюда и лучше развита финансовая система, чем в странах с французским правом.

Ла Порта, Лопес де Силанес, Шлейфер и Вышни¹ пришли к выводу, что в странах с английской правовой системой права кредиторов защищены лучше, чем в странах с французской, германской или скандинавской юридической традицией. Французская система защищает кредиторов хуже всего, германская и скандинавская находятся посередине.

С точки зрения исполнения контрактных обязательств страны с французским правом проявляли себя хуже всего, германским и скандинавским - лучше всего. Наконец, авторы показали, что страны с английской правовой системой имеют намного лучшие стандарты отчетности, чем страны с французской и германской системой.

¹ La Porta, R. , Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R. W. Law and Finance// Journal of Political Economy, №106, 1998, pp. 1113-1155.

Таким образом, по мнению указанных авторов, система общего права более благоприятствует развитию финансовых институтов, нежели система кодифицированного права.

Распространение европейской правовой традиции в мире

Европейские правовые системы распространились по всему земному шару в связи с завоеваниями, колонизацией и просто заимствования.

Наполеон, по крайней мере на словах, ставил свой Кодекс выше, чем победы на полях сражений: “Моя настоящая слава не в том, что я выиграл 40 битв... Ватерлоо сотрет из памяти многочисленные победы. Но что никогда не будет уничтожено, а будет жить вечно, так это мой Гражданский Кодекс”¹. Его приоритетной задачей стало внедрение кодекса во всех покоренных странах, включая Италию, Польшу, Нидерланды, Габсбургскую империю. Франция также распространила свою правовую систему на части Ближнего Востока, Северную Африку и другие африканские колонии, Индокитай, Океанию, Французскую Гвиану и Гаити. Французский Гражданский Кодекс оказал сильное влияние на правовую систему Испании и Португалии, а через них - и на страны Центральной и Южной Америки.

Германский гражданский кодекс не навязывался насильно, а изучался и принимался добровольно. Он оказал сильное влияние на Австрию и Швейцарию, а также Чехословакию, Грецию, Венгрию и Югославию.

Японский коммерческий кодекс 1899 г. в целом основывается на Германском гражданском кодексе. И хотя Япония после Второй мировой войны находилась под влиянием общего права (в связи с американской оккупацией), особенно в области публичного права, обычно Японию классифицируют как страну с германской системой, особенно если рассматривать ее коммерческое право и закон о компаниях.

¹ Цит. по: Beck T., Demirgüç-Kunt A., Levine R. *Law, Politics and Finance*. World Bank February 26, 2001, p.15 (www.worldbank.org).

Германский кодекс оказал влияние на развитие коммерческого права в Корее (за три с лишним десятилетия японской оккупации в первой половине XX в.).

В первые десятилетия XX в. Китай изучал европейские правовые системы с целью улучшить свое коммерческое законодательство. В 1925-1935 гг. Китай принял Гражданский кодекс, который, за исключением семейного и наследственного права, был скопирован с немецкого гражданского кодекса. Соответственно, германская правовая традиция существует и на Тайване. Конечно, при этом необходимо помнить о древних китайских юридических традициях и влиянии идей Мао Цзе Дуна.

Скандинавские страны разработали свои гражданские кодексы в XVII-XVIII вв. Эти страны оказались в целом вне сферы английской, французской и германской правовой систем. Скандинавская правовая система оказалась изолированной и не распространилась за пределы Северной Европы.

У Англии колоний было больше всего - во всех уголках земного шара. Соответственно, английское общее право получило распространение также во всех уголках земли.

Динамическая концепция права и финансов

Ряд авторов опирается на теорию права и финансов, но при этом исходит также из того, в какой мере правовые традиции различаются с точки зрения возможности их приспособления (подстраивания) к изменяющимся условиям (в литературе этот подход иногда обозначают как динамическая теория права и финансов.¹ Именно различия в способности к приспособлению могут оказывать решающее влияние на финансовое развитие. Правовые системы, которые быстро адаптируются к изменяющимся условиям, лучше способствуют финансовому развитию, чем более жесткие и инертные. Сторонники данного подхода утверждают, что общее право по самой своей природе отличается динамизмом и пластичностью. Поскольку судьи рассматривают каждое дело, опираясь на

¹ См., например, Merryman J.H. *The Civil Law Tradition: An Introduction to the Legal Systems of Western Europe and Latin America*, Stanford, CA. Stanford University Press, 1985. Цит по: Beck T., Demirgüç-Kunt A., Levine R. *Law, Politics and Finance*. World Bank February 26, 2001 (www.worldbank.org)

прецеденты, вероятность возникновения пропасти между потребностями экономики и правом мала.

Как отмечалось выше, Великая французская революция поначалу произвела радикальную смену правовой системы страны. Согласно Кодексу Наполеона, судьи лишь применяют законы, а не трактуют их, тем самым отменяется принцип *stare decisis*. Между тем, до революции судебные решения являлись важным источником французского права.

Но так как доктрина Наполеона работала плохо, вступая в постоянное противоречие с французской практикой, основанной на многовековой истории развития права, французские суды нашли способы ее обхода. Как отмечает Мерриман, судьи фактически сами принимали решения, основываясь на более ранних французских законах, но в значительной мере на собственных вердиктах¹.

Однако, к несчастью для французских колоний, "...когда французы экспортировали свою юридическую систему, они не показали, как она работает на самом деле"². Причем французские колониальные власти навязывали свою правовую систему, даже если она вступала в противоречие с местными традициями и обычаями.³

Поэтому, в отличие от Франции, многие бывшие французские колонии не смогли сбросить оковы наполеоновской доктрины. В связи с этими обстоятельствами, многие страны с французской системой права имеют более жесткие (негибкие) правовые системы, которые менее эффективно поддерживают финансовое развитие, чем правовые системы стран общей системы права, германского права и самой Франции.

Германия, где гражданский кодекс был принят почти на 100 лет позже Франции, разработчики стремились создать систему права, которая могла

¹ Merryman J.H. The French deviation// The American Journal of Comparative Law, 1996, №44, p.113. Цит.по: Beck T., Demirgüç-Kunt A., Levine R. Law and Finance:Why Does Legal Origin Matter? World Bank Policy Research Working Paper 2904, October 2002 (www.worldbank.org)

² Merryman J.H...., p.116

³ Англичане не пытались заменить исламские, индуистские или устные африканские правовые нормы. Этому, собственно, способствовала гибкость английского общего права. Например, английским судам в Индии было рекомендовано использовать исламские или индуистские нормы в решении вопросов, связанных с делами о наследстве, свадьбах и пр., в зависимости от вероисповедания истцов и ответчиков. В Африке нормы английского права можно было применять только в том случае, если этого позволяли условия. Хотя подобная практика вносила, очевидно, некоторый хаос, она способствовала развитию независимого и динамичного общего права в постколониальный период.

бы развиваться и быть динамичной. Страны, заимствовавшие германское право, естественным образом получали правовую систему, изначально сконструированную таким образом, чтобы изменяться по мере развития экономических отношений.

Таким образом динамическая теория права и финансов подчеркивает, что страны с общим правом и германским гражданским кодексом скорее создадут гибкую и эффективную финансовую систему, нежели страны французского гражданского кодекса. Страны с общим правом и германским правом более склонны к признанию судебных решений источником права, чем страны с французской системой права. Страны, где судебные решения являются источником права, легче адаптируются к изменяющейся экономической и финансовой обстановке и, соответственно, имеют более высокий уровень развития финансового сектора.

Концепция "политическая система и финансы"

Еще одну точку зрения на причины отличий в уровнях развития финансовых систем можно обозначить как "политическая система и финансы". Р.Раджан и Л.Зингалец, проведя анализ за длительный исторический период¹ (см. выше), показали, что и правовая система, и господствующая религия не могут оказывать решающего влияния, т.к. до Первой мировой войны при той же юридической системе и господствующей религии Австрия, Бельгия, Франция, Германия, Нидерланды и Швеция имели относительно более значимые рынки (по отношению к ВВП), чем США, большее число листинговых компаний на миллион жителей и финансировали большую долю капиталовложений за счет выпуска акций, чем США.

Р.Раджан и Л.Зингалец отмечают, что такой постоянный (не зависящий от времени) фактор, как правовая система, не может объяснить **изменения** в финансовом развитии.

¹ Rajan R. G., Zingales L. THE GREAT REVERSALS: THE POLITICS OF FINANCIAL DEVELOPMENT IN THE 20th CENTURY// OECD, ECONOMICS DEPARTMENT WORKING PAPERS NO. 265 ECO/WKP(2000)38 (www.oecd.org)

Авторы утверждают, что различия в финансовой системе связаны с действием политических сил. Водоразделом в историческом развитии стала Великая Депрессия. Она породила общее недоверие к рыночному механизму и способствовала развитию государственного регулирования экономики.

Потребность в регулировании в Америке была не меньшей, чем в Европе. Администрация Ф.Д. Рузвельта в рамках Нового Курса пыталась фиксировать цены на промышленную продукцию, чтобы устранить "разрушительную" конкуренцию, в то время как аналогичную роль в банковском секторе играло "Правило Кью" (Regulation Q), касавшееся регулирования ставок по депозитам. Однако по другую сторону Атлантики степень государственного вмешательства оказалась значительно более глубокой.

В Европе (а также в Японии) 1930-е годы оказались периодом подавления рынков и глубокого вмешательства государства в распределение кредитных ресурсов. Воспользовавшись кризисом, правительство национализировало основные банки (Италия) или увеличило свою долю в депозитах (Франция). Между 1930 и 1937 гг. доля депозитов государственных и полугосударственных кредитных институтов в последней возросла с 43 до 63%¹. Многие меры оказались долгосрочными.

В Италии правительство начало реприватизировать банки лишь в 1994 г. Еще в 1979 г., по данным Банка Франции, 43% кредитов в стране предоставлялось с той или иной привилегией или субсидией, а 25% кредитов компаниям субсидировалось непосредственно. До начала 1990-х годов в Германии промышленные фирмы для выпуска коммерческих бумаг или долгосрочных облигаций должны были получать разрешение Федерального министерства экономики. Разрешение предоставлялось только при достаточной платежеспособности эмитента и при наличии поддержки со стороны банка.

¹ Цит. по: Rajan R., Zingales L. BANKS AND MARKETS: THE CHANGING CHARACTER OF EUROPEAN FINANCE// NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH Working Paper 9595 March 2003. P.43 (www.nber.org)

Как отмечалось выше, причиной роста финансовых рынков в 1990-е годы эти авторы, на наш взгляд, совершенно справедливо, видят в ослаблении государственного вмешательства в экономику, либерализации и отмене ограничений на движение капиталов.

На данный фактор также обращает внимание Я.М.Миркин, который отмечает, что "...чем ниже степень централизации ресурсов в обществе, степень его огосударствления или степень влияния немногих крупнейших собственников или корпораций, тем более развит рынок капиталов и денежный рынок, в частности рынок ценных бумаг и срочный рынок"¹.

Результаты тестирования различных теорий уровня развития финансового сектора

Ряд авторов попытался оценить с использованием современных количественных методов взаимосвязь отдельных правовых норм и финансовых индикаторов, а также оценить "банковскую" и "рыночную" концепцию.

Т.Бек, А.Демиргуч-Кунт, Р.Левин² выделили две основные группы характеристик - права кредиторов и права инвесторов. В каждой группе могут использоваться различные показатели. Например, к правам кредиторов относятся наличие в законодательстве нормы, ставящей интересы обеспеченных (залогом) кредиторов на первое место по отношению ко всем остальным лицам (в т.ч. государству), автоматическая блокировка активов в случае подачи заявления о банкротстве и пр.

Права инвесторов (акционеров) характеризуются наличием в законодательстве требований равных прав всех владельцев обыкновенных акций (одна акция - один голос), наличием кумулятивного голосования, возможностью заочного голосования, возможностью владельцев

¹ Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. М.: Альпина Паблшер, 2002, с.176.

² Beck T., Demirgüç-Kunt A. Levine R. Law and Finance: Why Does Legal Origin Matter? World Bank Policy Research Working Paper 2904, October 2002; Beck T., Demirgüç-Kunt A. Levine R. Law, Politics, and Finance. World Bank mimeo February 26, 2001; Beck T., Levine R. LEGAL INSTITUTIONS AND FINANCIAL DEVELOPMENT//NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH April 2004 Working Paper 10417 (www.nber.org)

небольших пакетов акций вносить в бюллетень для голосования своих кандидатов и т.п.

Могут также использоваться показатели надежности финансовой отчетности, уровень законности в стране и др.

Каждый подобный показатель получает количественную оценку: либо по принципу "1 - наличие признака", "0 - отсутствие признака", либо по балльной оценке (например, от -5 до +5, от 1 до 100, от 1 до 10 и пр.). Далее с использованием различных математических методов (в основном регрессионного анализа) выявляется корреляция между этими показателями и показателями уровня развития финансовых рынков или показателями маркоэкономической динамики.

Анализ выявил сильную корреляцию между показателями прав кредиторов и акционеров и финансовыми индикаторами.

В работе "Структура финансовой системы и экономическое развитие: примеры на уровне фирм, отраслей и стран"¹ Т.Бек, А.Демиргуч-Кунт, Р.Левин, В.Максимович попытались оценить влияние структуры финансовой системы на экономический рост, используя данные по фирмам 33 стран, отраслей 34 стран и на страновом уровне по 48 государствам. Авторы использовали различные индикаторы и различные эконометрические методы для оценки связи между финансовой структурой и экономическим развитием. Они поставили перед собой следующие вопросы:

1. Отличаются ли темпы роста стран с "банковской" моделью финансового сектора от стран с "рыночной" моделью или структура финансовой системы не оказывает влияния на ход экономического развития?

2. Влияет ли правовая система на эффективность финансовой системы, а через нее - на экономический рост?

3. В каких финансовых системах быстрее развиваются отрасли, зависящие от внешнего финансирования и какие из них более способствуют появлению новых компаний?

¹ Beck T, Demirgüç-Kunt A., Levine R., Maksimovic V. Financial Structure and Economic Development: Firm, Industry, and Country Evidence. June 14, 2000. World Bank, mimeo (www.worldbank.org)

4. Влияет ли правовая система на темпы появления новых фирм?

5. В каких финансовых системах фирмам легче получить финансовые ресурсы и влияет ли это на темпы их роста?

Их анализ не подтвердил ни "банковскую", ни "рыночную" концепцию. Разделение стран по признаку типа финансовой системы не позволяет объяснить отличия ни в долгосрочных темпах роста, ни уровне развития промышленности, ни в темпах создания новых фирм или их роста. При этом была обнаружена устойчивая связь между правами внешних инвесторов и эффективностью их защиты и всеми перечисленными экономическими показателями. Правовая система, таким образом, действительно влияет на финансовую систему, а та, в свою очередь, на экономику.

Исследование подтвердило, что важна не структура финансовой системы, а ее общий уровень развития, а также степень юридической защиты кредиторов и акционеров. Тот же вывод содержится и в других работах¹.

Р.Левин, Н.Лоайза и Т.Бек провели исследование (регрессионный анализ) влияния финансовой системы на экономическое развитие, с учетом особенностей их структуры на данных по 71 стране за 1960-1995 гг.² Они выявили статистически значимое и экономически сильное воздействие финансового сектора на экономический рост.

Эконометрический анализ также позволил сделать следующие выводы: страны, где 1)хорошо защищены права кредиторов, 2) юридические системы направлены на защиту контрактных обязательств, 3)учетные стандарты позволяют получать высококачественную отчетность компаний, имеют более развитых финансовых посредников.

¹ Например, Levine R. Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which Is Better? University of Minnesota, 2000 mimeo. Demirguc-Kunt A., Levine R. BANK-BASED AND MARKET-BASED FINANCIAL SYSTEMS: CROSS-COUNTRY COMPARISONS. World Bank, mimeo. Beck T., Levine R. New Firm Formation and Industry Growth: Does Having a Market- or Bank-Based System Matter? World Bank Policy Research Working Paper, 2000. Demirgüç-Kunt A., Maksimovic V. Funding Growth in Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Evidence from Firm Level Data. World Bank, 2000 mimeo. (www.worldbank.org)

² Levine R., Loayza N., Beck T. Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes//World Bank. Mimeo (www.worldbank.org)

Соответственно, реформы в области права и учета, которые позволяют улучшить положение в трех указанных областях, могут ускорить развитие финансовых посредников и, тем самым, ускорить экономический рост.

Вопросы исполнения контрактных обязательств значат даже больше, чем юридическая система сама по себе. В странах, где эффективно исполняются законы, финансовые посредники более развиты, чем в странах, где инфорсмент слаб.

Наконец, авторы утверждают, что для развития финансовой системы необходимо эффективное раскрытие информации. В странах, где корпорации регулярно публикуют обстоятельные финансовые отчеты, финансовый сектор более развит, чем в странах, где информация о компаниях менее надежна.

Таким образом, в этой работе утверждается, что изменения в правовой и регулятивной системе, которые укрепляют права кредиторов, исполнение контрактных обязательств и стандарты отчетности, будут способствовать и развитию финансовых посредников, что, в свою очередь, стимулирует экономический рост.

В одной из своих работ¹ Р.Левин оценил влияние двух типов финансовых систем на показатель динамики ВВП. Он не нашел подтверждения тому, что какая-то одна из них больше способствует экономическому росту.

Р.Левин и Т.Бек, рассмотрев данные по 42 странам и 36 отраслям за 1980-е годы, попытались оценить влияние финансовой структуры на создание новых фирм или на расширение существующих².

Полученные результаты свидетельствуют о том, что ни "рыночная", ни "банковская" концепция не подтверждается эмпирическими данными. Компании, зависящие от внешнего финансирования, не демонстрируют более быстрые темпы роста ни в "банковской", ни в "рыночной" системе.

¹ Levine R. Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which is Better? Carlson School of Management (University of Minnesota), mimeo 2000.

² Beck T. and Levine R. New Firm Formation and Industry Growth: Does Having a Market- or Bank-Based System Matter? World Bank, mimeo (www.worldbank.org)

Однако они обнаружили подтверждение концепции "уровень финансовых услуг" и "право и финансы". Отрасли, испытывающие значительные потребности в привлеченных ресурсах, быстрее развиваются в экономиках с более высоким общим уровнем развития финансового сектора. Они также растут относительно быстрее в экономиках, в которых правовые системы лучше защищают права внешних инвесторов и где правоохранительные органы эффективно отстаивают эти нормы (т.е. действует эффективная система правоприменения - инфорсмент).

Указанные авторы рассмотрели динамику количества промышленных компаний и изменение их средней величины, увязав с показателями финансового развития. Опять же, связь между "банковской" и "рыночной" моделью и ростом числа новых фирм не была выявлена.¹ В то же время была обнаружилась очевидная связь между общим уровнем финансового развития и ростом количества предприятий. Ими также была установлена положительная корреляция между появлением новых фирм и правовым регулированием контрактных обязательств. При этом не выявлена связь ни общего уровня финансового развития, ни правового фактора с величиной предприятий.

А. Демиргуч-Кунт и В. Максимович², используя данные по отдельным компаниям, также не обнаружили влияния структуры финансового сектора на экономический рост.

Авторы делают вывод о том, что финансовая система, включая ее правовой компонент, оказывает воздействие на развитие за счет предоставления ресурсов компаниям отраслей, зависимых от внешних источников финансирования, и тем, что она способствует созданию новых фирм, а не расширения старых. Этот вывод находится в русле идеи Шумпетера, который утверждал, что финансовое развитие стимулирует экономический рост за счет того, что способствует созданию новых фирм и проектов. Это вывод подтверждает сделанный ранее этими же авторами,

¹ Beck T. and Levine R. New Firm Formation and Industry Growth: Does Having a Market- or Bank-Based System Matter? World Bank, mimeo (www.worldbank.org)

² Demirgüç-Kunt A., Maksimovic V. Funding Growth in Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Evidence from Firm Level Data, mimeo, 2000 (www.worldbank.org).

о том, что финансовое развитие стимулирует рост за счет более эффективного перераспределения капитала, а не за счет его накопления¹.

Т.Бек, А.Демиргуч-Кунт и Р.Левин² рассчитали регрессии по выборке из нескольких десятков стран, чтобы оценить корректность указанных выше теорий. Для измерения уровня развития финансового сектора использовались показатели развития финансовых посредников (банков), рынка акций, юридическая защищенность прав акционеров и кредиторов, степень защищенности прав собственности и исполнения контрактных обязательств, качество стандартов учета и доля государственной собственности в банках. Финансовые показатели рассматривались за период 1975-1995 гг.

Согласно полученным результатам, правовые системы действительно в значительной степени объясняют различия в уровнях развития финансовых систем. Переменные "происхождение правовой системы" (legal origin) значительно отличаются от нуля в 15 из 18 уравнений регрессии с уровнем погрешности 5%. Страны германской системы права имеют более высокий уровень финансового развития и более эффективную систему исполнения контрактных обязательств, чем страны с английской или французской правовой системой. В странах с британской системой права лучше защищены права акционеров и кредиторов и лучшая система отчетности, чем в странах с французской и германской системой права. Страны с французской системой права имеют самые низкие показатели развития финансовой системы и значительно более низкие показатели, характеризующие защиту прав частной собственности, чем страны с английской и германской правовой традицией.

При оценке "теории природных факторов" авторы строили уравнения регрессии, используя в качестве переменной показатель уровня смертности среди европейских колонистов в различных колониях, ставших

¹ Beck T., Levine R., Loayza N. // Finance and the Sources of Growth World Bank mimeo, 1999 (www.worldbank.org).

² Beck T., Demirgüç-Kunt A., Levine R. *Law, Politics and Finance*. World Bank February 26, 2001 (www.worldbank.org).

впоследствии самостоятельными государствами. В целом результат однозначно свидетельствует о том, что чем ниже был уровень смертности во времена европейской колонизации, тем выше уровень финансового развития в настоящее время.

По сравнению с другими странами, страны с французской правовой системой имеют более слабые финансовые институты. У них хуже система отчетности, хуже организована защита прав собственности, ниже уровень развития банков и рынков ценных бумаг.

Страны общего и германского права имеют относительно более эффективные финансовые учреждения. Например, страны общего права имеют особенно хорошие системы учета и отчетности, сильную защиту прав внешних инвесторов и развитые рынки акций. В странах с германской системой лучше защищены права частных собственников, здесь более эффективная система исполнения контрактных обязательств и хорошо развитые банки.

Таким образом, анализ эволюции финансовых рынков, их структуры и факторов, оказывающих воздействие на уровень развития позволяет сделать следующие выводы.

Многочисленные работы последних 10-15 лет, в которых с использованием современных статистических и математических методов исследовалась связь между уровнем развития финансовой системы и темпами экономического роста, однозначно свидетельствуют о наличии положительной корреляции.

Эволюция финансовых систем не носит поступательного характера. История знает длительные периоды, когда происходил регресс в развитии финансовых рынков.

Проведенные исследования не выявили преимуществ "банковской" и "рыночной" модели финансовой системы. В конкретных исторических условиях та или иная модель оказывается предпочтительной. При этом наиболее важным является общий уровень развития финансового сектора.

Регрессионный анализ влияния правовой системы на финансовое развитие выявил предпочтительность системы общего права по сравнению

с кодифицированными системами. Однако, на наш взгляд, в этих исследованиях была допущена методологическая ошибка, связанная с тем, что в выборку стран, по которым проводился анализ, попали страны разного уровня экономического развития. Исторически сложилось так, что численность стран с традицией французского гражданского кодекса больше, чем всех остальных и многие из них относятся к беднейшим государствам. Для корректности необходимо было сравнивать страны с одинаковым уровнем развития.

Но что не вызывает сомнения, так это выводы о том, что страны, где 1) хорошо защищены права кредиторов, 2) юридические системы направлены на защиту контрактных обязательств, 3) учетные стандарты позволяют получать высококачественную отчетность компаний, имеют более развитых финансовых посредников.

Соответственно, реформы в области права и учета, которые позволяют улучшить положение в трех указанных областях, могут ускорить развитие финансовых посредников и, тем самым, ускорить экономический рост.

Таблица 1

Абсолютные и относительные размеры финансового рынка,
млрд.долл. (2003 г.)

| | ВВП | Капитализация акций | Задолженность по ценным бумагам | Внутренний банковский кредит* | 2/1 % | 3/1 % | 4/1 % |
|----------------|-------|---------------------|---------------------------------|-------------------------------|-------|-------|-------|
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 |
| Австралия | 512 | 585 | 494 | 342 | 114 | 96 | 67 |
| Великобритания | 1800 | 2460 | 1918 | 2942 | 137 | 107 | 163 |
| Германия | 2407 | 1079 | 4025 | 3852 | 46 | 167 | 160 |
| Испания | 842 | 726 | 1104 | 1305 | 86 | 131 | 155 |
| Италия | 1471 | 615 | 2602 | 1733 | 42 | 177 | 118 |
| Канада | 872 | 887 | 981 | 749 | 102 | 113 | 86 |
| Нидерланды | 514 | 641 | 1169 | 967 | 125 | 227 | 188 |
| США | 11004 | 14266 | 20838 | 9845 | 130 | 189 | 89 |
| Франция | 1763 | 1289 | 2593 | 2113 | 73 | 147 | 120 |
| Япония | 4300 | 2953 | 8087 | 5950 | 69 | 188 | 138 |
| Бразилия | 505 | 226 | 388 | 299 | 45 | 77 | 59 |
| Индонезия | 239 | 55 | 75 | 117 | 23 | 31 | 49 |
| Индия | 576 | 279 | 201 | 347 | 48 | 35 | 60 |
| КНР | 1417 | 513 | 460 | 2519 | 36 | 32 | 178 |
| Корея | 606 | 325 | 510 | 591 | 54 | 84 | 98 |
| Мексика | 639 | 123 | 222 | 184 | 19 | 35 | 29 |
| Польша | 210 | 37 | 85 | 81 | 18 | 40 | 39 |
| Россия | 430 | 197 | 104 | 124 | 46 | 24 | 29 |
| Турция | 240 | 68 | 167 | 136 | 28 | 70 | 57 |
| Итого** | 30347 | 27324 | 46023 | 34196 | 90 | 152 | 113 |

* domestic credit - строка 32 указанного источника МВФ.

** На указанные страны приходится 85-90% мирового ВВП, капитализации и задолженности по ценным бумагам

Источник: ВВП: International Monetary Fund - World Economic Outlook Database; внутренний кредит: International Monetary Fund - International Financial Statistics; капитализация и эмиссия/валовые инвестиции: World Federation of Exchanges, задолженность по ценным бумагам: Bank for International Settlements (она не отражает данных по целому ряду стран); данные национальной статистики

Таблица 2

Соотношение банковских депозитов и ВВП, %

| | 1913 г. | 1929 г. | 1938 г. | 1950 г. | 1960 г. | 1970 г. | 1980 г. | 1990 г. | 1999 г. | 2003 г. |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|
| Австралия | 52 | 59 | 61 | 53 | 29 | 34 | 37 | 54 | 63 | 69 (2001) |
| Австрия | 116 | 37 | 33 | 19 | 28 | 44 | 62 | 84 | 81 | 90 |
| Аргентина | 29 | 36 | 36 | 30 | 23 | 19 | 28 | 7 | 24 | 23 |
| Бельгия | 68 | 48 | 69 | 17 | 17 | 26 | 31 | 38 | 84 | 112 |
| Бразилия | 13 | 22 | 24 | 26 | 17 | 15 | 18 | | 28 | 27 |
| Великобритания | 50 | 33 | 45 | 53 | 25 | 20 | 29 | 94 | 111 | 114 |
| Германия | 53 | 27 | 25 | 20 | 31 | 46 | 49 | 55 | 60 | 98 |
| Дания | 76 | 46 | 39 | 46 | 43 | 41 | 28 | 56 | 55 | 50 |
| Индия | 4 | 7 | 9 | 10 | 13 | 15 | 30 | 42 | 45 | 53 |
| Испания | 7 | 24 | 24 | 33 | 37 | 53 | 44 | 60 | 64 | 92 |
| Италия | 41 | 37 | 53 | 22 | 52 | 69 | 75 | 60 | 43 | 53 |
| Канада | 22 | 26 | 16 | 39 | 37 | 35 | 45 | 46 | 58 | 63 |
| Нидерланды | 22 | 32 | 52 | 17 | 11 | 47 | 52 | 79 | 75 | 106 |
| Россия | 21 | | | | | | | | 15 | 21 |
| США | 33 | 33 | 44 | 46 | 38 | 42 | 30 | 33 | 30 | 32 |
| Франция | 42 | 44 | 36 | 15 | 18 | 30 | 40 | 61 | 69 | 69 |
| Швейцария | 93 | 108 | 113 | 79 | 78 | 69 | 69 | 103 | 66 | 136 |
| Швеция | 69 | 69 | 73 | 59 | 54 | 50 | 48 | 35 | 33 | 37(2000) |
| Япония | 19 | 18 | 99 | 20 | 16 | 22 | 79 | 108 | 111 | 121 |

Источник: 1913-1999 - Rajan R., Zingales L. THE GREAT REVERSALS: THE POLITICS OF FINANCIAL DEVELOPMENT IN THE 20th CENTURY// OECD, ECONOMICS DEPARTMENT WORKING PAPERS NO. 265 ECO/WKP(2000)38 (www.oecd.org)

2002

-

International

Financial

Statistics

Таблица 3

Соотношение между эмиссией акций и валовыми инвестициями, %

| | 1913 г. | 1929 г. | 1938 г. | 1950 г. | 1960 г. | 1970 г. | 1980 г. | 1990 г. | 1999 г. | 2002 г. | 2003 г. |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Австралия | | 13 | | 9 | 4 | 5 | 5 | 8 | 15 | 13 | 18 |
| Австрия | | 7 | | | 3 | 7 | 0 | 7 | 3 | 2 | 5 |
| Аргентина | | | | | 1 | | 1 | | 2 | 2 | 2 |
| Бельгия | 23 | 85 | 3 | | 9 | 8 | 3 | 1 | 6 | 6 | * |
| Бразилия | | | | 20 | 19 | 19 | 6 | 1 | 27 | 7 | 2 |
| Великобритания | 14 | 35 | 9 | 8 | 9 | 1 | 4 | 6 | 9 | 13 | 10 |
| Германия | 7 | 17 | 6 | 0 | 4 | 2 | 1 | 4 | 6 | 0 | 0 |
| Дания | | 3 | 1 | | | | 1 | 7 | 9 | 2 | 0,4 |
| Индия | | | | | | 0 | 0 | - | 8 | 7 | 9 |
| Испания | 1 | 33 | | 8 | 11 | 7 | 3 | 6 | 10 | 12 | 8 |
| Италия | 7 | 26 | 3 | 2 | 8 | 2 | 4 | 4 | 12 | 2 | 5 |
| Канада | | | 2 | 3 | 3 | 1 | 4 | 1 | 7 | 10 | 11 |
| Нидерланды | 38 | 61 | 45 | 2 | 2 | 0 | 1 | 10 | 67 | 2 | * |
| Россия | 17 | | | | | | | | 0 | 0,3 | 0 |
| США | 4 | 38 | 1 | | 2 | 7 | 4 | 4 | 12 | 5 | 5 |
| Франция | 14 | 26 | 3 | 5 | 5 | 4 | 6 | 2 | 12 | 7 | 10* |
| Швейцария | 3 | | | | 2 | | | 2 | 0 | 0 | Нд |
| Швеция | 8 | 34 | 6 | 1 | 3 | 0 | 0 | 3 | 10 | | 3 |
| Япония | 8 | 13 | 75 | | 15 | 3 | 1 | 25 | 8 | 2 | 3 |

0 - незначительная величина

Источник: 1913-1999 - Rajan R., Zingales L. THE GREAT REVERSALS: THE POLITICS OF FINANCIAL DEVELOPMENT IN THE 20th CENTURY// OECD, ECONOMICS DEPARTMENT WORKING PAPERS NO. 265 ECO/WKP(2000)38 (www.oecd.org)

2002,2003 - World Federation of Exchanges Database, данные национальной статистики.

* Euronext (Франция, Нидерланды, Бельгия, Португалия)

Таблица 4

Количество национальных компаний, имеющих биржевую котировку, на миллион жителей

| | 1913 г. | 1929 г. | 1938 г. | 1950 г. | 1960 г. | 1970 г. | 1980 г. | 1990 г. | 1999 г. | 2003 г.** |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|
| Австралия | 68 | 77 | 85 | 122 | 94 | | 69 | 64 | 65 | 70 |
| Австрия | 39 | 43 | 30 | 16 | 13 | 12 | 9 | 13 | 12 | 17 |
| Аргентина | 15 | | | | 27 | 16 | 10 | 6 | 4 | 3 |
| Бельгия | 109 | | | 55 | 43 | 38 | 23 | 19 | 14 | |
| Бразилия | 12 | 10 | 5 | | 4 | 4 | 4 | 4 | 4 | 3 |
| Великобритания | 47 | | | | | | 47 | 30 | 31 | 50 |
| Германия* | 16 | 13 | 10 | 13 | 11 | 9 | 7 | 7 | 11 | 8 |
| Дания | 38 | 55 | 85 | 81 | 76 | 52 | 43 | 50 | 45 | 35 |
| Индия | 1 | 2 | 3 | 3 | | | 3 | 7 | 6 | 6 |
| Испания | | | | | | | 25 | 11 | 22 | 79 |
| Италия | 6 | 6 | 3 | 3 | 3 | 2 | 2 | 4 | 5 | 6 |
| Канада | | | | 67 | 62 | 55 | 51 | 43 | 111 | 181 |
| Нидерланды | 63 | | | | 21 | 16 | 15 | 17 | 15 | 11 |
| Россия | 2 | | | | | | | | 1 | 2 |
| США | 4 | 7 | 7 | 7 | 6 | 7 | 23 | 26 | 29 | 18 |
| Франция | 13 | | 25 | 29 | 20 | 17 | 15 | 10 | 16 | 17 |
| Швейцария | 24 | 20 | 22 | 19 | 18 | 21 | 28 | 50 | 34 | 39 |
| Швеция | 21 | 16 | 15 | 13 | 14 | 13 | 12 | 14 | 31 | 30 |
| Япония | 8 | 17 | 19 | 9 | 8 | 15 | 15 | 17 | 20 | 18 |

Примечание: округление до целого

*Исключая компании регулируемого неофициального рынка Freiverkehr

**Включая сегмент "новые рынки"

В приводимой таблице не всегда соблюдается принцип единого подхода ко всем странам и ко всем периодам. Это слишком сложно в связи с особенностями предоставляемой статистики. Например, по некоторым странам компании, не имеющие формального листинга, но торгуемые на бирже, входят в общее число учитываемых компаний (например, Франция), в другом случае (Германия) - нет. Поэтому приводимые цифры могут отражать лишь общую картину и не претендуют на абсолютную точность. Это относится и к цифрам, приводимым Раджаном и Зингалезом и расчетам автора.

Источник: Годы 1913-1999 - Rajan R., Zingales L. THE GREAT REVERSALS: THE POLITICS OF FINANCIAL DEVELOPMENT IN THE 20th CENTURY// OECD, ECONOMICS DEPARTMENT WORKING PAPERS NO. 265 ECO/WKP(2000)38 (www.oecd.org)

Год 2003 - данные о компаниях - World Federation of Exchanges Database, население - U.S.Census Bureau, Statistical Abstract of the United States:2004-2005

Таблица 5
Размеры капитализации национальных эмитентов относительно ВВП, %

| | 1913 г. | 1929 г. | 1938 г. | 1950 г. | 1960 г. | 1970 г. | 1980 г. | 1990 г. | 1995 г. | 1999 г. | 2000 г. | 2002 г. | 2003 г. |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Австралия | 13 | 43 | | 38 | 45 | 68 | 40 | 37 | 67 | 109 | 98 | 95 | 114 |
| Австрия | 76 | | | | | | 3 | 17 | 14 | 16 | 16 | 17 | 23 |
| Бельгия | 99 | 178 | | | 32 | 23 | 8 | 33 | 37 | 74 | 80 | 52 | 56 |
| Бразилия | 16 | | | | | | 6 | 3 | 25 | 41 | 38 | 29 | 45 |
| Великобритания | 109 | | 192 | 86 | 115 | 199 | 38 | 87 | 122 | 206 | 182 | 113 | 137 |
| Германия | 45 | 35 | 18 | 15 | 35 | 16 | 9 | 22 | 24 | 68 | 68 | 34 | 45 |
| Дания | 37 | 19 | 17 | 10 | 14 | 17 | 8 | 30 | 33 | 60 | 69 | 45 | 56 |
| Индия | 2 | 7 | 7 | 7 | 7 | 6 | 4 | 12 | 36 | 41 | 31 | 25 | 48 |
| Ирландия | | | | | | | .. | .. | 40 | 75 | 86 | 49 | 56 |
| Испания | | | | | | | 8 | 23 | 27 | 72 | 90 | 71 | 86 |
| Италия | 17 | 23 | 26 | 7 | 42 | 14 | 6 | 14 | 19 | 62 | 71 | 39 | 42 |
| Канада | | | 100 | 57 | 159 | 175 | 45 | 43 | 66 | 124 | 112 | 77 | 102 |
| Китай | | | | | | | | .. | 6 | 32 | 55 | 37 | 36 |
| Корея | | | | | | | 6 | 43 | 40 | 76 | 32 | 45 | 54 |
| Малайзия | | | | | | | 51 | 114 | 259 | 182 | 127 | 129 | 159 |
| Мексика | | | | | | | 6 | 16 | 32 | 35 | 22 | 16 | 19 |
| Нидерланды | 56 | | 74 | 25 | 67 | 42 | 17 | 42 | 72 | 176 | 173 | 106 | 125 |
| Новая Зеландия | | | | | | | .. | 20 | 53 | 53 | 36 | 38 | 45 |
| Россия | 18 | | | | | | .. | .. | 5 | 27 | 17 | 31 | 46 |
| Сингапур | | | | | | | | | 195 | 225 | 166 | 117 | 166 |
| США | 41 | 75 | 56 | 33 | 61 | 66 | 50 | 56 | 98 | 181 | 152 | 87 | 130 |
| Таиланд | | | | | | | | | 95 | 45 | 24 | 36 | 91 |
| Турция | | | | | | .. | .. | | 12 | 59 | 34 | 19 | 28 |
| Финляндия | | | | | | .. | | 17 | 35 | 272 | 241 | 106 | 105 |
| Франция | 78 | | 19 | 8 | 28 | 16 | 8 | 26 | 33 | 104 | 112 | 65 | 73 |
| Швейцария | 58 | | | | | 50 | 42 | 69 | 129 | 262 | 327 | 204 | 234 |
| Швеция | 47 | 41 | 30 | 18 | 24 | 14 | 10 | 40 | 75 | 157 | 144 | 74 | 97 |
| ЮАР | | | | 68 | 91 | 197 | 123 | 123 | 195 | 152 | 162 | 111 | 106 |
| Япония | 49 | 120 | 181 | 5 | 36 | 23 | 36 | 99 | 69 | 102 | 66 | 52 | 69 |
| Весь мир | 41 | 39 | 44 | 32 | 30 | 35 | 23 | 42 | 62 | 118 | 102 | 66 | 89 |

Источник: Цифры за 1913 - 1970 гг. -Rajan R. G., Zingales L. The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the 20th Century. OECD Economics Department Working Papers. - P.39 (www.oecd.org/eco/eco/); Более поздние - World Federation of Exchanges; World Economic Outlook Database (www.imf.org)

Таблица 6

Эволюция показателей финансового развития в XX в.

| | Депозиты/ВВП | | | Капитализация акций/ВВП | | | Количество листинговых компаний на миллион жителей | | | Эмиссия акций/валовые инвестиции | | |
|------|-----------------------|----------------|---|----------------------------|----------------|--|--|----------------|--|-------------------------------------|----------------|--|
| | Вся выбор ка, % | Число стран | Посто янная выбрк а, 19 стран, % | Вся выбор ка, % | Число стран | Посто янная выбрк а, 7 стран, % | Вся выбор ка | Число стран | Посто янная выбрк а, 9 стран, % | Вся выбор ка, % | Число стран | Посто янная выбрк а, 9 стран, % |
| 1913 | 41 | 22 | 46 | 56 | 20 | 34 | 27 | 21 | 21 | 12 | 12 | 15 |
| 1929 | 39 | 21 | 41 | 60 | 9 | 46 | 25 | 13 | 25 | 35 | 15 | 33 |
| 1938 | 44 | 21 | 47 | 65 | 11 | 48 | 28 | 13 | 27 | 13 | 12 | 12 |
| 1950 | 32 | 22 | 34 | 29 | 13 | 14 | 38 | 15 | 24 | 6 | 10 | 3 |
| 1960 | 30 | 22 | 32 | 46 | 17 | 31 | 33 | 18 | 23 | 6 | 17 | 5 |
| 1970 | 35 | 22 | 38 | 55 | 17 | 22 | 23 | 18 | 19 | 6 | 16 | 1 |
| 1980 | 40 | 22 | 43 | 25 | 21 | 17 | 23 | 22 | 19 | 3 | 19 | 3 |
| 1990 | 59 | 21 | 58 | 57 | 21 | 53 | 21 | 22 | 23 | 5 | 17 | 5 |
| 1999 | 58 | 22 | 62 | 97 | 23 | 96 | 25 | 23 | 27 | 13 | 21 | 19 |

Источник: Rajan R., Zingales L. THE GREAT REVERSALS: THE POLITICS OF FINANCIAL DEVELOPMENT IN THE 20th CENTURY// OECD, ECONOMICS DEPARTMENT WORKING PAPERS NO. 265 ECO/WKP(2000)38 (www.oecd.org)