

Опубликовано: Криничанский К.В. Факторы финансового развития и их влияние на динамику роста/ Экономическое развитие в современном мире: динамика рыночных процессов и преобразований бизнес-среды. Доклады Четвертой Международной научно-практической конференции. – Екатеринбург: Изд-во УрГУ, 2007. – 131 с. – С. 54–58

ФАКТОРЫ ФИНАНСОВОГО РАЗВИТИЯ И ИХ ВЛИЯНИЕ НА ДИНАМИКУ РОСТА

*К.В. Криничанский (Южно-Уральский
государственный университет, г. Миасс)*

Обоснование связи между экономическим ростом и финансовым развитием в известных исследованиях Р.Голдсмита (1969), Р.МакКиннона (1973), В.Бенсивенги (1991), Р.Левина и Р.Кинга (1993), П.Уочтелла (2000), Ф.Арестиса и П.Деметриадиса (1995), Э.Демиркас-Канта и Р.Левина (1996), И.Гринвуда и Б.Смита (1997) и др. сформировало необходимость рассмотрения факторов, влияющих на само финансовое развитие. В зарубежной литературе рассматривается множество таких факторов. Укрупнено их можно сгруппировать следующим образом: 1) глубина финансовой либерализации; 2) преобладающая форма собственности на кредитные институты; 3) характерные черты преобладающей модели корпоративного владения и управления учреждениями финансового сектора; 4) принадлежность к правовой традиции и степень защиты прав собственности; 5) степень влияния групп и элит, заинтересованных в финансовом развитии; 6) уровень развития стандартов финансовой отчетности и пр. Рассмотрим основные имеющиеся результаты анализа воздействия данных факторов.

Первая группа факторов: глубина финансовой либерализации. Одними из первых авторов, которые показали, что неоправданное правительственное вмешательство в экономику и финансовый сектор типа потолков процентных ставок, высоких резервных требований, целевых кредитных программ и т.п. (собирает, «финансовая репрессия») могут оказаться главными источниками финансово-экономической отсталости, были МакКиннон (1973) [9] и Шоу (1973) [12]. Авторы предполагали, что после устранения потолков процентной ставки, сокращения резервных требований для банков и отмены предоставления займов по приоритетным секторам, финансовая система, освобожденная от искажений, будет способна обеспечить финансовое развитие и, далее, больший рост. Однако, предпринятые в ряде стран экономические реформы, включавшие мероприятия по финансовой либерализации, оказались неудачными. Это повлекло волну критики в адрес подобных рецептов, затрагивающих основы построения финансовых систем. Со временем такая критика ослабла, а исследователи сосредоточились на анализе причин неудач и отрицательных эффектов финансовой либерализации и реформ в целом. На первый план стали выдвигаться неблагоприятные предварительные условия типа макроэкономической неустойчивости (большие финансовые дефициты и высокая инфляция), усиленные проблемами морального риска и неадекватного банковского надзора; неправильная последовательность реформ (опережение финансовой либерализации реформ в промышленности, нацеленных на установление свободной от нерыночного вмешательства системы относительных цен) [10].

Дж.Камински и К.Рейнхарт (1999) [3] заметили, что финансовая либерализация атрибутивно сопровождается переоценкой обменных курсов (уменьшающих экспорт) и ростом стоимости кредита. Неоправданно сильное сокращение резервных требований, как часть программы финансовой либерализации, выступает одним из главных факторов развития кредитного бума. Относительно высокие процентные ставки, в то же время, приводят к

чрезмерному принятию риска. Авторы заключают, что краеугольным камнем стратегии, позволяющей сдерживать негативные проявления неоспоримо необходимой финансовой либерализации, должно стать усиление банковского регулирования и надзора.

Но приведет ли это неизбежно к нужному результату? Дж.Стиглиц (2000) [13], излагая свое видение природы азиатского финансового кризиса 1997–1998 гг., утверждал, что в корне этих кризисов была преждевременная (предшествовавшая становлению эффективной регулирующей структуры) финансовая либерализация и либерализация рынка капитала. Однако многие Восточно-азиатские страны, охваченные кризисом, имели развитые финансовые институты, разумно выстроенные системы банковского регулирования и надзора и проводили сильную экономическую политику, определявшую отсутствие финансовых дефицитов, высокие нормы экономического роста и низкую инфляцию. Тогда в чем же причина кризисов? Стиглиц полагал, что в стратегиях, включавших финансовую либерализацию (и либерализацию рынка капитала) не было учтено важное обстоятельство: движение капитала является проциклическим, поэтому утверждения, что открытие рынков капитала способствует диверсификации и увеличивает стабильность, неполны. Отсюда следовал вывод о необходимости пересмотра допустимых способов правительственного вмешательства, которые могли бы стабилизировать краткосрочное движение капитала.

Подводя итог анализу первой группы факторов, заметим, что финансовая либерализация, являющаяся необходимым условием финансового развития, имела неоднозначное влияние на экономический рост. Ее проведение в большинстве случаев сопровождалось падением выпуска разной глубины. Однако, по мнению авторов, положительное влияние финансовой либерализации в конечном итоге перевешивает негативные последствия возможных сопровождающих ее кризисов [2]. Таким образом, эти последствия могут рассматриваться как своего рода плата за будущий рост, тогда как сама по себе финансовая либерализация не может рассматриваться в качестве фактора роста.

Вторая группа факторов: превалирующая форма собственности на кредитные институты. Данные факторы могли бы быть включены в первую группу, так как решение о приватизации принадлежащих государству банков, равно как и их национализация могли бы быть отнесены к решениям в области финансовой либерализации или финансовой репрессии. Однако их можно рассмотреть отдельно, как это делается в некоторых источниках, основанных на эмпирическом анализе.

Правительственная собственность на банки выступает эффективным инструментом, позволяющим влиять на распределение кредита. В то же время, контролируя решения банков относительно кредитной поддержки предприятий, правительство может преследовать не только общенациональные экономические цели, но и узкие политические интересы. Это и ряд других обстоятельств, как указывают П. Деметриадис и С. Андрианова (2003) [1], определяют, что приватизация банков может улучшить эффективность распределения кредита и, следовательно, оказать положительный эффект на качество и объем инвестиций.

Оценка влияния приватизации банков на экономический рост была дана в работе Р.Ля Порта, Ф.Лопес-де-Силанеса и А.Шляйфера (2002) [6]. Они обнаружили, что правительственная собственность на банки отрицательно коррелирует и с финансовым развитием, и с ростом. При этом 10%-ное сокращение доли банковских активов, принадлежащих правительству, связано с увеличением в росте на 0,25 % в год. Дополнительно они показывают, что,

приватизация банков в отсутствие устранения институциональных дефектов (слабой защиты прав собственности и низкой правительственной эффективности), нельзя добиться положительного эффекта роста.

Третья группа факторов: характерные черты превалирующей модели корпоративного владения и управления финансовыми институтами. Данные факторы удобнее рассматривать с точки зрения анализа их конфигурации, детерминирующей сдерживание финансового развития и роста экономики. Важной чертой в странах, испытавших финансовую либерализацию, подобных России, была низкая капитализация банков и невысокий уровень корпоративного управления в них. Обобщение, содержащееся в ряде работ [1. – С. 17], гласит, что недокапитализированные банки имеют стимулы принятия на себя чрезмерного риска, особенно если в банковскую систему введены дополнительные «гарантии» безопасности (например, система страхования депозитов).

Рассмотренное явление может трактоваться как «дефект» финансового рынка. Минимизация его влияния сопряжена с построением эффективной системы финансового регулирования и надзора. Она должна включать жесткие требования к поддержанию размера собственного капитала, повышение прозрачности системы риск-менеджмента банков, раскрытие информации об относительной подверженности большим рискам. Достичь построения лучшего механизма финансового посредничества, кроме того, можно с помощью отладки корпоративной модели, что подразумевает переход к рыночному контролю за действиями банков, контролю со стороны фондового рынка. В таком случае действительно возможно увязать построение эффективной системы управления банковскими рисками с системой, позволяющей «штрафовать» акционеров банков, идущих на чрезмерный риск. Все это повлечет увеличение рыночной дисциплины банковских менеджеров и может создать условия для устойчивого роста.

Четвертая группа факторов: принадлежность к правовой традиции и степень защиты прав собственности. Взаимосвязь между системой права и степенью развития рынков капитала была отслежена в работах Ля Порты, Лопеса-де-Силанеса, Шляйфера и Вишни (1997, 1998) и др. Авторы находят, что страны французской ветви гражданского права (континентальная ветвь) имеют менее развитые рынки капитала, по сравнению со странами, принадлежащими к системе общего права (английская ветвь). Однако в развитии банковского сектора никаких существенных различий между группами стран они не обнаруживают.

Изучив юридические нормы и практику защиты миноритарных акционеров и кредиторов, авторы обнаружили, что страны общего права создают более сильную защиту для акционеров. В пределах группы кодического права худшая правовая защита акционеров и кредиторов предлагается странами французского гражданского права. Юридическое происхождение имеет существенное влияние на правоприменительную практику. Страны общего права и скандинавские страны гражданского права имеют лучшее качество правоприменительной практики, страны французского гражданского права – худшую¹. Промежуточный вывод, следовавший из данных работ таков: страны с континентальной моделью права, которые, предположительно, предоставляют меньшую правовую защиту

¹ В конечном счете, главная детерминанта качества правоприменительной практики – ВВП на душу населения: «... богатые страны в пределах французской группы гражданского права, типа Франции и Бельгии, предлагали лучшую правовую защиту, чем бедные страны общего права». См.: [1. – С. 18].

миноритарным акционерам и кредиторам, имеют менее развитые рынки капитала и большую концентрацию собственности на уровне отраслей и фирм. Однако, значение принадлежности к той или иной правовой традиции для развития банковской системы, оказалось менее выраженным.

Кроме того, как было показано Раджаном и Зингалесом (*Rajan и Zingales*), страны правовой системы, основанной на французском гражданском кодексе, в 1913 г. и 1929 г. находились на том же уровне развития, что и страны общего права. Их отставание началось только после Второй Мировой войны. Это могло свидетельствовать против решающего влияния фактора принадлежности стран к определенной правовой традиции. Тем более, как показал Зингалес (*Zingales, 2003*), он тесно связан с набором исторических, культурных, социально-экономических и политико-экономических факторов, так что определить приоритет и выделить из конечного результата какой-либо из них крайне затруднительно².

Пятая группа факторов: наличие и мощь группы влияния, заинтересованной в финансовом развитии. В области практической политики мы не всегда обнаруживаем готовность государств использовать потенциальный ресурс финансового развития. Б.Рубцов, ссылаясь на Р.Раджана и Л.Зингалеса, констатирует, что многие страны были более развиты в финансовом отношении в 1913 г., чем в 1980 г. [см.: 16. – С. 73]. Феномен неравномерности финансового развития может быть объяснен посредством выделения политэкономического фактора, а именно, наличия и мощи группы влияния, поддерживающей или противостоящей идее финансовой открытости и финансового развития. Финансовое развитие не может быть обеспечено и не может быть успешным, если правящая элита ему противостоит, о чем говорит история XX в. В работе «Великие перевероты» Раджан и Зингалес объясняют, что слабое развитие финансовых рынков создает среду для того, чтобы должностные лица крупных и известных промышленных и финансовых компаний извлекали бы выгоду от имеющих монопольную природу рент. Рыночная власть компаний в условиях неудовлетворительной системы раскрытия информации и слабых контрактов предписывает высокие барьеры входа для потенциальных новых участников. Поэтому руководство таких компаний (обладающее сильным влиянием в государстве) нередко выступает против открытости и финансового развития.

Шестая группа факторов: уровень развития стандартов финансовой отчетности. Влияние стандартов учета, института банкротства и управленческих стандартов и процедур на рост и развитие финансового сектора было исследовано Левином, Лоайзой и Бекон (2000) [7] и др. Авторы обнаружили, что страны с лучшей учетной информацией при соответствующем уровне защиты прав инвесторов и кредиторов имеют тенденцию более интенсивного развития финансового посредничества. Таким образом, перспективы роста повышаются вследствие того, что правовая среда, формальные и неформальные правила и процедуры, структурирующие информационную среду и упорядочивающие поведение корпоративных участников и инвесторов, воздействующие в совокупности, поощряют развитие финансового посредничества.

Отметим в заключение, что механизм формирования изменений и передачи импульсов в экономику, обеспечиваемых финансовым сектором, а также природа факторов, которые определяют развитие самого финансового сектора продолжают быть актуальными предметами для исследований. Корректировка

² О проблемах улавливания эффектов влияния юридического происхождения на финансовое развитие и их отделения от эффектов влияния других институтов см. : [14].

стратегии российских преобразований в данной области требует учета некоторых из отмеченных выше закономерностей, а именно: 1) финансовая либерализация и открытость экономики не исключают необходимости выработки механизмов защиты от рисков, связанных с шоковым влиянием трансграничного краткосрочного движения капитала; 2) действенный механизм недопущения принятия на себя недокапитализированными финансовыми институтами (прежде всего, банками) чрезмерного риска может быть создан только посредством системы контроля со стороны фондового рынка; 3) среди влиятельных структур на рынке присутствуют те, которые не заинтересованы в развитии принципов транспарентности, диктуемых стандартами информационной среды финансового рынка, и создании благоприятных и равных условий для новых участников финансового сектора, стоящих как со стороны спроса, так и со стороны предложения на финансовые ресурсы, что требует выработки не только экономического, но и политического курса, направленного на выравнивание возможностей для бизнеса и устранения институциональных основ для извлечения рент; 4) финансовое развитие и последующий рост на текущем этапе развития экономики и ее институтов значительно зависят от профессиональных действий в сфере стандартизации системы финансовой отчетности и создания системы раскрытия информации, формирующих основу для выработки инвесторами приемлемых методов оценки эффективности работы предприятий и имеющих прочие преимущества.

Список источников

1. Demetriades P., and S. Andrianova. Finance and growth: what we know and what we need to know. University of Leicester. October 19, 2003. 25 p.
2. Demirguc-Kunt, A. and E. Detragiache. Financial Liberalization and Financial Fragility/ B. Pleskovic and J. Stiglitz, eds., *Annual World Bank Conference on Development Economics 1998*, Washington DC: World Bank: Reuters, Pearson Education, 1999, pp. 303–331.
3. Kaminsky, G. L. and C. M. Reinhart. The Twin Crises: the Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems// *American Economic Review*, 1999, 89 (3), pp. 473–500.
4. King, R. G. and R. Levine. Finance and Growth: Schumpeter Might be Right// *Quarterly Journal of Economics*, 1993, 108, pp. 717–737.
5. King, Robert G., and Ross Levine. Finance, entrepreneurship, and growth: Theory and evidence// *Journal of Monetary Economics*, 1993. 32 (December), pp. 513–542.
6. La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny. Government Ownership of Banks// *Journal of Finance*, 2002, 57(1), pp. 265–301.
7. Levine, Ross, Norman Loayza, and Thorsten Beck. Financial intermediation and growth: Causality and causes// *Journal of Monetary Economics*, 2000. 46 (August), pp. 31–77.
8. Levine, Ross. Financial development and economic growth: Views and agenda// *Journal of Economic Literature*, 1997. 35, no. 2.
9. McKinnon, R. I., *Money and Capital in Economic Development*, Washington DC: *Brookings Institution*, 1973.
10. McKinnon, R. I., *The Order of Economic Liberalization: Financial Control in the Transition to a Market Economy*, Baltimore: *Johns Hopkins University Press*, 1991.
11. Rajan, R. and L. Zingales. The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the 20th Century// *Journal of Financial Economics*, forthcoming.

12. Shaw, E. S. *Financial Deepening in Economic Development*, New York: *Oxford University Press*, 1973.
13. Stiglitz, J. Capital Market Liberalization, Economic Growth and Instability. *World Development*, 2000, 28 (6), pp. 1075–1086.
14. Zingales, L. The Weak Links. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 2003, 85 (4), pp. 47–52.
15. Норт Даглас К. Институты и экономический рост: историческое введение// *Thesis*. 1993, вып. 2. – С. 85.
16. Рубцов Б. Тропинка к процветанию// *Эксперт*. – 2005. – № 44. – С. 70–76.
17. Сергиенко Я. О финансовом механизме длинно-волновых технико-экономических изменений // *Вопросы экономики*. – 2004. – № 1. – С. 66–73.