

Федеральное государственное образовательное учреждение
высшего профессионального образования

**«Финансовый университет при Правительстве
Российской Федерации»**

Факультет «Кредитно-экономический»

Кафедра «Финансовые рынки и финансовый инжиниринг»

«Допускаю к защите»
Зав. кафедрой
проф., д.э.н. Б.Б. Рубцов

«__» _____ 2013 г.

Магистерская диссертация на тему:

«Фондовый рынок и его роль в финансировании экономики»

Выполнил

магистрант группы ФРиФИ-28м
Нафиков А. Р.

Научный руководитель:
Доцент, к.э.н. Андрианова Л.Н.

Москва 2013 год

Оглавление

Введение	3
Глава 1. Механизмы финансирования экономики: фондовый рынок и банковский сектор	7
1.1. Типы финансовых систем	9
1.1.1. Финансирование экономики через банки: банковская финансовая система	9
1.1.2. Финансирование экономики через фондовый рынок: рыночная финансовая система	20
1.2. Факторы, определяющие способы финансирования экономики	26
1.2.1. Структура реальной экономики	26
1.2.2. Правовая система	29
1.2.3. Национальная культура	37
1.2.4. Политические группы	39
Глава 2. Финансовая система России: фондовый рынок или банковский сектор	40
2.1. Анализ типа финансовой системы России	40
2.2. Факторы, определившие финансовую систему банковского типа в России	52
Глава 3. Сильные и слабые стороны финансовой системы России, перспективы развития	64
3.1. Преимущества финансовой системы банковского типа	64
3.2. Проблемы неразвитости фондового рынка	70
3.3. Перспективы развития фондового рынка, увеличения его роли в финансировании экономики России	74
Заключение	82
Список литературы	84
Приложения	90

Введение

Актуальность темы. Фондовый рынок является важной частью финансовой системы в любой экономике. Именно через него, наряду с банковским сектором, происходит перераспределение средств от экономических агентов с избытком свободных средств к агентам с их недостатком. Ключевым параметром каждой финансовой системы является степень участия фондового рынка и банковского сектора в финансировании инвестиционной активности компаний. Чем более развит фондовый рынок, чем больше компаний размещают свои ценные бумаги на рынке с целью получения дополнительных средств для инвестиционных программ, тем выше его роль в финансировании экономики по сравнению с банковским сектором. Если фондовый рынок развит слабо, вероятно ситуация, что компаниям в экономике не будет хватать финансирования для создания новых производственных мощностей, для разработки новых технологий и внедрения новых продуктов. В результате не будут создаваться новые рабочие места, будет падать выпуск продукции и производительность труда, что приведет к снижению реальных доходов населения и совокупного спроса в экономике. Как итог - экономика страны может войти в стадию стагнации, выбраться из которой будет очень сложно.

Развитый фондовый рынок также способствует притоку иностранных инвестиций в экономику. Это очень важно, особенно для стран, у которых потребность в инвестициях больше, чем величина создаваемых сбережений внутри экономики. В качестве примера можно привести Россию. В нашей стране наблюдается недостаток долгосрочных инвестиций, и текущее положение развивающейся экономики с высокой доходностью не решает эту проблему, т.к. иностранные инвесторы больше предпочитают портфельные инвестиции, нежели прямые. Для решения этой проблемы в нашей стране в настоящее время ведется работа по созданию Международного финансового центра в Москве. Но для того, чтобы это сделать, чтобы привести

иностранных инвесторов в нашу экономику, нужно для начала провести ряд серьезных структурных изменений на фондовом рынке.

Учитывая важную роль фондового рынка в процессе финансирования экономики, а также его особое значение в создании Международного финансового центра в Москве для привлечения иностранных инвестиций в Россию, исследование его роли в финансировании экономики, в особенности экономики России, представляется крайне актуальным.

Цель и задачи работы. Целью магистерской диссертации является исследование роли фондового рынка в финансировании экономики на примере российской экономики.

Для достижения этой цели были поставлены следующие задачи:

- определить тип финансовой системы России для оценки роли фондового рынка в финансировании российской экономики. Сравнить значимость фондового рынка в этом процессе с ролью банковского сектора с использованием методов, общепринятых в зарубежной научной литературе;
- применить дополнительные методы с учетом специфики российской экономики;
- сравнить полученные результаты использования разных методов и сделать вывод о существующем типе финансовой системы и о роли фондового рынка в перераспределении средств между владельцами сбережений и компаниями;
- рассмотреть факторы для объяснения значимости фондового рынка в финансировании экономики нашей страны, используя сравнение с другими странами;
- рассмотреть преимущества и проблемы существующего типа финансовой системы в России;

- проанализировать перспективы развития фондового рынка и эволюцию его роли в финансировании экономики России, для чего более подробно рассмотреть концепцию по созданию Международного финансового центра в Москве.

Предмет и объект исследования. Объектом исследования выступает процесс финансирование экономики, а именно перераспределение свободных денежных средств от владельцев сбережений к компаниям, работающим в экономике. Предметом исследования выступает непосредственно фондовый рынок. Стоит уточнить, что помимо фондового рынка, как основного предмета исследования, в работе также выделяется банковский сектор (банки) как второстепенный предмет исследования. Это связано с тем, что при анализе роли фондового рынка, как основного предмета исследования, постоянно проводится его сравнение с банковским сектором и с его значимостью в финансовой системе.

Теоретическая и методологическая основа исследования. Теоретическую основу исследования составляют статьи, книги, периодические издания и аналитические материалы отечественных и зарубежных авторов по вопросам фондового рынка, банковского сектора и финансовой системы в целом. При написании диссертации использовались общенаучные методы познания: метод анализа и синтеза, системный подход и статистические методы анализа. Также активно использовались метод сравнительного анализа, дедуктивные и индуктивные методы.

Использованная информационная база. В процессе написания работы активно использовались статистические данные Всемирного Банка, Росстата, Международного Валютного Фонда, Спарк-Интерфакс, а также другие источники данных.

Структура магистерской диссертации. Диссертация состоит из: введения, основной части из 3 глав, каждая из которых поделена на параграфы, заключения, списка использованной литературы и приложения.

Структура и содержание **введения** соответствует предъявляемым методическим требованиям.

В главах **основной части** магистерской диссертации раскрываются теоретические и практические аспекты темы исследования:

В **первой главе** раскрываются теоретические аспекты изучаемой проблемы на основе зарубежной научной литературы: рассматриваются типы финансовых систем в зависимости от соотношения значимости фондового рынка и банковского сектора в финансировании экономики. Приводятся плюсы, минусы различных типов финансовых систем, а также факторы, которые определяют роль фондового рынка и банковского сектора в перераспределении между экономическими агентами.

Во **второй главе** проводится анализ значимости фондового рынка в России и определяется тип финансовой системы. Также анализируются причины, которые могли привести к полученным результатам.

В **третьей главе** проводится анализ положительных и отрицательных сторон установившейся финансовой системы в России, а также рассматриваются перспективы развития фондового рынка в будущем на фоне ряда структурных изменений, проводимых в соответствие с концепцией создания Международного финансового центра в Москве.

В **заключении** кратко изложены основные выводы, полученные в диссертации, а также проведено соотнесение результатов исследования с заявленными во введении целями и задачами.

Для краткости изложения материала в основной части диссертации вспомогательные таблицы вынесены в **приложение**.

Глава 1. Механизмы финансирования экономики: фондовый рынок и банковский сектор

Фондовый рынок – это важная часть финансовой системы, где происходят операции по купле-продаже ценных бумаг. В свою очередь, финансовая система – это комплекс финансовых рынков, финансовых посредников, инструментов и контрактов, главной целью которой в экономике любой страны является перераспределение свободных средств от экономических агентов, имеющих их избыток, к экономическим агентам, испытывающим их недостаток. Принято считать, что потоки денежных средств в экономике перемещаются чаще всего от домохозяйств, имеющих сбережения, к фирмам, у которых недостаточно собственных средств для реализации инвестиционных проектов. Но это не всегда так. Надо сказать, что не только домохозяйства и фирмы, но и государственные учреждения, и иностранные участники рынка могут находиться как на стороне кредиторов, так и среди тех, кто активно берет у них средства в долг в рамках отдельно взятой финансовой системы.

В экономике любой страны принято выделять два основных способа, с помощью которых денежные средства перераспределяются через финансовую систему от владельцев сбережений к заемщикам¹: прямой и косвенный. В первом случае перераспределение происходит непосредственно через фондовый рынок, являющийся частью финансовой системы. При этом свободные денежные средства направляются напрямую от сберегателей к должникам. Эта операция производится на фондовом рынке с использованием различных финансовых инструментов. На фондовом рынке выделяют различные сегменты в зависимости от классификации. Так, по типу финансовых инструментов выделяют рынок акций и рынок долговых обязательств; по способу размещения финансовых инструментов выделяют

¹ Мишкин Ф.С. Экономическая теория денег, банковского дела и финансовых рынков: Учебное пособие для вузов // Пер. с англ. Аспект Пресс, (1999), стр. 34-37

первичный и вторичный рынок; по способу организации сделок фондовый рынок подразделяют на биржевой и внебиржевой.

Помимо прямого способа финансирования экономики также существует не прямой или косвенный метод. В данном случае перераспределение средств происходит через другую важную часть финансовой системы, а именно через банковскую систему. При этом банки выступают в качестве посредников, находясь между владельцами сбережений и теми, кто нуждается в свободных средствах. Чаще всего, они принимают средства от первых в виде вкладов и выдают их вторым в виде кредитов.

Основной характеристикой любой экономики является соотношение между долей прямого и косвенного перераспределения средств между экономическими агентами, происходящего через финансовую систему. В дальнейшем экономикой, где преобладает финансирование через фондовый рынок, как часть финансовой системы, будем называть экономикой с финансовой системой рыночного типа (market-based). А экономикой с большей долей финансирования через банки будем называть экономикой с финансовой системой банковского типа (bank-based).

В последнем случае сделано некоторое обобщение при обозначении финансовой системы с преобладанием косвенного финансирования, как банковско-ориентированной. Это вызвано, во-первых, тем, что чаще всего доля банков среди финансовых посредников самая большая; во-вторых, тем, что рассматривать коммерческий банк в качестве примера классического финансового посредника является общепринятым в зарубежной научной литературе.

В дальнейшем будут рассматриваться факторы, влияющие на установление того или иного способа финансирования экономики. Но прежде, чем приступить к этим теоретическим аспектам, нужно понять

каковы базовые принципы финансирования экономики через фондовый рынок и через банки, а также остановиться на преимуществах и недостатках этих двух способов. Прежде чем приступить к рассмотрению непосредственно фондового рынка как основного канала финансирования экономики и рыночной финансовой системы стоит ознакомиться с финансовой системой, где именно банки являются основным источником свободных денежных средств для компаний.

1.1. Типы финансовых систем

1.1.1. Финансирование экономики через банки: банковская финансовая система (bank-based financial system)

При таком способе финансирования доля банковского сектора в финансовой системе очень велика, и большая часть внешнего финансирования компаний осуществляется через банки. Классическими примерами такой финансовой системы являются Япония и Германия. В Японии она называется «the main bank system» и действует в рамках keiretsu². Принцип работы большинства японских банков заключается в установлении очень длительных отношений со своими клиентами (компаниями), основанными на взаимном доверии и безупречной репутации. Немецкую банковскую систему называют «the hausbank system». Принцип заключается в том, что население сдает принадлежащие им акции на хранение в банки, которые получают право голосовать ими на собраниях акционеров. В результате, у банков оказываются достаточно крупные пакеты акций, дающие им возможность влиять на работу немецких компаний, многие из которых являются их клиентами. За счет того, что банки становятся крупными собственниками компаний, обе стороны заинтересованы в успешном развитии их бизнеса. В итоге между ними устанавливаются достаточно тесные контакты.

² Распространенная форма организации японских корпораций.

Преимущества финансирования экономики через банковскую систему

Есть несколько основных плюсов в работе банков. И главным из них является то, что помимо обычного кредитования банки устанавливают тесные долгосрочные отношения с компаниями-должниками, получая широкий доступ к информации об их деятельности. Также банки получают возможность влиять на корпоративную политику фирм наряду с менеджерами и акционерами. Эта власть банка над должником дает вкладчикам гарантии того, что их деньги и проценты будут возвращены в срок. Высшей степенью власти банка над кредитуемой компанией и близостью сотрудничества является ситуация, когда он владеет частью ее акционерного капитала. В этом случае у банков появляются еще и стимулы к максимизации стоимости своих компаний-должников.

Выступая в качестве посредников между владельцами сбережений и заемщиками, банки отчасти решают проблему асимметричности информации³ в экономике. Очень часто кредитор обладает недостаточной информацией о заемщике, что существенно затрудняет принятие правильных инвестиционных решений. Фредерик Мишкин в своей книге написал: «Недостаток информации порождает проблемы, с которыми финансовая система сталкивается на двух этапах: до осуществления сделки и после этого». В первом случае возникает проблема *adverse selection*. Она связана с тем, что на стадии выбора объекта инвестирования кредитор не может сказать, какой заемщик на самом деле лучше. Ведь может получиться так, что тот заемщик, который больше всех просит средства займа, в действительности, является самым ненадежным. Во втором случае риск называется *moral hazard*. Сложность заключается в том, что владелец сбережений не может эффективно контролировать способ использования его

³ Мишкин Ф.С. Экономическая теория денег, банковского дела и финансовых рынков: Учебное пособие для вузов // Пер. с англ. Аспект Пресс, (1999), стр. 45-46

средств должником. Ведь последний может истратить полученный кредит не по назначению, значительно увеличив риск возврата денег.

Банки и другие финансовые посредники имеют значительные преимущества перед частными инвесторами в получении необходимой информации о заемщиках. Во-первых, банки используют экономию от масштаба при сборе и обработке информации о потенциальных заемщиках. Благодаря работе с большим объемом информации у банков появляется привлекательная возможность осуществлять для этого постоянные затраты, а затем снижать переменные издержки сбора и обработки информации. Индивидуальный рыночный инвестор не готов нести значительные постоянные затраты, так как он работает со значительно меньшим объемом информации и в итоге не сможет окупить затраченные средства. В результате один посредник сможет намного эффективнее осуществлять сбор и обработку информации по большому числу компаний, чем множество индивидуальных инвесторов. Во-вторых, банки получают доступ к исключительной информации о компании-заемщике благодаря тесному сотрудничеству. Некоторые фирмы не хотят раскрывать информацию о себе на фондовом рынке, так как боятся, что эта информация попадет к их конкурентам. В таком случае они теряют шанс получить финансирование на рынке, так как инвесторы, рассматривая их как потенциальные объекты для инвестиций, столкнутся с серьезной проблемой *adverse selection*. Сотрудничество с банком является выходом для таких фирм. Они будут предоставлять ему всю информацию о себе, при условии, что банк не раскроет ее. В данном случае для банка полностью исчезает проблема асимметричности информации, так как он знает о деятельности фирмы все, и будет активно использовать полученную информацию при принятии инвестиционных решений.

В своей статье Rajan и Zingales (2001)⁴ утверждают, что банковская финансовая система может достаточно эффективно функционировать даже при отсутствии сильной законодательной базы и судебной системы, необходимых для составления надежных кредитных договоров и принуждения к их надлежащему исполнению. Эта особенность объясняется тесными отношениями между банком и компанией-должником. Чаще всего две стороны способны сами урегулировать все проблемы, возникающие в процессе сотрудничества, и для них не критично обязательное наличие эффективно составленного юридического договора. Сотрудничество в основном строится на взаимном доверии и сохранении репутации каждой из сторон.

Еще одним следствием тесного сотрудничества между банком и компанией-должником, упомянутым в работе Rajan и Zingales (2001), является гибкость во взаимоотношениях, а особенно при установлении ставки процента по кредиту для компании. При оценивании потребности фирмы в кредите, а также ее способности вернуть тело кредита и проценты, банк будет учитывать не только текущее финансовое положение клиента, но и его долгосрочную способность осуществлять платежи, т.к. рассчитывает на длительное продолжение сотрудничества. К тому же банк будет рассматривать все возможные рычаги воздействия, которые он сможет применить сейчас и в обозримом будущем, чтобы вернуть выданный кредит. Очень часто цена кредита может изменяться в процессе переговоров между банком и должником. Исход переговоров может зависеть от переговорной силы каждой из сторон. В итоге ставка процента может даже не отражать реальный риск проекта, под который изначально брался кредит. Если бы компания брала кредит на рынке при конкурентных условиях, то риск проекта и ее собственный риск были бы тщательно измерены, и была бы выведена истинная цена кредита. Рыночная ставка обычно считается самой

⁴ Rajan R. G., Zingales L. Financial Systems, Industrial Structure, and Growth // Oxford Review of Economic Policy, Vol. 17, No. 4, (Winter 2001), pp. 472- 476

подходящей для эффективного перераспределения средств от кредиторов к должникам. В случае же с банком, фактическая ставка кредита может не совпадать с его истинной рыночной стоимостью. Часто это оказывается оправданным для банка, компании и даже для общества. Бывают случаи, когда компания, приносящая большую пользу обществу (например, за счет создания большого количества рабочих мест или других положительных внешних эффектов), оказывается в тяжелом финансовом положении. У нее не хватает средств, чтобы расплатиться по обязательствам, а ставка по кредиту, которую ей предлагает рынок, слишком высока для нее. При этом вполне возможно, что ее проблемы носят краткосрочный характер и есть определенная уверенность, что в долгосрочной перспективе она сможет «встать на ноги» и расплатиться по всем обязательствам. Скорее всего данная компания будет вынуждена объявить себя банкротом, если столкнется с рыночными механизмами ценообразования без поддержки государства. Если же эта компания работает с банком, то она может быть спасена. Банк учтет будущие выгоды от продолжения сотрудничества с данной компанией, оценивая риски не так строго, как это делается на рыночных условиях, и, вероятно, выдаст кредит с заниженной ставкой процента в краткосрочном периоде, чтобы дать компании возможность стабилизировать свое финансовое положение. Но сделает он это с ожиданием того, что когда компания станет платежеспособной, они пересмотрят ставку на значение выше рыночного уровня. Тем самым банк возместит потери, которые ему пришлось понести в краткосрочном периоде, предотвращая банкротство своего клиента. В рассмотренном случае может выиграть даже общество, так как спасенная компания обладает положительным внешним эффектом.

Следующим важным плюсом банков является то, что они способны распределить систематические риски финансовой системы на длительном промежутке времени (*intertemporal risk smoothing*). Это свойство банковской

системы затронули в своей статье Allen и Gale (2001)⁵. Систематические риски связаны с разного рода макроэкономическими шоками и в определенный момент времени системно воздействует практически на все финансовые активы, снижая их стоимость. Финансовые рынки не могут снизить систематический риск, так как способны лишь на снижение риска в рамках отдельно взятого портфеля активов. Это называется диверсификацией, предполагающей включение в портфель некоррелируемых финансовых активов (cross-sectional risk sharing). Именно поэтому систематический риск по-другому называют еще недиверсифицируемым.

Allen и Gale (1997)⁶ в своей статье хорошо описали то, как банковская система способна снизить систематический риск в момент шока, распределив его бремя между поколениями (intergenerational risk sharing). В качестве примера они сравнили классические финансовые системы США и Германии в период 70-х и 80-х годов прошлого века. В 1973г произошел нефтяной шок, спровоцированный странами ОПЕК. В результате, капитализация Американского фондового рынка упала в период 1973-1974 гг. более чем в два раза. Это хорошо видно на Рисунке 1, где индекс NYSE за эти два года снизился приблизительно со 115 пунктов в конце 1972 г. до 55 пунктов к концу 1974 г.

Обвал рынка существенно снизил стоимость активов инвесторов. Особенно сильно пострадали американские граждане пенсионного возраста, державшие свои сбережения в акциях и решившие продать их именно в это время. Многим из них пришлось сильно сократить свое потребление в последние годы жизни в связи с потерей большей части пенсионных сбережений. В Германии можно было наблюдать абсолютно

⁵ Allen F., Gale D. Comparative Financial Systems: A Survey // Financial Institutions Center at The Wharton School, Working Paper № 01-15, (2001), pp. 13

⁶ Allen F., Gale D., Financial Markets, Intermediaries, and Intertemporal Smoothing // Journal of Political Economy, Vol 105, No 3, (June 1997), pp. 523-525

противоположную ситуацию. Как уже отмечалось, Германия является классической страной с банковской финансовой системой. Немецкие

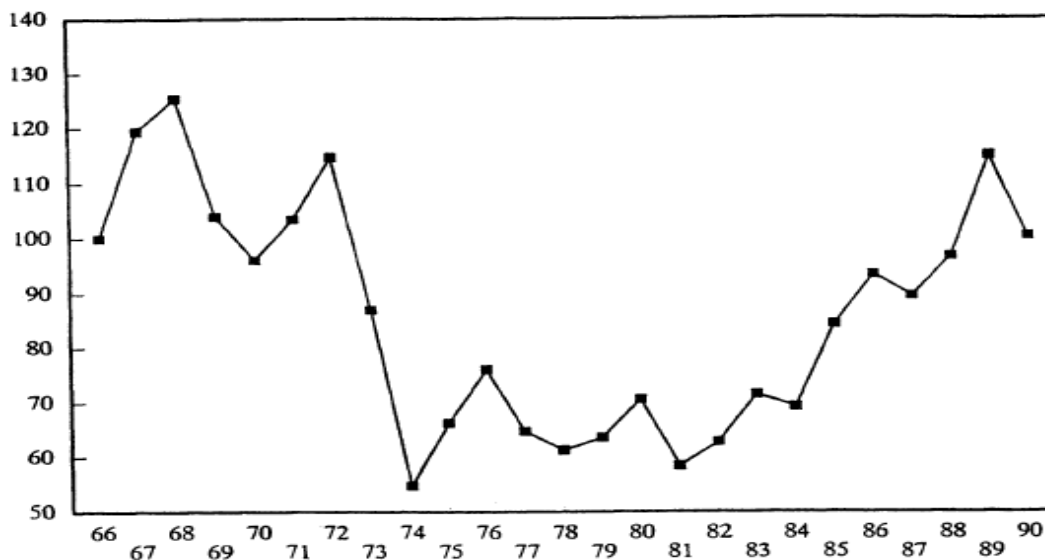


Рисунок 1: Динамика индекса NYSE с 1966 по 1990гг. (1966 г. – базовый)⁷

пенсионеры в то время держали большую часть своих сбережений в банках. Их сбережения имели твердую номинальную стоимость и не зависели от динамики рынка. В результате немецкие пенсионеры практически не пострадали от случившегося нефтяного шока в отличие от своих американских визави. Это говорит о том, что банковская финансовая система в Германии нивелировала воздействие данного экзогенного макроэкономического шока, не дав ему нанести урон своим инвесторам.

Однако, уже в следующем десятилетии мировые фондовые рынки испытали сильный отскок, в частности, это произошло в США и Германии. Американский фондовый рынок возрос почти в два раза. Инвесторы в США, державшие свои сбережения в акциях, существенно увеличили свое благосостояние. Многие люди, в том числе пенсионеры, благодаря этому смогли значительно нарастить потребление. Абсолютно противоположная ситуация наблюдалась в Германии, где благосостояние инвесторов

⁷ Там же

увеличилось не так сильно из-за того, что большая часть сбережений хранилась в банках.

Приведенный пример хорошо показывает, что банковская финансовая система способна распределить недиверсифицируемый риск во времени. Поколение инвесторов, заставшее систематический шок финансовой системы, теряет на спаде не так много, как могло бы потерять с преобладанием инвестирования через фондовый рынок. Однако, следующие поколения инвесторов получают не такой большой выигрыш от подъема на фондовом рынке, как могло получиться будь финансовая система рыночноориентированной. В результате негативное воздействие макроэкономического шока распределяется между нынешним и будущими поколениями.

Еще одним важным преимуществом банков и других институтов косвенного финансирования является то, что они пользуются экономией от масштаба при инвестировании средств вкладчиков, таким образом существенно снижая транзакционные издержки инвестирования. Также они помогают инвесторам, которые, например, хотят инвестировать на фондовом рынке, но не имеют ни достаточного количества средств для покупки дорогих лотов ценных бумаг, ни необходимых знаний для эффективного инвестирования. К тому же финансовые посредники могут не только получать выгоду от объема своих инвестиций, уплачивая меньшую комиссию на единицу инвестированных средств, но и, в принципе, экономить на операциях за счет внушительного опыта инвестирования по сравнению с частными инвесторами.

Недостатки финансирования экономики через банковскую систему

У банковской финансовой системы имеется много положительных сторон. Большинство из них связано с преимуществами тесного сотрудничества между банками и компаниями-должниками. Однако, эта

особенность банковской финансовой системы в то же время является источником ее проблем.

Главная проблема долгосрочного сотрудничества, подробно разобранная в работе Arnoud W.A. Boot (2000)⁸, заключается в том, что банку со временем становится все тяжелее отказать фирме в кредите (soft-budget constraint problem). Этот недостаток становится особенно критичным, когда у фирмы появляются проблемы с платежеспособностью. В этом случае, чтобы не оказаться банкротом, фирма просит банк выдать ей дополнительный кредит на погашение других обязательств. Даже оценив положение фирмы как очень тяжелое, банк все равно может продолжать ее финансирование вопреки всем законам банковского кредитования. Проблема в том, что общая сумма долга, выданного фирме к этому моменту, несравнимо велика по отношению к величине очередного кредита. Выдавая новый заем, банк надеется лишь на то, что компания все же выйдет из тяжелого положения и в дальнейшем вернет банку все долги. Если банк сразу же откажет компании в кредите, то она с очень большой вероятностью обанкротится в самое ближайшее время, и банк точно не сможет вернуть свои деньги целиком. Ситуация усугубляется тем, что компания осознает свою переговорную власть над банком. Она знает, что, если попросит, то с большой вероятностью сможет изменить условия кредитного соглашения с банком на более мягкие. В данной случае решение менеджмента компании к эффективному использованию вновь получаемого кредита может оказаться несколько сниженным. Это, в свою очередь, снижает шансы компании к выходу из тяжелого финансового состояния и увеличивает вероятность того, что банк не сможет полностью вернуть ранее выданную сумму долга.

Следующий недостаток сотрудничества банка и компании – это монопольная власть банка. Банк получает выгоду от того, что клиенты,

⁸ Boot A.W.A. Relationship Banking: What Do We Know? // Journal of Financial Intermediation, Vol. 9, No.1 pp. 16

которых он обслуживает, кредитуются только у него и пытается по возможности закрепить свое монопольное положение. Он является единственным кредитором для фирмы в нормальной ситуации, когда она успешно функционирует, и получает от этого дополнительную ренту за счет ее финансирования в обход рыночных условий. Частично этот вопрос уже разбирался, когда гибкость при установлении ставки кредита для компании в разные периоды времени рассматривалась как положительная сторона банковской финансовой системы. Но тогда положительный эффект появлялся вследствие того, что в тяжелый для компании период банк мог предоставить кредит по заниженной цене, дав ей возможность вернуться к состоянию стабильности. Однако, возможно, что некоторые фирмы вообще никогда не испытывали финансовых трудностей, следовательно у них не было острой нужды во временном льготном кредитовании со стороны банка. Но они все равно вынуждены переплачивать за банковский кредит, так как находятся в стабильном финансовом положении. Описанная проблема особенно остра в банковской системе, где конкуренция между банками не столь высока. Рассмотрение этой проблемы присутствует в статье Rajan и Zingales (1998b)⁹, и Rajan и Zingales (2001)¹⁰.

Мы выяснили, что банк получает дополнительную ренту при финансировании компаний в стабильном состоянии за счет своего монопольного положения. Rajan и Zingales (2001)¹¹ утверждают, что это может негативно сказаться на инновационной активности компаний. Так, банк, видя, что компании успешно внедряют инновации и получают от этого дополнительную прибыль, может принять участие в успехе своих клиентов, пересмотрев условия кредитных договоров на более строгие. Компания заранее включит ответную реакцию банка в анализ целесообразности финансирования инноваций, таким образом, снижая вероятность принятия

⁹ Rajan R.G., Zingales L. Which Capitalism? Lessons from the East Asian Crisis // Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 11, No. 3, (Fall 1998), pp. 2-3

¹⁰ Там же

¹¹ Там же

решения об инвестировании. Такое развитие событий особенно характерно для высокотехнологичных отраслей.

Кроме того, тесное сотрудничество банков и компаний может также снизить конкуренцию в отрасли, где работают компании. Это предположение было выдвинуто в статье Rajan (1992)¹². Возможно, что банки, уже работающие с определенными компаниями достаточно длительное время, не захотят заниматься финансированием их молодых конкурентов. В результате, только появившиеся фирмы не смогут найти достаточного финансирования для дальнейшего развития и будут уходить из отрасли. При этом общий уровень конкуренции будет снижаться.

Еще одним недостатком банковской финансовой системы является то, что банки могут вступить в сговор с менеджментом клиентских компаний при отсутствии должного регулирования за их деятельностью¹³. Будучи в сговоре участники могут ущемлять права акционеров, снижая эффективность корпоративного управления. Очень важным недостатком практики тесного сотрудничества между банками и фирмами является то, что уделяется очень мало внимания ценовым сигналам.

Hoshi (1991)¹⁴ в своей статье привел результаты исследования японской банковской системы в 1970-1980 гг. Он показал, что фирмы не связанные близкими отношениями с банками при определении объема инвестиций на следующий год достаточно чутко реагировали на величину денежных потоков от операционной деятельности. Так, при падении операционного денежного потока они незамедлительно снижали величину инвестиций. Наоборот, компании, имеющие тесное сотрудничество с банками, меньше

¹² Rajan R.G. Insiders and Outsiders: The Choice between Informed and Arm's-Length Debt // The Journal of Finance, Vol. XLVII, No. 4, (September 1992), pp. 1367-1370

¹³ Levine R. Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which Is Better? // Journal of Financial Intermediation 11, (2002), pp. 400

¹⁴ Hoshi T., Kashyap A., Scharfstein D. Corporate Structure, Liquidity, and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups // Quarterly Journal of Economics, 106, (1991), pp. 40-57

руководствовались величиной денежного потока при утверждении инвестиционного бюджета на следующий год.

Объяснением этому является то, что фирмы, сотрудничающие с банками, имели более свободный доступ к финансовым ресурсам. Таким образом, их инвестиционная политика была в меньшей степени ориентирована на денежный поток от текущей деятельности, выступающий в данном случае в качестве ценового сигнала. В результате, такое упрямое игнорирование истинной способности фирмы к реализации инвестиционной программы в долгосрочном периоде могло привести лишь к снижению стоимости компании в будущем.

1.1.2. Финансирование экономики через фондовый рынок: рыночная финансовая система (market-based financial system)

Такой тип финансирования экономики характеризуется тем, что доля фондового рынка в финансовой системе довольно велика. При этом компании удовлетворяют свои потребности во внешнем финансировании на рынке, чаще всего выпуская акции, либо облигации. При рыночном финансировании у компании имеется широкий круг инвесторов – владельцев эмитированных ею ценных бумаг. При этом отношения компании с инвесторами носят рыночный характер и подвержены значительной конкуренции, по сравнению со случаем, когда компания получает финансирование через банковскую систему. Классическими примерами рыночной финансовой системы являются США и Великобритания. В этих странах фондовый рынок очень развит. У данного типа финансирования экономики также имеются свои плюсы и минусы, которые мы также обсудим.

Преимущества финансирования экономики через фондовый рынок

Одно из главных преимуществ такой системы – это принятие инвестиционных решений на основе рыночных цен. Именно рыночная цена

любого актива справедливо учитывает все будущие выгоды от владения этим активом, одновременно инкорпорируя все сопутствующие риски. Поэтому, чаще всего, самое эффективное перераспределение ресурсов от владельцев сбережений к заемщикам происходит при использовании именно рыночных цен. Еще Fama¹⁵ в 1976г писал: «... идеальный рынок – тот, где цены есть истинные сигналы для перераспределения капитала. Это когда фирмы, выпуская ценные бумаги для финансирования своей деятельности, ожидают получить справедливую цену за них, и когда инвесторы выбирают подходящие ценные бумаги для инвестирования, предполагая заплатить за них справедливую цену». К тому же рыночный процесс принятия инвестиционных решений имеет способность к самосовершенствованию. «Чем больше сделок совершаются с учетом рыночных цен, тем больший объем информации включается в цены, способствуя принятию все более правильных решений» (Rajan and Zingales, 2001)¹⁶.

Стоит отметить, что необходимое условие для совершения эффективных сделок на основе рыночных цен – это то, что в рыночной финансовой системе вся доступная информация распространяется свободно, и нет никакой ярко выраженной информационной монополии со стороны участников рынка. Компании для получения финансирования на рынке вынуждены публично распространять существенную информацию о своей деятельности в соответствии с принятыми стандартами отчетности. Как только информация о компаниях попадает на фондовый рынок, она сразу же отражается в цене акций и долговых обязательств, эмитированных компаниями¹⁷. Это существенное преимущество фондового рынка по сравнению с банковской финансовой системой, где возможна ситуация, когда вся информация о компаниях известна только их банку, и он единственный, кто может принимать эффективные инвестиционные решения в отношении

¹⁵ Fama E, Foundations of Finance, New York: Basic Books, (1976) pp.133

¹⁶ Там же

¹⁷ В соответствии с теорией эффективного рынка.

своих клиентов. Котировки ценных бумаг компаний постоянно меняются в зависимости от того, как рынок оценит эффективность работы ее менеджмента на основе периодически публикуемой отчетности. Следовательно, собственники компаний могут постоянно получать достаточно достоверную информацию о качестве работы своих управляющих. Чтобы стимулировать эффективность работы своих менеджеров, собственники часто устанавливают для них специальные бонусы, размер которых привязан к динамике цен на акции компании. В результате, повышается эффективность корпоративного управления, и это еще один плюс рыночной финансовой системы, описанный в работе Holmstrom и Tirole (1993)¹⁸.

Выше уже упоминалось, что банковская финансовая система достаточно эффективно распределяет систематический риск во времени (intertemporal risk sharing), но она не может с тем же успехом распределить специфический риск, приходящийся на каждого инвестора (cross-sectional risk sharing). С этим, однако, эффективно справляется фондовый рынок. Это преимущество рынка показали в своей статье Allen и Gale (2001)¹⁹. Все инвесторы имеют разную расположенность к риску и пытаются так составить свои инвестиционные портфели, чтобы их специфические риски точно соответствовали их предпочтениям. Это можно очень эффективно реализовать на фондовом рынке, так как там свободно обращаются различные активы со свойственными им рисками. В результате активного обмена активами на рынке инвесторы, принимающие риск и отрицательно относящиеся к риску, добиваются своей цели.

Недостатки финансирования экономики через фондовый рынок

Основной недостаток данного типа финансирования экономики – это неспособность решить проблему moral hazard. Эта проблема существует,

¹⁸ Holmstrome B., Tirole J. Market Liquidity and Performance Monitoring // J. Polit. Econ (101), (1993) , pp. 1-2

¹⁹ Там же

даже не смотря на строгое регулирование фондового рынка со стороны специальных организаций²⁰. Контролирующие организации заставляют компании, чьи ценные бумаги торгуются на рынке, публиковать полную информацию о своей деятельности и следят за достоверностью публикуемых данных. Однако, есть случаи, когда компании отклоняются от первоначально заявленной деятельности, принимая на себя излишние риски, при этом подделывая публикуемую отчетность. Иногда этим компаниям удается достаточно долго обманывать общественность и регулирующие органы, получая при этом финансирование на рынке. В качестве вопиющих примеров такого поведения можно привести истории Enron и Madoff Investment Securities, которые в течение длительного времени обманывали своих акционеров и вкладчиков. Надо заметить, что это случилось в США, стране, которая является классическим примером эффективной работы рыночной финансовой системы, и имеет очень строгий контроль за фондовым рынком.

Этот минус рыночной системы подробно описывают в своей статье Boot and Thakor (1997)²¹. Они утверждают, что действия рынка по получению информации о компаниях не так скоординированы, как в банковском секторе. У банков есть возможность ближе сотрудничать с компаниями и получать от них полную информацию об их текущей деятельности при тесном сотрудничестве, в отличие от разрозненных рыночных инвесторов. Именно поэтому рынок менее эффективен в решении проблемы moral hazard.

Еще один недостаток рынка очень близко граничит с такой его положительной стороной, как ликвидность. С первого взгляда хорошо, что активы на рынке высоколиквидны, так как инвесторы могут быстро от них избавиться при появлении негативной информации или если им нужны наличные средства. Но Bhide (1993)²² в своей статье рассматривает высокую

²⁰ В США этим занимается U.S. Securities and Exchange Commission.

²¹ Boot A.W. A., Thakor A.V. Financial system architecture // *Rev. Finan. Stud.* 10. (1997) , pp. 726-727

²² Bhide A. The hidden costs of stock market liquidity // *J.Finan.Intermed*, 34. (1993) , pp. 43-45

ликвидность с другого ракурса. Он отмечает, что, когда инвесторы могут быстро и без потерь выйти из ценных бумаг компаний, то они меньше внимания уделяют корпоративному контролю за их деятельностью, становясь при этом чрезмерно пассивными (*myopic investor climate*). Это повышает стимулы управляющих к отклоняющемуся поведению, которое может привести к дестабилизации положения компаний. В целом это снижает эффективность работы финансовой системы. Данные выводы были получены Bhidé (1993) в результате анализа высоколиквидного рынка США.

Следующей проблемой рынка является то, что у компании может быть, например, очень много кредиторов, владеющих долговыми обязательствами. В этом случае фирме будет тяжело договориться с ними о реструктуризации долга, если таковая будет необходима при угрозе банкротства. При банковском финансировании компании намного легче вести переговоры о пересмотре кредитных соглашений, так как число банков, предоставивших ей кредит, сравнительно невелико. К тому же, при ведении переговоров с держателями долговых обязательств возникает проблема безбилетника. Она связана с тем, что если несколько кредиторов согласятся на реструктуризацию своей части долга, то у остальных может снизиться желание сделать это. Их отказ объясняется тем, что компания может быть спасена уже при существующих уступках со стороны других кредиторов. Тогда зачем им тоже соглашаться на реструктуризацию, если это снизит их доходы?

Rajan и Zingales (2003)²³ кроме всего вышеперечисленного отмечают, что рыночная финансовая система страдает от возникающих пузырей (*bubbles*) на фондовом рынке. Обычно, принято разграничивать колебания котировок активов в связи с их специфическими характеристиками и глобальными движениями на рынке. Например, в Тайване, динамика

²³Rajan R., Zingales L. Banks and markets: the changing character of European finance, NBER Working paper № 9595, (2003), pp. 15, 31-32

котировок ценных бумаг примерно на 40% определяется движением рынка. Бывают случаи, что рыночные котировки активов начинают расти, при этом их рост нельзя объяснить какими-то фундаментальными факторами, так как никаких серьезных изменений в специфических характеристиках активов не происходило. В этом случае говорят об эйфории на рынке и образовании пузыря. А так как в рыночной финансовой системе инвестиционные решения принимаются исключительно на основе цен, то пузыри становятся причиной неэффективных инвестиций.

Выше были рассмотрены основные принципы финансирования экономики через банковскую систему и фондовый рынок. Также были проанализированы основные плюсы и минусы банковской и рыночной финансовых систем, свойственных для экономик с этими способами финансирования. Теперь попытаемся рассмотреть возможные причины становления того или иного типа финансовой системы, чтобы ответить на вопрос: «Почему в одних странах экономика финансируется главным образом через банки, а в других странах наоборот роль фондового рынка при финансировании экономики значительно выше?».

1.2. Факторы, определяющие способы финансирования экономики

1.2.1. Структура реальной экономики

Есть различные факторы, определяющие, какой будет финансовая система в стране. Но самый весомый из всех был выдвинут в работе Allen, Bartiloro and Kowalewski (2007)²⁴. В своей статье авторы сделали предположение, что именно структура реальной экономики прежде всего влияет на определение способа ее финансирования. Однако, при формировании гипотезы авторы уточняют, что соотношение различных отраслей в экономике существенно влияет на выбор основного канала

²⁴ Allen., Franklin., Bartiloro., Laura., Kowalewski., Oskar. Does Economic Structure Determine Financial Structure? // AFA (2007) Chicago Meetings Paper, pp. 4

инвестирования в экономику только в развитых странах, в то время как в менее развитых странах эта связь скорее всего не такая сильная. В статье предложенная зависимость объясняется тем, что финансовая система подстраивается под нужды реальной экономики. Иначе говоря, направление развития экономики создает устойчивый спрос на определенные типы финансовых институтов и инструментов, который, в свою очередь, финансовая система пытается удовлетворить. И если нет никаких ограничений, то финансовая система со временем начинает полностью соответствовать запросам экономики, превращаясь в ярко-выраженную рыночную или банковскую финансовую систему.

Авторы статьи, как принято в классических работах по этой теме, выделили два типа финансовых систем: рыночную и банковскую. При объяснении зависимости между типом финансовой системы и реальной экономики они использовали идею, предложенную Rajan и Zingales (2003b)²⁵. Их идея заключалась в том, что финансирование через банковскую систему больше подходит для компаний с большим количеством реальных, осязаемых активов, нежели высокотехнологичных компаний, у которых большая часть активов носит нематериальный характер. Это объясняется тем, что материальные активы служат хорошим обеспечением при кредитовании в банках. Большой объем обеспечения решает проблему низкой ликвидности при банковском финансировании. В этом случае даже концентрация информации у банка и ее отсутствие у других участников рынка не является проблемой, так как наличие обеспечения автоматически делает фирмы более ликвидными в глазах инвесторов на рынке. Финансирование через фондовый рынок наоборот лучше подходит для высокотехнологичных компаний, потому что рынок больше внимания

²⁵ Rajan R., Zingales L. Banks and markets: The changing character of European finance, in V. Gaspar, P. Hartmann and O. Sleijpen (eds.), *The Transformation of the European Financial System*, Frankfurt: European Central Bank, (2003b), pp. 139-140

придает ожидаемым выгодам от новых технологий и не рассматривает отсутствие материального обеспечения как критический фактор.

Основываясь на этой идее, Allen, Bartiloro и Kowalewski делают предположение, что в странах, где больше фирм с материальными активами, скорее всего, будет банковская финансовая система. В свою очередь, фондовый рынок будет преобладать там, где у фирм много технологий и неосязаемых активов.

В статье используются панельные данные по 103 странам, часть из которых состоит в ОЭСР. Временной промежуток данных с 1976 по 2005 гг. Чтобы показать различие между развитыми и менее развитыми странами, авторы проводят регрессионный анализ сперва по всей выборке, а затем только по странам ОЭСР.

Для определения размера банковской системы и прочих финансовых посредников в экономике используются следующие показатели:

Bank Credit: показывает, какую долю от ВВП составляют кредиты, выданные банковской системой в экономике.

Private Credit: показывает, какую долю от ВВП составляют кредиты, выданные всеми финансовыми посредниками только частному сектору.

Для определения размера фондового рынка используются следующие показатели:

Stock Market Capitalization: показывает соотношение между рыночной стоимостью всех акций, обращающихся на фондовых рынках страны, и ВВП.

Private Bond Market Capitalization: есть соотношение между рыночной стоимостью всех выпущенных долговых обязательств на территории страны и ВВП.

Авторы используют соотношения показателей из этих двух групп для определения способа финансирования экономики.

Для описания производственной структуры экономики в статье используется деление отраслей на три категории: промышленность, сфера услуг и сельское хозяйство (земля, с/х техника). Для определения доли каждой из групп отраслей учитывается их суммарная добавленная стоимость в ВВП. Если доля добавленной стоимости промышленности и сельского хозяйства в ВВП страны больше, чем у сферы услуг, то у этой страны преобладают материальные активы и наоборот.

В результате проведения регрессионного анализа Allen, Bartiloro и Kowalewski получают статистически значимую зависимость между типом финансовой системы, т.е. способом финансирования экономики и структурой реальной экономики для развитых стран. У менее развитых стран эта зависимость оказалась не столь значимой. В результате они делают вывод, что в развитых странах способ финансирования экономики приходит к оптимальному состоянию в долгосрочном периоде и полностью соответствует потребностям реальной экономики.

1.2.2. Правовая система

Следующим важным фактором, определяющим тип финансовой системы, является степень защищенности прав инвесторов. В этой области есть несколько взаимосвязанных работ, которые мы сейчас и рассмотрим.

Самая ранняя работа называется «Legal determinants of external finance» (1997)²⁶. В этой работе LaPorta, Silanes, Shleifer, Vishny делают предположение, что степень защищенности прав акционеров влияет на размер рынков акций и долговых обязательств. Под степенью защищенности прав акционеров авторы рассматривают не только то, насколько хорошо акционеров защищает сам текст законов, но и то, с какой эффективностью их права, прописанные в законах, отстаиваются на практике. В работе

²⁶La Porta., Lopez-de-Silanes R., Shleifer F., Vishny A., Robert. Legal Determinants of External Finance // The Journal of Finance, Vol. LII, No3, (July 1997) , pp. 15

проводится регрессионный анализ данных по 49 странам по состоянию на 1994 год. При проведении анализа используются различные показатели.

Основные показатели размера фондового рынка:

External cap/GNP: отношение стоимости акций компаний, допущенных к торгам на фондовом рынке (принадлежащих миноритарным акционерам) к ВВП.

Domestic firms/Pop: отношение числа компаний, чьи ценные бумаги допущены к торгам на биржах, к численности населения.

IPOs/Pop: количество IPO в данной стране за рассматриваемый период, деленное на численность населения.

Debt/GNP: отношение рыночной стоимости обращающихся облигаций к ВВП.

В статье используются различные индикаторы для оценки качества защиты прав инвесторов в исследуемых странах. Под степенью защиты подразумевается то, как права инвесторов прописаны в законах и то, как справедливо они отстаиваются в судах.

Чтобы оценить то, как хорошо защищают акционеров тексты законов и насколько они удобны, авторы используют разработанный ими Antidirector индекс. Он включает в себя следующие права акционеров:

- Право голосовать на собрании акционеров без обязательного присутствия самого акционера или его представителя. В этом случае акционеру предоставляется возможность направить свой голос через электронную почту.
- Возможность участвовать на собрании акционеров и голосовать своими акциями без предварительного помещения акций на специальный депозит за несколько дней до собрания. Этот пункт

включен в индекс, так как в некоторых странах есть такое обязательство. Оно призвано предотвратить продажу акций прямо перед собранием акционеров.

- Существование кумулятивного голосования, призванного дать больше возможности миноритарным акционерам по продвижению своего представителя в совет директоров.
- Право акционеров оспаривать неоднозначные решения директоров в суде (сюда не включаются случаи, когда явно нарушаются права акционеров), а также требовать от компании выкупа акций, принадлежащих акционерам, в случае, если они не были согласны с ключевыми решениями (поглощение, продажа активов), принятыми советом директоров и большинством акционеров.
- Возможность созвать внеочередное собрание акционеров при владении пакетом акций в 10% и меньше.

По каждому из прав, включенных в индекс, ставится один балл, если оно присутствует в законе рассматриваемой страны и 0 баллов, если оно не предусмотрено. Максимальное значение индекса равняется 5, минимальное – 0. Помимо этого индекса авторы статьи также включили в исследование индикатор под названием «одна акция - один голос». Если в законе страны строго предусмотрено, что обладание одной акцией дает ее владельцу только один голос, то индикатор равен 1, если возможны иные случаи, то он равен 0. В данном случае рассматриваются только обыкновенные акции.

Чтобы оценить степень защиты прав кредиторов LaPorta, Silanes, Shleifer, Vishny вводят специальный индекс (Creditor rights index), состоящий из четырех компонентов:

- Необходимость в получении согласия кредиторов на проведение реорганизации компании.

- Право обеспеченных кредиторов при проведении реорганизации получить в собственность активы, служащие обеспечением по выданным ими кредитам. В некоторых странах, однако, проведение реорганизации автоматически подразумевает, что все активы остаются во владении у новой компании и кредиторы не могут их получить. Это делается для того, чтобы защитить интересы менеджеров и остальных инвесторов.
- Право обеспеченных кредиторов на первоочередное получение средств от продажи активов компании при банкротстве. В некоторых странах обеспеченные кредиторы начинают получать выплаты только после того, как удовлетворены требования рабочих и государства.
- Право кредиторов сместить менеджеров компании, не дожидаясь исхода реорганизации. Это увеличивает влияние кредиторов.

Если в законе страны прописано какое-либо из вышеперечисленных прав инвесторов, то она получает плюс 1, если нет, то 0. В итоге, значение данного индекса варьируется от 0 до 4 для отдельно взятой страны.

Авторы также используют индикатор «Rule of law», который оценивает качество защиты прав инвесторов в судах. Он разрабатывается организацией «Political Risk Services Group»²⁷ и варьируется от 0 до 10 для каждой страны.

Важную роль в обосновании того, почему в одних странах рынки акций и долговых обязательств развиты лучше, чем в других играет также происхождение правовой системы. В своей работе LaPorta, Silanes, Shleifer, Vishny выделяют два вида правовой системы: Common Law и Civil Law.

Возьмем описание этих типов правовых систем, приведенное этими же авторами в статье "**Investor protection and corporate governance**" (2000)²⁸.

²⁷ [Электронный ресурс]. – Электронные данные. – Режим доступа: <http://www.prsgroup.com/CountryData.aspx>

К основным странам с Common Law относятся: США, Англия, Канада, Австралия, Индия. В то время как, например, Франция, Бельгия, Испания, Португалия, Бразилия имеют Civil Law. Кроме этого частично выделяются страны с German Law (Германия, Япония, Австрия) и Scandinavian Law (Дания, Швеция, Финляндия), хотя эти две правовые системы больше похожи на Civil Law.

Common Law - это правовая система, которая базируется на прецедентах из прошлого и самостоятельности судей. Здесь судьи обладают очень большой властью, так как если в их судебной практике встречается случай, который не похож ни на один из прецедентов, что были до этого, то они принимают решение самостоятельно, исходя из принципа справедливости (fairness). В данном случае общество доверяет судьям, отдавая правосудие в их руки (fiduciary duty).

Civil law – это правовая система, где законы разрабатываются законодательными органами (legislators) и судьи принимают решения только в заданных рамках закона. Если на практике встречается случай, который не прописан в законе, то судьи не могут самостоятельно принять решение. Разрешить проблему может лишь законодательный орган, внося соответствующую поправку в закон. Однако, обычно, этот процесс требует длительного времени.

Проведя эконометрическое исследование, LaPorta, Silanes, Shleifer, Vishny показали, что страны, где лучше защищены права инвесторов (индексы прав акционеров и кредиторов выше), имеют больший по размеру фондовый рынок. Под защищенностью прав инвесторов имеется в виду качество законов и то, как эти права отстаиваются в действительности.

Дополнительно авторы заметили, что происхождение правовой системы тоже может оказывать влияние на уровень развития рынка акций и

²⁸ La Porta., Lopez-de-Silanes R., Shleifer F., Vishny A., Robert. Investor protection and corporate governance // Journal of Financial Economics, Elsevier, Vol. 58(1-2),(2000) , pp. 9

долговых обязательств. В странах с Common Law фондовый рынок развит лучше, чем в странах с Civil Law. И это неудивительно, так как во время проводимого анализа проявилась зависимость, показывающая, что в странах с Common Law права инвесторов защищаются лучше, нежели в странах с Civil Law.

Следующая статья, которая будет рассмотрена, называется «The Legal Environment, Banks, and Long-Run Economic Growth» (1998)²⁹. В ней Levine показал, что банковская система будет лучше развиваться в тех странах, где права кредиторов хорошо защищены содержанием закона и они эффективно отстаиваются в суде.

В целом, в статье используются схожие с предыдущей работой показатели, отражающие качество защиты прав кредиторов. Индекс, показывающий то, как права кредиторов защищены содержанием закона, в этой статье по составу практически идентичен индексу, описанному у LaPorta, Silanes, Shleifer, Vishny. Единственная разница в том, что он не включает право инвесторов оспаривать решения менеджмента в суде. А в дополнение к показателю rule of law, введенному в предыдущей статье и сигнализирующему о качестве принуждения к исполнению закона, Levine использует индикатор CONRISK (contract risk). Этот показатель отражает риск того, что государство будет пытаться изменить условия договоров, заключаемых с частным сектором, вопреки законодательным актам. Он варьируется от 1 до 10. Чем выше его значение, тем меньше риск (т.е логика действует наоборот). Данный индикатор также рассчитывается для каждой страны организацией «Political Risk Services Group» и публикуется в International Country Risk Guide (ICRG). Авторы не пишут, почему они использовали именно этот индикатор для того, чтобы выявить качество принуждения к исполнению закона. Но, скорее всего, они хотят показать, что

²⁹ Levine R. The Legal Environment, Banks, and Long-Run Economic Growth // Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 30, No. 3, Part 2, (August 1998), pp. 18

если само государство не следит за исполнением законов, то у него не будет стимулов к созданию эффективной судебной системы, защищающей права сторон при заключении договоров. А ведь инвестирование средств на финансовых рынках или в банковском секторе в том числе оформляется договором. В государственной структуре может возникнуть конфликт интересов, когда, например, Центральный Банк страны нарушит условия договора, заключенного с инвестором, купившим его облигации, а суд будет вынужден решить кто прав, а кто виноват.

Что касается происхождения правовой системы, то авторы полностью солидарны с LaPorta, Silanes, Shleifer, Vishny и используют их классификацию.

Чтобы показать степень развития банковского сектора, Levine использует показатель ее размера, который равен соотношению кредитов, выданных банковским сектором частному сектору.

В статье проведен регрессионный анализ данных, где строилась регрессия по показателю размера банковского сектора на индикаторы защиты прав инвесторов и происхождения правовой системы (включены как Dummy-переменные). В результате было получено, что все коэффициенты при индикаторах защиты прав инвесторов были положительны и значимы на 5%. При исследовании влияния происхождения правовой системы, были получены результаты, однозначно показывающие лишь то, что только коэффициент перед German Law (разновидность Civil Law) dummy-действительно значим при разумном уровне значимости.

В заключение Levine резюмирует, что страны, где права кредиторов защищены законами, имеют более развитую банковскую систему. При этом принуждение к исполнению законов также играет роль. В странах с сильной судебной системой банки развиты намного лучше, нежели там, где законы не

выполняются. Страны с German Law имеют более развитую банковскую систему, чем страны с другими видами правовых систем.

Последней работой, подводящей черту под исследованием влияния правовой среды на тип финансовой системы, является статья, опубликованная Ergungor (2004)³⁰. В своей статье автор прежде всего фокусируется на влиянии происхождения правовой системы, оказываемым на развитие финансовых рынков и банковской системы.

В своем исследовании Ergungor выделяет два основных типа происхождения правовой системы: Common Law и Civil Law. Ранее нами поверхностно описывалась разница между этими правовыми системами. Но в данной статье этому уделяется более пристальное внимание. Автор указывает на то, что Common Law эффективнее при разрешении конфликтов между кредиторами и заемщиками, чем Civil Law, так как судьи обладают большей гибкостью и самостоятельностью при подходе к нарушениям, которые не прописаны в законе. В Civil Law у судей нет такого права, поэтому для разрешения конфликта законодательный орган должен внести поправку в закон. В случае Civil Law вполне возможно, что некоторые заемщики на рынке смогут найти способ обманывать кредиторов в течение определенного времени, не получая при этом должного наказания в суде, так как в законе нет решения возникшего конфликта, а необходимые поправки в закон будут вноситься слишком долго. В данной ситуации кредиторы могут вообще временно отказаться давать в долг всем заемщикам на рынке. Данная ситуация объясняется наличием проблемы moral hazard, так как кредиторы не могут точно определить, какие из должников будут нарушать условия договора в будущем, а какие нет. Мы уже отмечали, что преимуществом банков является то, что они могут достаточно эффективно функционировать даже без сильной правовой среды, так как устанавливают более тесный

³⁰ Ergungor O. Market- vs. bank-based financial systems: does rights and regulation really matter? // Journal of Banking and Finance, 28, (2004) , pp. 12

контакт с должниками, лучше контролируют его, получают о нем больше информации, нежели рынок и имеют эффективные рычаги воздействия на своего клиента. В результате банки не будут бояться давать средства в кредит даже при слабости судов в странах с Civil Law, поддерживая при этом доступность кредита. Основываясь на данной теоретической предпосылке, Ergungor делает вывод о том, что роль банковского сектора будет, скорее всего, значительно выше в странах с Civil Law, т.к. банки могут помогать в разрешении конфликтов и принуждать к выполнению условий контракта без обращения к слабой правовой системе. Выше уже упоминалось, что недостаток банков – это слишком большая плата за свои услуги (избыточная рента). Это связано с тем, что они пользуются своим монопольным положением при тесном сотрудничестве с клиентами. Компании же при слабой эффективности рынка в странах с Civil Law боятся потерять источник финансирования в лице банка, поэтому соглашаются платить избыточную ренту. Но когда в стране действует Common Law, то суды успешно справляются с конфликтами между инвесторами и заемщиками, и финансирование через рынок происходит без перебоев. В данной ситуации у заемщиков теряется стимул переплачивать банкам за получаемое фондирование. Отсюда, в работе делается вывод, что в странах с Common Law роль фондового рынка в финансировании экономики будет значительно выше.

1.2.3. Национальная культура

Следующим фактором, оказывающим влияние на тип финансовой системы в отдельно взятой стране, является ее национальная культура. Достаточно полное определение национальной культуры приведено в статье Hofstede и Bond (1988)³¹. Авторы определяют культуру как «запрограммированное сознание, которое отличает представителей одной

³¹ Hofstede G., Bond M. The Confucius Connection: From Cultural Roots to Economic Growth // *Organizational Dynamics*, 15 (1), (1988) , pp. 14

категории людей от другой». Рассматриваемую зависимость подробно исследуют в своей статье Tadesse и Kwok (2006)³².

В качестве индикатора национальной культуры они используют Uncertainty Avoidance Index (UAI). Данный индекс оценивает то, как люди принимают риск, если будущее не может быть предсказано. В обществе, где значение этого индекса велико, люди постоянно обеспокоены тем, что не знают исхода завтрашнего дня. Обычно, в такой стране отрицательно относятся к конкуренции и возникающим конфликтам, связанным с невыполнением условий контрактов. Поэтому люди больше предпочитают принимать решения в группе и поддерживать контакт друг с другом в процессе деятельности. В результате, это ведет к кооперации и большей предсказуемости действий людей. Если же UAI в стране низкий, то люди спокойнее воспринимают состояние неопределенности. Они предпочитают конкуренцию и не стремятся к коллективизму. Исходя из вышеперечисленных рассуждений авторы статьи приходят к выводу, что, скорее всего, в странах с высоким UAI финансовая система будет банковской. Банки будут достаточно надежно сохранять сбережения людей и гарантировать заранее обещанную доходность при любых обстоятельствах, даже при возникновении различных макроэкономических шоков. В данном случае важной чертой банковской системы становится страхование депозитов. И наоборот, там, где UAI низкий, вероятно, будет рыночный тип финансовой системы, так как она характеризуется меньшей определенностью при инвестировании.

Tadesse и Kwok анализируют одногодичные данные по 41 стране. Для сравнения развития банковской и рыночной финансовой системы они используют не только показатель размера, но и показатели активности и эффективности.

³² Kwok C., Tadesse S. National culture and financial system // Journal of International Business Studies, 37, (2006), pp. 13

Architecture-Size: отношение капитализации рынка акций к размеру кредита, выданного банковским сектором частному. Числитель и знаменатель представляются как доля от ВВП.

Architecture-Activity: отношение стоимости акций, по которым совершались торги за рассматриваемый период, к размеру кредита, выданного банковским сектором частному. Числитель и знаменатель представляются как доля от ВВП.

Architecture-Efficiency: отношение стоимости акций, по которым совершались торги за рассматриваемый период, к доле накладных расходов банков к их активам. Числитель представляется как доля от ВВП.

В результате проведенного регрессионного анализа Tadesse и Kwok подтверждают ранее выдвинутую гипотезу. Коэффициенты при UAI оказались значимы на 5% уровне значимости, даже когда в регрессию были добавлены такие контрольные переменные, как качество правовой системы и уровень экономического развития. Таким образом, авторы делают вывод, что национальная культура, действительно, напрямую влияет на то, какой тип финансирования установится в экономике.

1.1.4. Политические группы

Кроме всего прочего, политические факторы также могут влиять на роль фондового рынка и банковского сектора в финансировании экономики. Rajan и Zingales (2003)³³ показали это в своей работе. Во многих странах существуют крупные промышленные группы (industrial incumbents), которые используют свое политическое влияние, воздействуя на государственные органы. Целью их влияния является создание в экономике таких условий, при которых они могли получать выгоду больше той, которую имеют их конкуренты. По-другому это называют лоббированием. Крупные

³³ Rajan R., Zingales L. Banks and markets: the changing character of European finance, NBER Working paper № 9595, (2003), pp. 15, 31-32

промышленные группы не так часто нуждаются во внешнем финансировании, так как имеют достаточно собственных средств. Если же они планируют реализовать очень крупные проекты, то, скорее всего, используют банковское финансирование. Этому способствует то, что у них много обеспечения для кредитов в виде материальных активов, а также есть неукоснительная репутация в экономике. Эти факторы делают кредит для них более доступным и дешевым. Промышленным группам свойственно устанавливать долгосрочное неформальное сотрудничество с банками. Кроме того, часто бывает, что у них есть собственные банки в составе группы (как, например, у японских keiretsu). Rajan и Zingales утверждают, что при наличии в экономике таких сильных лоббистских групп, скорее всего, финансовая система будет банковско-ориентированной. Это связано с тем, что им не выгоден развитый фондовый рынок, так как это снизит их конкурентоспособность. Когда в экономике действует банковская финансовая система, то промышленные группы имеют сравнительное преимущество перед другими компаниями, так как могут получать кредиты на более выгодных условиях, например, в своих банках. Возможно, что банки, находящиеся в группе, будут даже кредитовать их конкурентов, но по значительно более высокой цене. Если появятся хорошо развитый рынок, готовый давать деньги в долг всем желающим, то группы потеряют свои конкурентные преимущества в финансировании. Усилится конкуренция со стороны уже существующих компаний, активно начнут появляться новые игроки в отрасли, что снизит прибыль промышленных групп. В результате, при развитом фондовом рынке ценность их социального капитала значительно снизится. К тому же рынок требует большего раскрытия информации, к чему эти группы могут быть просто не готовы. Учитывая все вышесказанное, промышленные группы будут активно использовать свое политическое влияние, чтобы препятствовать развитию финансирования экономики через фондовый рынок.

Глава 2. Финансовая система России: фондовый рынок или банковский сектор

2.1 Анализ типа финансовой системы России

После того, как были рассмотрены теоретические предпосылки, можно приступать непосредственно к анализу способа финансирования экономики в России. Для этого нужно ответить на вопрос: «Является ли российская финансовая система банковской или рыночной?». Ответ на этот вопрос поможет нам сделать вывод о соотношении роли банков и фондового рынка в финансировании экономики. Для этого рассмотрим структурный индикатор размера финансовой системы. Этот индикатор равен соотношению: *Внутренние кредиты частному сектору (% от ВВП)/рыночная капитализация компаний, прошедших листинг на российских биржах и объем долгового рынка (% от ВВП)*.

Таблица №1*: Структурный индикатор размера финансовой системы России.

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Россия	0,25	0,44	0,26	0,24	0,27	1,65	0,72	0,86	1,53

*данные в единицах. Исходные данные получены с <http://data.worldbank.org/> и обработаны автором.

Таблица №2*: Структурный индикатор размера финансовой системы России. Сравнение с другими странами.

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Россия	0,25	0,44	0,26	0,24	0,27	1,65	0,72	0,86	1,53
Германия	1,33	1,35	1,42	1,22	1,07	1,63	1,33	1,18	1,49
Япония	1,54	1,41	1,25	1,22	1,23	1,59	1,71	1,53	1,97
США	0,77	0,76	0,78	0,77	0,8	0,9	0,71	0,64	0,74
Среднее для стран OECD	1,1	1,03	1,05	0,95	0,94	1,61	1,24	1,14	1,38

*данные в единицах. Исходные данные получены с <http://data.worldbank.org/>, <http://www.cesifo-group.de> и обработаны автором.

В таблице №1 приведена динамика рассматриваемого индикатора для России. Видим, что до 2008 г. и с 2009 по 2010 гг. значение индикатора для России было меньше единицы. Однако в 2011 г. оно снова стало больше единицы, в связи с тем, что ситуация на рынках снова ухудшилась и капитализация фондового рынка упала. Если следовать принципу научных работ, рассмотренных выше, можно сделать вывод, что в России рыночная финансовая система. Объяснить это решение можно значением индикатора, показывающего, что размер фондового рынка значительно больше, чем доля банков. В таблице №2 также приведено сравнение со средним значением структурного индикатора размера финансовой системы для стран из OECD и отдельно с такими странами, как США, Япония, Германия. По данным видно, что значение индикатора в России значительно меньше, чем в среднем по странам OECD. Более того, из приведенных данных получается, что в России еще более рыночная финансовая система, чем в США. А американская финансовая система, в свою очередь, является классическим примером успешного развития рыночного финансирования.

Рассмотрим также структурный индикатор активности финансовой системы. Он равен соотношению: *внутренние кредиты частному сектору (%от ВВП)/общая стоимость акций, с которыми совершались сделки в рассматриваемый период (%от ВВП)*.

Таблица №3*: Структурный индикатор активности финансовой системы в России. Сравнение с другими странами.

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Россия	1,48	1,16	1,06	0,43	0,42	0,71	0,60	0,71	0,64
Среднее по странам из OECD	2,01	1,71	1,54	1,17	0,93	0,86	1,25	1,72	1,80
Среднее по странам BRIC (кроме России)	3,22	2,36	3,15	1,56	0,63	0,89	0,84	1,12	1,63

*Данные в единицах. Исходные данные получены с <http://data.worldbank.org/> и обработаны автором.

В таблице представлены данные по соотношению активности финансовых посредников и фондового рынка для России и среднем по другим странам. Видим, что значение индикатора для России всегда значительно меньше, чем в среднем по развитым странам из OECD. Однако, если сравнивать Россию с другими развивающимися странами – ее «коллегами» по BRIC, то эта разница в значениях становится не такой уж большой, особенно если рассматривать конец рассматриваемого периода. Исходя из проведенного сравнения, можно утверждать, что фондовый рынок в России в среднем более активен, чем сектор финансовых посредников во многих странах из OECD. Это значит, что сделанный ранее поспешный вывод о рыночно финансовой системе и о высокой роли фондового рынка в России снова подтверждается.

Итак, пока что мы решили, что в России рыночная финансовая система. Обосновать такой поспешный и на самом деле неправильный вывод можно тем, что рассчитанный структурный индикатор объема для нашей страны меньше единицы. При этом он меньше, чем среднемировые показатели. К тому же структурный индикатор активности, в свою очередь, меньше, чем среднемировые значения. Следовательно, в России и объем, и активность банковского сектора меньше, чем у фондового рынка. Однако, надо учитывать статус России, как развивающейся страны, и то, что в рассмотренных ранее работах ни Россия, ни большинство развивающихся стран не включались в анализ. Авторы чаще всего использовали данные по странам, входящим в ОЭСР, так как по ним всегда имеется статистика и у них четко прослеживаются экономические зависимости. В свою очередь, Россия – развивающаяся страна с некоторыми индивидуальными особенностями, которые мы сейчас и рассмотрим.

При классификации финансовых систем как банковских (посреднических) и рыночных, прежде всего, стараются понять, кто в финансовой системе страны больше участвует в перераспределении средств

от владельцев сбережений к кредиторам: банки или фондовый рынок. Именно этот критерий, изначально является самым важным. А для того, чтобы ответить на поставленный вопрос, подыскивают индикаторы, которые лучше всего отражают суть проблемы. Но проблема заключается в том, что иногда эти показатели не так точно аппроксимируют реальную ситуацию.

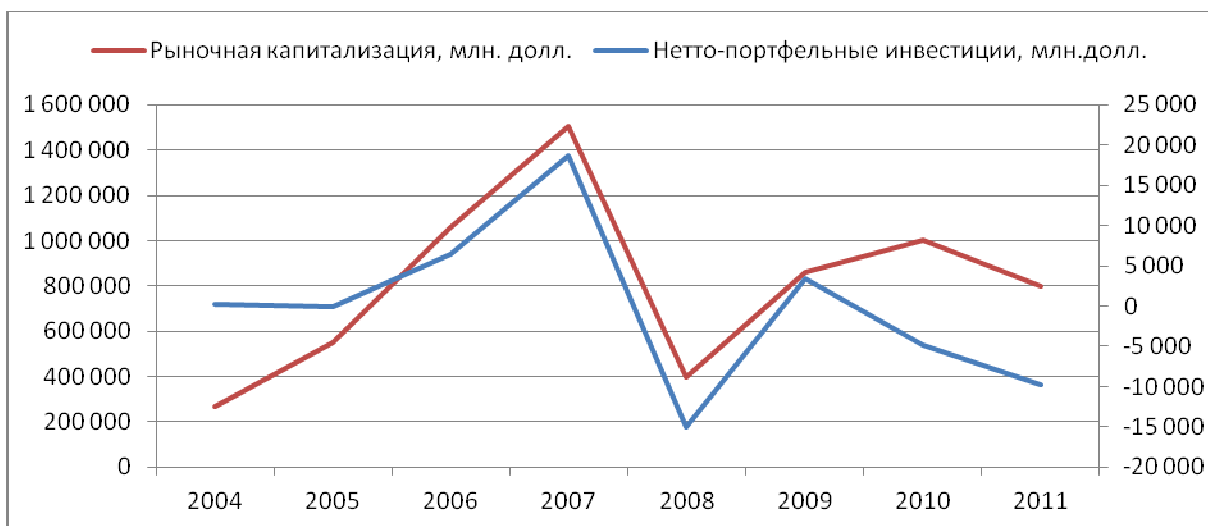
Сложность России при проведении данного исследования состоит в том, что на российском фондовом рынке велика доля иностранных спекулянтов. Приток спекулятивных инвестиций сильно разогревает российский фондовый рынок, в результате чего необоснованно быстро (в отрыве от фундаментальных показателей) увеличивается его капитализация. Также на спекулятивных рынках совершается значительно больше сделок, чем это было бы без спекулянтов. В результате завышенных значений капитализации рынка и совокупной стоимости совершаемых сделок с акциями рассчитанные ранее структурные индикаторы размера и активности фондового рынка нельзя с уверенностью использовать при определении роли фондового рынка в финансировании российской экономики. В свою очередь, выделить рост показателей фондового рынка из-за воздействия спекулянтов и не учитывать его при исследовании также не представляется возможным. Добавлю, что может быть целесообразно заменить среднегодовой показатель капитализации рынка на объем средств, привлекаемых отечественными компаниями ежегодно за счет публичных размещений на национальном фондовом рынке. Этот показатель может решить существующую проблему оценки участия финансовых рынков в перераспределении средств от инвесторов к заемщикам. Проблема здесь состоит лишь в том, что эти данные не всегда доступны. Стоит также заметить, что показатели сектора финансовых посредников в этом плане достаточно надежны, так как они показывают именно то количество средств, которое только национальные банки и другие финансовые посредники в целом выдают в виде кредитов частному сектору в данной стране.

В итоге получаем, что нужно искать другие способы для сравнения участия финансовых посредников и рынков в перераспределении сбережений от их владельцев к заемщикам. Но прежде чем перейти к этому хотелось бы еще немного сказать про иностранные инвестиции в Россию.

Данный вопрос подробно разбирается в Аналитическом докладе «Среднесрочный прогноз развития финансовой системы (2010-2015гг.)»³⁴. Россия относится к классическим развивающимся рынкам (emerging market) с характерными страновыми рискам и высокими доходностями. Это обычно привлекает зарубежных инвесторов, которые готовы терпеть высокие риски ради доходности, превышающей среднемировую. Помимо высокой доходности их также привлекает свободное движение капитала и то, что российский рубль находится в управляемом плавании со стороны ЦБ РФ, который, скорее всего, не даст номинальному курсу рубля сильно упасть. В связи с этим в российскую экономику движется большой поток иностранных инвестиций, особенно портфельных (спекулятивных). В целом, иностранные инвестиции, конечно, стимулируют экономический рост. Однако, это относится прежде всего к прямым инвестициям, которые имеют значительный положительный эффект на рост экономики и носят преимущественно долгосрочный характер. В свою очередь портфельные инвестиции оказывают влияние лишь на раздутие капитализации фондового рынка и в итоге приводят к чрезмерной цикличности экономики. Для наглядности приведу статистические данные по нетто-портфельным инвестициям в Россию и капитализации фондового рынка в России.

Рисунок 2*: Нетто-инвестиции в Россию и рыночная капитализация.

³⁴ Коллектив авторов под руководством Миркина Я.М. Аналитический доклад «Среднесрочный прогноз развития финансовой системы (2010-2015гг.)», стр. 230-234.



*Данные в млн.долл. Исходные данные получены с <http://data.worldbank.org/>. Знак минус означает, что отток инвестиций в стране больше притока, т.е. нетто-приток отрицательный.

По приведенному графику можно сделать интересные выводы. Во-первых, видим, что величина чистых портфельных инвестиций в Россию была положительной до 2008г. В 2008 г. было резкий отток, который сменился восстановлением в 2009 г., однако, в 2010 и 2011 гг. страна снова испытала сильный отток инвестиций. Такая динамика портфельных инвестиций – это классическая головная боль для большинства развивающихся стран. В период роста мировых рынков глобальные инвесторы активно вкладываются в развивающиеся страны в поисках сверхдоходов, подогревая рост развивающихся финансовых рынков. Однако, как только начинается спад, они резко закрывают все позиции, увеличивая и без того высокую цикличность развивающихся рынков. Именно по такому сценарию развивались события в России в 1998 и 2008 гг.

Во-вторых, по графику видно, что у движения зарубежных портфельных инвестиций и капитализации фондового рынка очень похожая динамика. При этом расчетное значение корреляции составляет 75%, что говорит о высокой степени зависимости этих двух величин и подтверждает довод о том, что наш фондовый рынок чрезмерно спекулятивен, и что портфельные инвестиции увеличивают цикличность фондового рынка и экономики России. Таким образом, подтверждается вывод о том, что использовать капитализацию фондового рынка при определении типа

финансовой системы является неправильным, так как она чрезмерно зависит от притока иностранных инвестиций.

Выше было доказано, что используемые ранее индикаторы не надежны при определении типа финансовой структуры России. Поэтому перейдем к анализу источников финансирования инвестиций в основной капитал, которыми пользуются отечественные компании. Это поможет определить, насколько российские компании зависят от внешнего финансирования со стороны финансовой системы и как доля этого финансирования распределяется между банками и фондовым рынком. В российской действительности рассмотрение именно этих данных может дать более достоверный результат при исследовании типа финансовой системы.

Таблица №4: Инвестиции в основной капитал по источникам финансирования.*

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
собственные средства	45,2	45,4	44,5	42,1	40,4	39,5	37,1	41,0	41,9	45,4
привлеченные средства	54,8	54,6	55,5	57,9	59,6	60,5	62,9	59,0	58,1	54,6
Из них: кредиты банков	6,4	7,9	8,1	9,5	10,4	11,8	10,3	9,0	8,6	7,9
бюджетные средства	19,6	17,8	20,4	20,2	21,5	20,9	21,9	19,5	19,2	17,9
средства от выпуска корпоративных облигаций	0,2	0,2	0,3	0,04	0,1	0,1	0,1	0,01	0,00	0,00
средства от эмиссии акций	0,3	0,2	3,1	2,3	1,8	0,8	1,0	1,1	1,0	1,0

*Данные в процентах (%). Источник – <http://www.gks.ru>.

Из таблицы видим, что с 2003 по 2012 гг. компании покрывали примерно от 40 до 46% инвестиций в основной капитал за счет собственных средств (нераспределенной прибыли и амортизации). Остальное финансирование шло из внешних источников. Причем доля кредитов от банков в общей сумме инвестиций, полученных от внешних источников финансирования, значительно больше, чем сумма средств, привлекаемая на фондовом рынке при помощи эмиссии акций и облигаций. Для наглядности представлю информацию другим образом.

Таблица №5: Структура финансирования инвестиций через финансовую систему.*

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Средства от банков	94%	96%	70%	80%	85%	93%	90%	89%	90%	89%

Средства с фондового рынка	6%	4%	30%	20%	15%	7%	10%	11%	10%	11%
----------------------------	----	----	-----	-----	-----	----	-----	-----	-----	-----

* Исходные данные получены с <http://www.gks.ru> и обработаны автором.

По данным в таблице №5 видно, что российские компании большую часть средств от финансовой системы получают в виде кредитов от банков, а не от эмиссии облигаций и акций. Стоит также отметить, что компании привлекают значительно больше средств на инвестиционные расходы от публичного размещения акций (IPO, SPO), чем от эмиссии корпоративных облигаций.

В результате рассмотренных данных об инвестициях в основной капитал, можно сделать вывод, что финансовая система в России все же банковского типа, нежели рыночного. Это связано с тем, что большую часть инвестиций российские компании получают именно от банков, а не за счет заимствования на фондовом рынке.

Добавлю, что существование в России именно банковской финансовой системы можно заметить, если еще раз взглянуть на таблицу №2. Видим, что в 2008г, когда был самый разгар кризиса и иностранные инвесторы спешно уходили с российского рынка (а его капитализация уменьшалась) значение структурного индикатора для России резко увеличилось с 0,34 до 1,75. В то же время в США, Японии и Германии скачок был не таким резким и уж точно не перешел за граничное значение в единицу. Можно сделать вывод, что именно в 2008 году наша финансовая система «очистилась» от влияния иностранных портфельных инвестиций и показала свою банковскую сущность.

Конечно, сделанный только что вывод можно подвергнуть критике, ведь по рассмотренным данным об инвестициях в основной капитал нельзя сказать, какую долю от общего финансирования компании получают исключительно благодаря использованию отечественных банков и фондового рынка. А ведь сейчас речь идет именно о российской финансовой системе, и нас не интересуют средства, полученные напрямую от иностранных банков и на зарубежных фондовых рынках. Для этого

рассмотрим структуру источников финансирования, полученного российскими компаниями от банков.

Таблица №6: Структура кредитов на инвестиции в основной капитал от отечественных и иностранных посредников.*

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
доля кредитов от отечественных банков	82%	87%	88%	84%	84%	75%	69%	74%	79%	85%
доля кредитов от иностранных банков	18%	13%	12%	16%	16%	25%	31%	26%	21%	15%

* Исходные данные в процентах (%), получены с <http://www.gks.ru> и обработаны автором.

В таблице №6 наглядно представлено, что финансирование от отечественных банков значительно больше, чем от иностранных банков. Поэтому, еще даже не рассмотрев какую часть средств от эмиссии ценных бумаг компании получают на российских биржах, можно сказать, что критика в адрес сделанного ранее утверждения о наличии банковской финансовой системы в России неубедительна. Объяснить этот вывод можно тем, что даже без учета средств, полученных от иностранных банков на инвестиции в основной капитал, российские компании значительно больше финансирования получают от отечественных банков, чем от российских и зарубежных фондовых рынков вместе взятых.

По данным таблицы № 6 также видно, что доля иностранных кредитов колебалась между 10 и 30% в период с 2003 по 2012 гг., превысив эту отметку в 30% лишь после 2008 г. Это связано с тем, что отечественные компании не всегда могли получить достаточное финансирование от национальных банков в период кризиса, поэтому прилагали значительные усилия, чтобы найти фондирование у зарубежных банков.

Отмечу, что российские банки в последние годы активно использовали практику carry-trade. Суть этой деятельности заключается в том, что отечественные банки берут в кредит у зарубежных финансовых посредников по низкой мировой ставке, а затем дают эти деньги в долг российским заемщикам по более высокой ставке. Несмотря на то, что доходность этих сделок превышает ту, которую банки получают, используя фондирование от

российских источников, это не было начальным поводом для такой практики. Основной проблемой банков и всей финансовой системы в последние годы был недостаток длинных денег внутри страны. Поэтому за ними приходилось обращаться к иностранным посредникам. Все объемы средств, которые отечественные банки берут в долг за рубежом, включаются в используемые при расчетах цифры. Но это нисколько не повлияет на результаты проводимого исследования, так как на территории страны ими оперируют именно отечественные банки. Просто в данном случае в качестве источника свободных сбережений для наших банков выступают иностранные экономические агенты.

Что касается IPO и SPO, то данных по тому, сколько российские компании получали средств только на российских биржах (РТС, ММВБ) найти не удалось. Однако, в наличии есть статистика по общему объему средств, полученному российскими компаниями от публичных размещений на всех биржах: российских и иностранных. Кроме бирж РТС и ММВБ (ныне объединенной биржи) российские компании часто привлекали капитал на английской LSE, гонконгской HKEx и NYSE.

Таблица №7: Объем средств, привлеченный российскими компаниями от IPO и SPO.*

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Объем размещений, млн. долл.	619,7	4550,6	17742,6	23895,9	2603,5	1332,8	6689,7	11369,0
Число размещений	5	13	23	26	16	12	25	21

*данные в млн. долл.

По цифрам видно, что объем привлекаемых средств от публичных размещений очень быстро рос до 2007г, однако, в 2008г резко сократился из-за кризиса. Но в 2010 и 2011гг. активность на рынке IPO/SPO снова увеличилась.

Компании используют полученные от публичного размещения средства на различные цели, и не только инвестиционные. В аналитическом

докладе фонда «Центр развития фондового рынка»³⁵ был проведен опрос компаний для выявления целей IPO, проведенных в 2007 и 2008 гг. В результате опроса были получены следующие данные.

Таблица №8: Причины проведения IPO российскими компаниями в 2007и 2008гг.

Цели	2007 г.	2008 г.
финансирование инвестиций в основной капитал	9	7
финансирование слияний и поглощений, создание совместных предприятий	6	2
финансирование погашения долговых обязательств	4	0
пополнение оборотных средств	3	1
снижение соотношения долга и капитала	2	1
иные цели	0	1
неклассифицируемые абстрактные цели	9	3

По результатам проведенного исследования можно утверждать, что самые распространенные причины проведения IPO – это привлечение дополнительных средств для инвестиций, увеличения доли на рынке за счет M&A и замещения заемного капитала на акционерный.

Выше я уже упоминал, что в принципе при рассмотрении участия фондового рынка при перераспределении средств в экономике логичнее было бы рассматривать объем финансирования, привлекаемые компаниями ежегодно за счет IPO и SPO. В этом есть логика, так как именно этот показатель показывает, сколько денег компании реально получили с фондового рынка. А рыночная капитализация – это вообще очень далекий от истины показатель, который больше зависит от роста котировок уже давно выпущенных акций, хотя в действительности у компаний не становится больше средств от того, что цены ее акций выросли на рынке. Однако, рыночная капитализация всегда используется при исследовании финансовой системы в научной литературе, так как это один из немногих показателей, который доступен для большинства стран.

³⁵Данилов Ю. А., Якушин А. Ф. Аналитический доклад «IPO в России: Итоги 2008», Москва, Фонд «Центр развития фондового рынка», 2009, стр.13 // [Электронный ресурс]. – Электронные данные. – Режим доступа: http://www.crfr.ru/files/ipo_v_russia_itogi_2008.pdf

Попробую использовать данные по IPO российских компаний для примерного сравнения объема финансирования через фондовый рынок и банки.

Таблица №9: Сравнение финансирования компаний на фондовом рынке с использованием данных по IPO и от банков.*

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Объем размещений российских компаний (IPO) (% от ВВП)	0,10%	0,60%	1,79%	1,84%	0,16%	0,11%	0,45%	0,61%
Внутренние кредиты частному сектору (% от ВВП)	25,65%	22,12%	22,49%	24,41%	23,94%	33,72%	38,38%	39,47%

*Данные представлены в процентах (%). Исходные данные получены с <http://www.offerings.ru>, <http://www.imf.org>, <http://data.worldbank.org/> и обработаны автором.

По приведенным данным видно, что российские компании значительно меньше средств получают с фондового рынка, чем от банков, что еще раз подтверждает банковский тип финансовой системы в России. Отмечу, что это сравнение достаточно грубо по нескольким причинам. Во-первых, в данных учитывается объем средств, привлеченный российскими компаниями с иностранных бирж. Во-вторых, не учитывается объем средств, привлеченный за счет SPO. В-третьих, для более полной оценки значимости фондового рынка нужно также учитывать объем средств, полученный российскими компаниями за счет выпуска корпоративных облигаций на отечественном рынке, хотя эта величина не столь уж велика, по сравнению с США, например. Могу сказать, что все вышеперечисленные недостатки сравнения показателей в таблице № 9 в большинстве своем связаны с отсутствием необходимых и корректных исходных данных.

Выше было доказано, что в России действует банковская финансовая система, где банки играют главную роль при перераспределении средств от владельцев сбережений к заемщикам. В свою очередь роль фондового рынка в этом процессе относительно мала. Теперь нужно показать, почему в

российской экономике сложилась именно такая ситуация, выделив основные факторы, способствующие преобладанию банковского сектора.

2.2 Факторы, определившие финансовую систему банковского типа в России

Структура реальной экономики

Одной из главных причин, почему в России установилась именно банковская финансовая система, должна быть структура реальной экономики. Ранее уже объяснялось, что чем выше в экономике доля отраслей с высоким уровнем материальных активов, тем более вероятно, что будет преобладать банковское финансирование. Ведь именно материальные активы можно использовать в качестве залога по банковским кредитам. А так как финансовая система подстраивается под нужды реальной экономики, то, логично, что в России будет доминировать сектор финансовых посредников. В то же время у высокотехнологичных компаний, которые располагают в основном нематериальными активами, больше вероятность получить финансирование на рынке, так как он лучше сможет оценить выгоды ее будущего роста, чем это сделают банки.

Основываясь на изученной теории, попробуем оценить соотношение между долей материальных и нематериальных активов в экономике России. Allen, Bartiloro and Kowalewski(2007)³⁶ для этого рассматривали доли промышленности, сектора услуг и сельского хозяйства в ВВП по добавленной стоимости. Они считали, что если доля промышленности и сельского хозяйства в ВВП больше, чем у сферы услуг, то это говорит о преобладании материальных активов в экономике.

*Таблица № 10**

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
--	------	------	------	------	------	------	------	------

³⁶ Allen., Franklin., Bartiloro., Laura., Kowalewski., Oskar. Does Economic Structure Determine Financial Structure? // AFA (2007) Chicago Meetings Paper, pp. 4

Доля промышленности в ВВП	36,33	38,08	37,23	36,44	36,12	33,64	35,43	37,00
Доля с/х в ВВП	5,62	4,97	4,52	4,41	4,40	4,69	4,00	4,25
Доля услуг в ВВП	58,05	56,96	58,25	59,15	59,48	61,67	60,57	58,75
[Промышленность и с/х]/услуги	72,26	75,57	71,68	69,07	68,13	62,14	65,10	70,21

*данные в процентах (%). Исходные данные получены с <http://data.worldbank.org/> и обработаны автором

Из таблицы видно, что по статистике доля услуг в ВВП больше, чем у промышленности, а соотношение доли промышленности вместе с сельским хозяйством к доле сферы услуг меньше единицы. Если следовать ранее описанной теории, то в России доля компаний с преобладанием нематериальных активов больше доли компаний с материальными активами! Следовательно, должно преобладать финансирование через фондовый рынок. Вообще, этот результат удивителен. Если судить по доле сферы услуг в ВВП, то Россия уже около 10 лет как постиндустриальная страна. По этому показателю нашей стране совсем недалеко до США , где доля услуг в ВВП составляет около 77%! Несмотря на эти цифры, Россия, в действительности, является самой настоящей промышленной страной с большой долей топливно-энергетического комплекса. Может быть, у нас неправильно ведут статистику.

На самом деле все конечно не так. И проблема здесь не в Росстате. Росстат считает так, как он должен это делать в соответствии с системой национальных счетов. Вся проблема заключается в практике трансфертного ценообразования, которую активно используют отечественные добывающие компании в течение многих лет. Еще в докладе Всемирного Банка³⁷ от 2004г достаточно подробно раскрывается суть этого явления. Прежде всего, аналитиков этой международной организации удивило, что доля нефтегазового сектора в 2004г оказалась меньше 10%, однако, доходы от экспорта продукции этого сектора в ВВП составляли около 20%. Суть

³⁷ «Доклад всемирного банка об экономике России. Февраль 2004 года», <http://protown.ru/information/hide/3299.html>

проблемы, как оказалась, заключалась в том, что нефтегазовые компании сперва продавали продукцию своим подставным торговым фирмам по заниженным трансфертным ценам. Затем эти фирмы сбывали ее основному потребителю по рыночным ценам. Цель данных операций в том, чтобы снизить суммарный налог на прибыль, который платит производящая компания. Дело в том, что торговые фирмы, чаще всего регистрируемые в отдаленных регионах, получали льготы по уплате налога у местных властей. В результате, производящие и добывающие компании экономили на налогообложении, а суммарный объем добавленной стоимости перетекал из промышленности в сектор услуг.

Аналитики Всемирного Банка пересчитали ВВП России, используя статистические таблицы «затраты-выпуск» и проведя сравнение с Нидерландами. В итоге получили, что доля промышленности возросла и стала более 50% от ВВП, а сектор услуг уменьшился до 1/3 от прежнего значения. Конечно, эти расчеты проводились девять лет назад, но есть уверенность в том, что и сейчас распределение добавленной стоимости будет очень похоже. Если посмотреть на структуру ВВП в 2005 г. и в 2011 г., то в целом ситуация не изменилась, т.к. по-прежнему доля сферы услуг и промышленности находятся на одном уровне. Кроме того, можно проанализировать более детальные данные структуры ВВП, рассмотрев долю добычи сырой нефти и природного газа и подраздела «оптовая торговля» сектора услуг.

Таблица №11: Доли добычи нефти, газа и оптовой торговли в структуре ВВП.*

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Доля добычи сырой нефти и природного газа	8,03%	8,07%	7,33 %	6,44%	6,18 %	6,69%	7,38%	7,50%
Доля оптовой торговли	9,86%	10,36 %	9,97 %	10,05 %	8,64 %	10,83 %	10,51 %	10,62 %

* Исходные данные получены с <http://www.gks.ru> и обработаны автором.

По этим данным видно, что с 2005 по 2012 гг. доли нефтегазового сектора и доля оптовой торговли примерно остались на одном уровне, что говорит о том, что проблема с трансферным ценообразованием пока никак не изменилась.

В результате, получаем, что посчитанное ранее соотношение доли промышленности и сельского хозяйства к доле сферы услуг, в действительности, неверно. Скорее всего, наоборот, оно больше единицы (если учесть пересчет структуры ВВП, сделанный Всемирным Банком). Следовательно, доля компаний с преобладанием материальных активов в нашей экономике все же больше. Поэтому сделанное ранее утверждение о большей роли банков в финансировании экономики России подтверждается структурой реальной экономики.

Правовая система

Следующим фактором, повлиявшим на то, что в России установилась банковская финансовая система, является слабость правовой системы. Имеется в виду не только то, как содержание закона защищает права инвесторов, но и то, как качественно они отстаиваются на практике в судебной системе. Ранее довольно подробно разбирался вопрос о зависимости между силой правовой системы и развитием фондового рынка и банков. Теперь же используем полученные теоретические выводы, чтобы объяснить, почему в нашей стране банки играют более важную роль, чем фондовый рынок.

Чтобы оценить степень защиты прав инвесторов рассмотрим индекс **«Strength of legal rights index»**, рассчитываемый Всемирным Банком. Он в целом отражает качество защиты прав всех инвесторов (акционеров и кредиторов), т.е. показывает, насколько хорошо их права защищены текстом закона и обязательны к исполнению в реальной практике.

Таблица №12*

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Россия	3	3	3	3	3	3	3	3	3
Среднее в мире	4,9	5,0	5,1	5,2	5,3	5,4	5,5	5,4	5,5

*значение индекса варьируется от 0 до 10. Исходные данные получены с <http://data.worldbank.org/> и обработаны автором.

В таблице представлено сравнение значений индекса для России со среднемировым уровнем (при расчете среднего значения индекса использовалось порядка 170 стран). Видим, что в России очень низкий уровень защиты прав инвесторов на всех фронтах. Значение индекса для России ниже, чем среднемировое и очень низкое по сравнению, например, с США (8) и Сингапуром (10).

Дополнительно рассмотрим индекс, отдельно показывающий, насколько качественно российская правовая система защищает права инвесторов на практике. Такой показатель рассчитывается организацией «Political Risk Services Group»³⁸ и публикуются в International Country Risk Guide(ICRG) для каждой страны, в том числе и для России.

Investor profile II

Этот индекс состоит из трех компонентов: (1) уровень коррупции, (2) сила принуждения к выполнению закона и (3) качество работы судебного аппарата. Значение индекса варьируются от 0 до 18 пунктов. К сожалению, свободный доступ к значениям индексов «Political Risk Services Group» закрыт, так как это исключительно платная информация. Однако, данные по индексу использовались в статье «The Influence of Investor Protection on Foreign Equity Portfolio Investments»³⁹, поэтому есть возможность ознакомиться с этими данными.

³⁸ [Электронный ресурс]. – Электронные данные. – Режим доступа: <http://www.prsgroup.com/CountryData.aspx>

³⁹ Thapa C., Poshakwale S. Investor protection and foreign equity portfolio investments. (2009), Unpublished, pp. 17

Таблица №13*

Страна	Investor protection II
Россия	6,4
Среднее по странам	10,9

*полную таблицу смотреть в приложении №1. Исходные данные обработаны автором.

В таблице приведено значение рассматриваемого индекса для России и в среднем по странам (в вышеупомянутой работе были данные по 36 странам). Видно, что значение индекса для России значительно ниже верхней границы индекса в 18 пунктов, а также меньше, чем среднее по странам.

Выше были рассмотрены индексы, показывающие, что в России действует достаточно слабая правовая система, которая не способна надежно защитить права инвесторов. В то же время ранее были разобраны несколько научных работ, показывающих, что сильная правовая система более критична для успешного функционирования рыночного финансирования, нежели для деятельности финансовых посредников. На рынке важно, чтобы права инвесторов хорошо защищались, иначе у них пропадут стимулы вкладывать свои сбережения в рыночные ценные бумаги, а это будет сильно тормозить развитие рыночного финансирования. Банки не столь сильно зависят от хорошо функционирующей правовой системы, так как у них другой принцип работы с заемщиками. У банков больше возможностей проводить качественный мониторинг, они склонны к установлению долгосрочных отношений с клиентами, где важным стимулом является хорошие партнерские отношения и сохранение безупречной репутации. Таким образом, слабая правовая система еще раз подтверждает, почему у нас в стране действует банковская финансовая система.

Кроме того, не вдаваясь в тонкости, можно сказать, что тип российской правовой системы больше похож на Civil Law, чем на Common Law. А как

следует из работы Ergungor (2004)⁴⁰ в странах с Civil Law, скорее всего, банки будут развиты лучше, нежели фондовый рынок.

Национальная культура

Еще одной причиной, почему в России установилась именно банковская финансовая система, является ее национальная культура. При рассмотрении этого фактора я буду пользоваться индексами, отражающими национальную культуру, полученными известным социологом Гиртом Хофстедом⁴¹ (Geert Hofstede). На его сайте представлены значения различных культурных индексов для более чем 70 стран, в том числе и для России.

Power Distance Index (PDI)

Этот индекс отражает уровень несправедливости в обществе по отношению к «слабым» членам общества со стороны «сильных». Чем выше его значение, тем более явно выражено неравноправие среди членов общества. Можно предположить, что чем больше оценка неравноправия в глазах среднестатистического человека, тем с большей вероятностью он будет хранить свои сбережения в банке, а не в ценных бумагах на фондовом рынке.

Individualism (IDV)

Этот индекс показывает, насколько сильно в обществе чувство коллективизма. Чем ниже значение индекса, тем выше уровень коллективности, чем ниже – тем больше люди рассчитывают на свои силы. В первом случае больше вероятность того, что человек отдаст свои деньги в банк или другому финансовому посреднику, так как вместе с деньгами он делит ответственность с банком. Если значение индекса велико, то люди в

⁴⁰ Ergungor O. Market- vs. bank-based financial systems: does rights and regulation really matter? // Journal of Banking and Finance, 28, (2004), pp. 12

⁴¹ [Электронный ресурс]. – Электронные данные. – Режим доступа: <http://www.geert-hofstede.com/>

обществе не боятся брать на себя ответственность и на свой риск больше инвестируют на финансовом рынке.

И последний индекс - Uncertainty Avoidance Index (UAI). Его смысл я уже подробно разобрал ранее. Но еще раз отмечу, что чем выше его значение, тем больше люди избегают риска и, скорее всего, будут инвестировать через банки.

Приведу сравнение значений индекса для России со среднестрановым уровнем. (Полный вариант таблицы см. в Приложении №2).

Таблица №14*

Страна	PDI	IDV	UAI
Россия	93	39	95
Среднее	59	44	66

*Значения индекса в основном варьируются от 0 до 100 пунктов

Из таблицы видно, что значения индексов PDI и UAI очень близки к верхней границе в 100 пунктов и оба выше, чем средний уровень по странам. Это означает, что на культурном уровне люди в России ощущают большую несправедливость и в то же время чрезвычайно негативно относятся к неопределенности. Значение IDV, наоборот, ниже, чем среднемировое. Это означает, что в российском обществе достаточно низок уровень индивидуальности. Это и неудивительно, учитывая пережитую идеологию СССР и царской России, где партия и община играли очень важную роль в жизни людей.

Рассмотренные индексы подтверждают, что в российских условиях, скорее всего, должна функционировать банковская финансовая система. Таким образом, с точки зрения культуры в российском обществе, сделанный ранее вывод о преобладании финансирования через банки вполне обоснован.

В подтверждение вышесказанного о национальной культуре и традициях в нашей стране приведу слова знаменитого русского философа Н.

Бердяева, о которых напоминает Я. Миркин в своем учебном материале «Традиционные ценности населения и фондовый рынок»:

«Россия - самая государственная и самая бюрократическая страна в мире... Русский народ создал могущественнейшее в мире государство...Интересы созидания...и охранения огромного государства занимают совершенно исключительное и подавляющее место в русской истории. Почти не оставалось сил у русского народа для свободной творческой жизни. Классы и сословия слабо были развиты и не играли той роли, какую играли в истории западных стран. Личность была придавлена огромными размерами государства, предъявлявшего непосильные требования....Невозможна была свободная игра творческих сил человека» (статья «Душа России», с.13-14). «Все наши сословия....не хотят и не любят восхождения; все предпочитают оставаться в низинах, на равнине, быть «как все». Везде личность подавлена в...коллективе. Почвенные слои наши лишены правосознания...не хотят самостоятельности и активности, всегда полагаются на то, что другие все за них сделают» (с.21). «Всегда было слабо у русских сознание личных прав...»⁴².

В целом, конечно, ситуация в нашей стране к настоящему времени стала лучше, но эти слова Бердяева, написанные им во втором десятилетии прошлого века, по-прежнему не теряют своей актуальности.

Роль государства

Еще одной причиной, почему в России установилась банковская финансовая система, является активное участие государства в функционировании экономики в целом и финансовой системы в частности. Эта особенность берет начало еще со времен Советского Союза, когда не было никаких финансовых рынков, а банки были государственными. В

⁴²Миркин Я.М.Традиционные ценности населения и фондовый рынок, Отрывок из работы Н. Бердяева Судьба России. - М.: Советский писатель, 1990.- 346 с.// [Электронный ресурс]. – Электронные данные. – Режим доступа: www.mirkin.ru/docs/00kolonka07.doc

современном банковском секторе также велика доля государства. Это хорошо видно, если посмотреть на первую пятерку банков по основным количественным параметрам деятельности.

Таблица № 15*: Доля рынка первых пяти российских банков по размеру деятельности

Наименование банка	Активы	Доля депозитов частным лицам	Доля кредитов небанковскому сектору	Доля кредитов физическим лицам
Сбербанк России, ОАО	25,50%	47,19%	30,11%	31,92%
Банк ВТБ, ОАО	9,08%	0,13%	7,58%	0,01%
ГПБ (ОАО)	5,62%	2,09%	5,44%	1,58%
Внешэкономбанк	5,42%	0,01%	2,55%	0,00%
Россельхозбанк, ОАО	3,29%	1,25%	3,89%	2,11%
Итого	48,91%	50,68%	49,57%	35,62%

* Исходные данные получены со <http://www.spark-interfax.ru> и обработаны автором.

Данные по состоянию на март 2013г

Из таблицы видно, что все первые пять банков являются по факту государственными. Газпромбанк является государственным косвенно через Газпром. Остальные четыре банка напрямую принадлежат государству. Этим государственным банкам принадлежит большая часть рынка: практически около 50% от рыночного размера всех активов и депозитов частным лицам, кредитов небанковскому сектору и около 35% от рыночного размера кредитов физическим лицам. Отсюда можно сделать вывод, что российский банковский сектор высоко сконцентрирован в руках государства, учитывая, что в стране приблизительно 1000 банков. За счет этого государство имеет прямые рычаги влияния на экономику, которыми оно активно пользовалось в период кризиса, вливая деньги в экономику через госбанки. Конечно, в теории макроэкономики много внимания уделяется эффективности государственного воздействия через рынки государственных облигаций, как канала вливания денег в экономику. Но дело в том, что там воздействие косвенное (мультипликатор воздействия меньше) и нет полной уверенности в том, что деньги, потраченные на скупку гособлигаций у экономических агентов в стране, дойдут до реальной экономики. А через

госбанки государство может напрямую воздействовать на экономику, например, выдавая целевые кредиты на инвестиции. Именно госбанки и преобладание банковского сектора в экономике частично помогли России пережить острую фазу кризиса 2008-2009гг.

Прочие факторы

К числу прочих факторов можно причислить политическое воздействие промышленных групп (industrial incumbents) на поддержание банковского типа финансовой системы в России. Общие выкладки по этому вопросу были приведены ранее. В России действительно достаточно влиятельных «олигархов», построивших настоящие промышленные империи. В то же время есть госкорпорации, которые в чем то похожи на упомянутые промышленные группы. Проблема состоит в том, что точно обосновать влияние их лоббирования со стороны промышленных групп в российской практике достаточно сложно. Нет каких-то конкретных цифр, действительно подтверждающих, что эти силы оказывают неформальное влияние на государство, дабы способствовать поддержанию банковского сектора экономики. Просто есть вероятность того, что это возможно в силу их прочного существования.

Следующей причиной является то, в отличие от многих зарубежных стран с хорошо развитыми финансовыми рынками, в России еще не до конца сформировался новый тип пенсионной системы, когда каждое поколение обеспечивает себя собственными накоплениями. Дело в том, что в таких странах люди достаточно часто инвестируют пенсионные накопления на фондовом рынке, таким образом, обеспечивая экономику длинными деньгами. Именно таких сбережений в достаточном количестве не хватает российским финансовым рынкам для лучшего развития, несмотря на то, что у нас с недавнего времени начала работать пенсионная система именно такого образца.

Еще одной возможной причиной существования банковской финансовой системы в России является тот факт, что наша страна с существующим экономическим строем еще очень молода. Я уже упоминал, что в СССР совсем не было фондового рынка, а банки были. Как таковой, фондовый рынок в России возник лишь в 1990г (МЦФБ). В 1995г в России начала работать РТС. Это при том, что за рубежом фондовые рынки к этому времени были очень развиты. Логично, что на первых этапах развития в России рынок не может сразу стать преобладающим звеном финансовой системы. Но вполне возможно, что в ближайшие десятилетия роль фондового рынка в финансировании экономики в России возрастет.

Глава 3. Сильные и слабые стороны финансовой системы России, перспективы развития

Выше был проведен анализ типа финансовой системы в России для того, чтобы оценить роль фондового рынка и банковского сектора в финансировании отечественной экономики. В результате проведенного исследования был получен закономерный результат – финансовая система в России банковского типа. Это значит, что роль банков в перераспределении средств от экономических агентов со свободными денежными средствами к агентам с их избытком происходит в основном через банки, а не через фондовый рынок, т.е. роль последнего в инвестиционном процессе, происходящем в экономике довольно низка. Также были выявлены базовые причины, которые объясняют почему в нашей стране наблюдается именно такая ситуация. Часть из них относится к историческому прошлому России, но есть и такие причины, которые приобретены страной уже в наше время.

Сейчас же имеет смысл рассмотреть плюсы и минусы, которые несет с собой банковский тип финансовой системы при слабом развитии фондового рынка. А также стоит проанализировать дальнейшие перспективы развития отечественной финансовой системы и возможные направления для изменения позиции фондового рынка и его роли в финансировании экономики.

3.1. Преимущества финансовой системы банковского типа

Начнем с одной из положительных черт установившейся системы, которая проявилась не так давно, а именно в пиковый период кризиса в 2008 г. Это преимущество банков заключается в том, что когда рядовое население страны хранит деньги в банках, а не в ценных бумагах, то это может спасти людей от финансового кризиса, когда капитализация рынка может очень сильно упасть и люди могут потерять большую часть своих сбережений. Это так называемая способность банковской финансовой системы к распределению систематического риска. Как видим на Рисунке №2,

приведенном во второй главе исследования, до 2008 г. капитализация фондового рынка очень сильно росла, но потом буквально за несколько месяцев она упала примерно в 3,5 раза с 1,4 млрд. долл. до 0,4 млрд. долл. Т.к. в настоящее время роль фондового рынка в России довольно низка, то практически все население хранит свои сбережения в банках, где львиную долю по депозитам занимает Сбербанк (около 70%). В 2008 г. это спасло многих людей от серьезных потерь, т.к. при таком резком падении рынка обычные люди скорее всего стали бы продавать свои ценные бумаги на спаде, чтобы не потерять еще больше, а в результате они бы потеряли большую часть своих сбережений, и им пришлось бы сократить свое потребление в будущем. Однако, на нашем рынке, как уже упоминалось очень много спекулянтов и совсем мала прослойка инвесторов из числа обычного населения страны, поэтому финансовый кризис не привел к всеобщей социальной проблеме населения страны.

Следующий плюс высокой роли финансирования экономики через банки заключается в том, что правительство РФ использовало развитую банковскую систему для стимулирования экономики в период кризиса 2008 г. Тогда Министерство финансов выдавало субординированные кредиты в капитал государственных банков (Сбербанк, ВТБ, Россельхоз Банк, ВЭБ), чтобы те в свою очередь выдавали эти деньги в виде кредитов частным банкам для дальнейшего распределения их в виде кредитов бизнесу, который тогда очень остро нуждался в дополнительном внешнем финансировании. Общая сумма кредитов, выданных тогда через государственные банки, составила около 900 млрд. руб.⁴³ Несмотря на то, что эта мера тогда оказалась не столь эффективна, т.к. было довольно много частных банков, которые использовали средства, полученные от системообразующих банков не по назначению. В 2008 г. было очень выгодно вкладываться в валюту, чем

⁴³ Минфин ожидает досрочного возврата субординированных кредитов // РБК daily от 02.12.2010 [Электронный ресурс]. – Электронные данные. – Режим доступа: <http://www.rbcdaily.ru/finance/562949979237720>

и воспользовались частные банки, используя государственные деньги. Однако, все равно, часть розданных денег в итоге дошла до бизнеса, оказав тем самым спасительную помощь в очень трудное время. Стоит отметить, что у этого метода был довольно низкий временной лаг с момента выдачи денег до их поступления к бизнесу, что также является дополнительным плюсом этого метода.

Очень важным плюсом финансирования экономики через банки также является уже описанный выше факт, что банки имеют явное преимущество по сравнению с фондовым рынком в анализе потенциальных заемщиков, желающих получить внешнее финансирование. В нашей стране, как известно, всегда существовала большая проблема с раскрытием информации со стороны бизнеса. Только крупные публичные компании довольно прозрачны для инвесторов, а вот мелкий и средний бизнес сильно отстает по этому показателю. И удивительно, что даже у крупных компаний наблюдается разрыв в уровне прозрачности между более крупными и менее крупными компаниями. Этот факт отмечался в отчете рейтингового агентства S&P⁴⁴, подготовленном совместно с ЦЭФИР, которые периодически подсчитывают индекс информационной прозрачности российских компаний. Как показал результат последнего исследования, проводившегося в 2009 г., индекс остался на том же уровне, что был в 2008 г. Конечно, после кризиса проблеме раскрытия информации компаниями стали уделять больше внимания и на государственном уровне, но проблема осталась до конца нерешенной и в текущий момент времени.

Именно в условиях отсутствия полной прозрачности бизнеса, когда очень высоки риски для инвесторов (*moral hazard*, *adverse selection*) банки способны более эффективно провести скрининг компаний, в особенности мелких и средних, которые обращаются к ним за средствами, чем это мог бы

⁴⁴ S&P: Индекс информационной прозрачности российских компаний в 2009г. остался на уровне 2008г. и составил около 56% // РБК daily от 21.10.2009 [Электронный ресурс]. – Электронные данные. – Режим доступа: <http://rating.rbc.ru/news.shtml?2009/10/21/32594137>

сделать рынок. Если бы банки не принимали такого активного участия в финансировании российских компаний, то это могло привести к тому, что мелкий и средний бизнес временно мог бы остаться вообще без внешних инвестиций, потому что для того чтобы провести IPO или хотя бы сделать эмиссию облигаций, нужно быть готовым к серьезным расходам на проведение сделки и к тому факту, что придется перестроить бизнес и сделать его прозрачным для инвесторов. Понятно, что на довольно длительном промежутке времени компании бы поменяли свою точку зрения о необходимости ведения прозрачного бизнеса для повышения шансов получать деньги от инвесторов в более короткие сроки. Однако, этот переходный период мог бы очень негативно сказаться на инвестиционной активности мелкого и среднего бизнеса, а следовательно и на благосостоянии определенной части граждан, пока не устоялась культура ведения более открытого бизнеса.

Проблеме раскрытия информации российскими компаниями посвящено немало исследования – рассмотрим результаты одного из них. В 2011 г. аудиторская и консалтинговая компания BDO совместно с Ассоциацией менеджеров России провела исследование⁴⁵, целью которого было выявить причины, которые заставляют компании в России вести бизнес частично или полностью скрыто. В результате проведенного исследования было выявлено, что таких причин несколько и в порядке убывания значимости они выстроены следующим образом: укрытие от налогов, желание сделать свою деятельность незаметной для государственных органов, определенных чиновников и для криминальных структур, а также желание сократить расходы на работников и нежелание тратить силы и время на ведение всей необходимой документации. Видим, что на первом месте бесспорно стоит укрытие от налогов – это вполне понятное желание бизнеса отдавать меньше денег в казну. Но на втором месте идет не проблема с

⁴⁵ Прозрачный бизнес: За и против, Совместное исследование BDO и Ассоциации менеджеров России // [Электронный ресурс]. – Электронные данные. – Режим доступа: <http://amr.ru/upload/transparency.pdf>

ведением отчетности и построением правильной корпоративной структуры для этого, а совсем специфичный фактор для России, где по-прежнему высок уровень коррупции со стороны государственных чиновников. Проблему укрытия от уплаты налогов еще можно решить, закрыв некоторые дырки в российском законодательстве и устроив борьбу с обналичиванием денег. А вот борьба с коррупцией - это уже более сложный вопрос, требующий не только смены законов, но и ломки существующих и устоявшихся традиций в нашем обществе. Проблема взаимоотношений государства и фирмы, которая ведет к тому, что компания стремится не раскрывать всю информацию, была рассмотрена в статье Guriev, Durnev (2007)⁴⁶. Авторы разработали модель, в которой компании приходится соотносить выгоды, которые она получит от раскрытия информации перед инвесторами и те убытки, которые она может понести в случае экспроприации прибыли государством. Если следовать логике их модели, то именно угроза конфискации дохода со стороны государства является одной из важных причин для компаний к нераскрытию информации о своей деятельности.

Еще один плюс финансирования экономики через банки четко проявился в период кризиса, когда многие российские компании реструктурировали свои кредиты у одного банка или у пула банков, где они получали синдицированные кредиты. Многие из этих компаний были системообразующими, поэтому для экономики нашей страны было очень важно, чтобы они смогли отсрочить платежи по своим долгам и временно снизить ставки по кредитам. Если бы этого не случилось, то это могло привести к их банкротству, что нанесло бы непоправимый урон экономике России. Если бы компании получали финансирование только на фондовом рынке, то отсрочку по платежам было бы сделать значительно сложнее, т.к. там было бы больше инвесторов, с которыми нужно было бы договариваться. Такая ситуация возникла у сети магазинов «Дикая Орхидея», которая

⁴⁶ Guriev S., Durnev A. The Resource Curse: A Corporate Transparency Channel // CEPR Discussion Paper Abstracts (October 2007), pp. 2-4

допустила дефолт по облигациям на 1 млрд. руб. в 2009 г. из-за того, что успела договориться о реструктуризации только с 40% инвесторов⁴⁷. Иногда компании прибегают к выпускам новых облигационных займов для погашения предыдущих, но в этом случае за повышенный риск рынок может потребовать от компании очень высокую ставку по новому займу, которая скорее всего будет выше, чем ставка по банковскому кредиту. Все объясняется тем, что при кредитовании от банка компания проводит переговоры с руководством банка. В ходе переговоров она старается убедить банк в том, что в будущем она будет способна обслуживать свой кредит по более высоким ставкам, но в данный момент времени она способна выплачивать только пониженные ставки или вообще на время отсрочить процентные платежи. На фондовом рынке такие переговоры проводить намного сложнее, т.к. инвесторов обычно много, а обсуждение часто возможно только при участии арбитра, которым обычно выступает государство. В качестве примера здесь можно привести ситуацию с Грецией в 2011-2012 гг., когда власти Евросоюза участвовали в переговорах между Грецией и ее инвесторами. Но такие беспрецедентные меры применяются очень редко, когда от исхода переговоров может зависеть судьба отрасли или даже всей экономики. Что касается российской практики, то здесь схожие ситуации не редкость. В качестве примера можно привести вмешательство Минпромторга в отношении Сорского ферромолибденового завода, входящего в список системообразующих компаний, и Альфа-банка в марте 2009 г.⁴⁸. Минпромторг был вынужден сделать это, т.к. Альфа-банк выставил иск к заводу на 15 млн. руб. в результате чего были заморожены счета компании, что могло привести к полной остановке производства. Причиной выставления иска стало то, что Сорский ферромолибденовый завод не

⁴⁷ Как компании добиться реструктуризации долга // Журнал «Forbes» от 25.03.2010 [Электронный ресурс]. – Электронные данные. – Режим доступа: <http://www.forbes.ru/svoi-biznes/finansirovanie/47013-dolgovaya-perezagruzka>

⁴⁸ Минпромторг просит реструктурировать долг предприятия холдинга «Базэл» // РИА Новости от 06.03.2009 [Электронный ресурс]. – Электронные данные. – Режим доступа: http://ria.ru/crisis_news/20090306/164016087.html

вовремя сделал платеж по основному телу долга перед банком, в силу отсутствия свободных денежных средств, и просил Альфа-банк сделать отсрочку выплаты. Однако, Альфа-банк, известный своей агрессивностью к заемщикам, и в этот раз не пошел на уступки. До этого Минпромторг уже помогал Магнитогорскому металлургическому комбинату получить кредит от Сбербанка, для того, чтобы не останавливать производство комбината. Однако, были случаи, когда дело ограничивалось не только тем, что государственные органы вмешивались в переговоры с банками только публичными заявлениями, но также была распространена практика, когда компании получали государственные гарантии по дополнительным кредитам, выдаваемым компаниям для реструктуризации долга. Не так давно, в ноябре 2012 г. ЧТПЗ получила государственные гарантии на сумму 43 млрд. руб. от Министерства Финансов РФ⁴⁹. Это было необходимо для ЧТПЗ, т.к. группа так и не смогла справиться с огромными долгами, образовавшимися после 2008 г. и госгарантии давали ей шанс получить новый транш финансирования от банков.

3.2. Проблемы неразвитости фондового рынка

В качестве одной из первых проблем стоит упомянуть то, что банковский сектор в России является высоко концентрированным – первые пять банков по размеру активов занимают около 50 % рынка, как показано выше в Таблице №15. Причем все они являются государственными (Сбербанк, ВТБ, Газпромбанк, Внешэкономбанк, Россельхозбанк). В этой ситуации многие специалисты видят недостаток нашего банковского сектора, т.к. низкая конкуренция среди банков не способствует его развитию и повышению эффективности в его работе. Хотя есть случаи, когда консолидация банковского сектора приводила к повышению эффективности работы банковской системы, как например в Японии. В Японии после кризиса активно проходит процесс слияния банков с целью объединения

⁴⁹ Правительство взялось за трубы // Коммерсантъ от 19.10.2012 [Электронный ресурс]. – Электронные данные. – Режим доступа: <http://www.kommersant.ru/doc/2047639>

собственного капитала и технологий. Однако, там происходит увеличение доли именно частных банков, а в нашей стране же наоборот происходит процесс укрупнения государственных банков, что имеет не столь положительное влияние для конкуренции на рынке. Это связано с тем, что государственные банки в нашей стране могут получать фондирование от государства по более низким ставкам, чем существуют на рынке⁵⁰. Причем они могут получать долгосрочные субсидии, тем самым увеличивая свой капитал. Это ведет к тому, что государственные банки выдают кредиты по заниженным ставкам и тем самым переманивают клиентов у частных банков. В результате государственные банки постепенно наращивают свою долю, которая и так довольно высока. Со временем это может привести к тому, что число частных банков и их доля на рынке упадут еще сильнее, а эффективность всего сектора в целом снизится.

Ранее уже было сказано про иностранные инвестиции на российский фондовый рынок, которые сильно повышают цикличность нашей экономики. Как показала история, до 2007 г., когда мировые экономики росли быстрыми темпами, инвестиции в Россию только увеличивались, как показано на приводимом ранее Рисунке №2. В итоге чистый приток портфельных инвестиций достиг 20 млрд. долл., но когда в 2008 г. в Европе и в США начался кризис ликвидности, иностранные портфельные инвесторы начали резко выводить деньги из ценных бумаг российских компаний, что привело к резкому падению рыночных котировок компаний и общей капитализации рынка более, чем в три раза. Проблема заключается в том, что к 2008 г. у многих крупных российских компаний была очень высокая долговая нагрузка. А обеспечением для таких кредитов часто служили собственные акции. В результате падения котировок акций, снизилась величина залога, и начали появляться так называемые margin calls (требования довести необходимый залог, чтобы банк не забрал заложенные акции в счет

⁵⁰ Гвелесиани Т.В., Гладкова В.Е. Проблемы развития банковского сектора в России// Ученые записки Российской Академии предпринимательства, Выпуск 15, (2009), стр. 98

погашения кредита). В результате компании были вынуждены искать свободные денежные средства для расплаты с банками, изымать их из оборота и т.д., что в некоторых случаях привело к остановке производства и увольнению сотрудников с целью сокращения расходов. Именно здесь произошел переход от так называемого финансового кризиса к экономическому кризису, от которого уже напрямую сильно пострадали реальные доходы населения. И это отчасти произошло именно из-за недостаточной развитости фондового рынка, из-за того что он служит прежде всего спекулятивным целям, а не для долгосрочного инвестирования в компании. Если бы инвестиции на наш рынок осуществлялись именно для такой цели, то не было бы такого резкого оттока инвестиций и таких плачевных последствий для экономики нашей страны. Однако, стоит отметить, что проблема кроется не только в том, что роль фондового рынка в финансировании российской экономики не столь высока, но и в том, что Россия воспринимается как развивающаяся страна с высокими политическими рисками. Именно поэтому многие иностранные инвесторы изначально готовы только к портфельным инвестициям в нашу экономику.

Помимо всего прочего, на российском фондовом рынке и в банковском секторе в целом существует фундаментальная проблема, связанная с нехваткой длинных денег в экономике. Одной из причин этой проблемы является недостаточная развитость фондового рынка. В том числе от этой проблемы страдают банки, в особенности частные, у которых нет финансовой поддержки государства для увеличения капитала. Таким банкам нужны длинные деньги, чтобы выдавать долгосрочные кредиты компаниям. Но пользуясь только денежными средствами, полученными от вкладчиков – физических и юридических лиц, эту проблему не решить. Для этого банкам нужно наращивать свой капитал, а это можно сделать либо за счет кредитования у зарубежных банков по низким ставкам, либо за счет эмиссии акций на фондовом рынке. Однако, в силу неразвитости отечественного

рынка сделать это получается далеко не у всех. В качестве альтернативы привлечения акционерного капитала для финансирования своего роста, многие банки практикуют уже упоминавшуюся стратегию carry trade. Но минусы этой стратегии заключаются в том, что долги номинированы в иностранной валюте, поэтому присутствует высокая угроза валютного риска. В период кризиса 2008-2009 гг. реализовался худший сценарий для российских банков, т.к. курс рубля по отношению к доллару резко снизился, и долги банков перед зарубежными кредиторами резко выросли. Также есть возможность брать средства у ЦБ, но это чаще всего краткосрочные займы, которые не могут служить для решения проблемы повышения капитала банков.

Выше уже шла речь о том, что банки могут лучше проанализировать потенциального заемщика в условиях низких стандартов раскрытия информации, нежели это сделает фондовый рынок. Отсюда мы пришли к выводу, что в такой ситуации у компании больше шансов получить финансирование именно у банка, т.к. рынок просто не даст деньги компании, о которой очень мало публичной информации. Однако существуют компании, которые вообще находятся на стадии разработки идеи и создании продукта, который чаще всего является высокотехнологичным. У таких компаний обычно очень мало материальных активов, которые являются необходимым условием для банка при принятии решения о выдаче кредита. А стоимость материальных активов и потенциальные перспективы компаний в будущем банки обычно никак не оценивают, т.к. они выдают только кредиты, а не становятся собственниками компаний, и никак не будут участвовать в росте компании в будущем. В данной ситуации для этих компаний вероятность получения банковского кредита на развитие бизнеса очень мала. Есть, конечно, случаи, когда основатели обманывают банки и берут потребительские кредиты на себя, а используют их на развитие бизнеса, но это не самая удобная схема для развития бизнеса в будущем.

Именно в таких случаях компаниям мог бы помочь фондовый рынок со своей способностью оценить стоимость нематериальных активов компании и провести DCF анализ, для того чтобы понять, какие потенциальные денежные потоки будет генерировать бизнес в будущем. Ведь возможно, что если сама идея бизнеса уникальна, то инвесторы, вложив совсем небольшие деньги на старте, в будущем могли бы получить доходность в тысячи процентов. Однако, в силу общей слабой развитости фондового рынка и конкретно крайне низкого развития сегмента для компаний малой капитализации такие компании вынуждены искать финансирование не на фондовом рынке за счет выпуска ценных бумаг, а у венчурных фондов. В этом случае тоже происходит эмиссия акций, но оно не является публичным. Но проблемой для основателей бизнеса в данном случае выступает то, что фонды часто ведут агрессивную политику, диктуя свои правила и стараясь получить контролирующий пакет, а иногда и совсем вытеснить основателей из их же компаний. В случае размещения на фондовом рынке роль основателей сохраняется на более высоком уровне, т.к. здесь меньше вероятность, что акции компании будут куплены только одним инвестором, и он будет диктовать свои условия работы.

3.3. Перспективы развития фондового рынка, увеличения его роли в финансировании экономики России

После рассмотрения положительных и отрицательных сторон сложившегося типа финансовой системы в нашей стране можно подвести итог тому, что есть как плюсы, так и минусы того, что в России развит банковский сектор, а роль фондового рынка в финансировании экономики не столь высока. При этом нельзя сказать, что это определенно хорошо или плохо. Как мы уже выяснили во второй главе диссертации, это естественно, что в России роль фондового рынка не столь высока. Однако, это не значит, что нужно оставлять ситуацию так, как есть. В любом случае развитие фондового рынка несет с собой большие преимущества, и сейчас мы

рассмотрим возможные перспективы развития фондового рынка в ближайшем будущем, а именно то, как будет трансформироваться фондовый рынок, и какими будут действия властей для повышения его роли в экономике.

Рассматривая перспективы развития фондового рынка в России нужно начать с того, что в 2008 г. у Правительства и Министерства финансов появилась идея по созданию Международного финансового центра в Москве. Эта идея была продиктована необходимостью создания условий в нашей стране по привлечению инвесторов, которые бы приходили на наш рынок с долгосрочными перспективами работы, чтобы это не были исключительно те спекулянты, которые покинули Россию сразу же после первых признаков надвигающегося кризиса 2008 г. В 2011 г. была создана специальная рабочая группа, задачей которой является разработка программы по достижению намеченной цели. Нужно отметить, что эта задача изначально казалась трудновыполнимой, учитывая, что в 2008 г. Москва была лишь на 68 месте из 79 городов в рейтинге Global Financial Centres Index⁵¹, который ежегодно составляется консалтинговой группой Z/Yen Group. При этом первые места заняли такие города, как Лондон, Нью-Йорк, Гонконг и Сингапур.

В 2008 г. Министерством экономического развития РФ был разработан первый проект Концепции создания международного финансового центра в Российской Федерации⁵², в соответствии с которой было необходимо провести ряд реформ в разных отраслях экономики до 2015 г.: усовершенствовать налогообложение на фондовом рынке, принять эффективный закон по борьбе с инсайдерской торговлей, усовершенствовать судебную систему, чтобы она была способна препятствовать правонарушениям на рынке, увеличить разнообразие инструментов на

⁵¹ Презентация «The Global Financial Centres Index 8» // Z/Yen Group (September 2010), [Электронный ресурс]. – Электронные данные. – Режим доступа: <http://www.zyen.com/GFCI/GFCI%208.pdf>, стр. 10

⁵² «Концепция создания международного финансового центра в Российской Федерации» // МЭРТ от 31.12.2009 [Электронный ресурс]. – Электронные данные. – Режим доступа: <http://www.economy.gov.ru/minec/activity/sections/finances/creation/conceptmfc>, стр.15-20

фондовом рынке и улучшить его инфраструктуру. Спустя 4 года после разработки концепции можно сказать, что первые результаты деятельности в этом направлении уже есть, но сделать предстоит еще много всего. Это подтверждается в том числе тем, что Москва по состоянию на 2013 г. переместилась лишь на 65 место в указанном выше рейтинге⁵³.

Одной из главных реформ можно назвать создание единой биржи на основе РТС и ММВБ в конце 2011 г. Это было необходимо для повышения технологической оснащенности биржи, для повышения удобства работы на российском рынке как для иностранных, так и для отечественных инвесторов за счет появления возможностей по торговле инструментами на разных площадках с одного расчетного счета. Рубен Аганбегян, бывший президент ММВБ, один из наиболее активных участников процесса по объединению бирж в одном из интервью «Ведомостям»⁵⁴ отмечает, что иностранные инвесторы уже давно спрашивали представителей биржи о том, когда же это произойдет, и по достоинству оценили произошедшие изменения.

Последующим и логическим решением вслед за объединением бирж стало объединение двух крупнейших депозитариев нашей страны. 6 ноября 2012 г. ФСФР законодательно присвоила НКО ЗАО «Национальному расчетному депозитарию» статус центрального депозитария. К нему присоединился ЗАО «ДКК», который до этого момента был крупнейшим расчетным депозитарием по акциям.

Еще одним очень важным шагом к созданию МФЦ в Москве стало решение об объединении ЦБ и ФСФР и создание на их базе мегарегулятора по принципу ФРС в США. В результате создания мегарегулятора установится единый контроль за банками и фондовым рынком, что является

⁵³ Презентация «TheGlobal Financial Centres Index 13» // Z/Yen Group (March 2013), [Электронный ресурс]. – Электронные данные. – Режим доступа: http://www.longfinance.net/images/PDF/GFCL_25March2013.pdf стр. 6, стр. 50

⁵⁴ Интервью с Аганбегяном Р. «Я вижу ключевой риск в нас самих, что нам это не удастся» // Ведомости от 30.06.2011 [Электронный ресурс]. – Электронные данные. – Режим доступа: http://www.vedomosti.ru/library/news/1387819/ya_vizhu_klyuchevoj_risk_v_nas_samih_chno_nam_eto_ne

необходимостью, т.к. сейчас финансовая система становится все сложнее и сложнее, а многие холдинговые компании (например, ФК «Открытие») ведут деятельность как в банковском бизнесе, так и на фондовом рынке и в сфере страхования. Планируется, что процесс объединения двух структур будет завершен к 1 января 2014 г.⁵⁵ Отметим, что создание единой биржи и центрального депозитария, а также планы по объединению ЦБ и ФСФР вносят существенный вклад в улучшение инфраструктуры фондового рынка в России.

Одним из последних знаковых достижений, способствующих созданию МФЦ в Москве, стал запуск торгов акциями первого иностранного ETF-фонда на ММВБ 29 апреля 2013 г.⁵⁶. Фонды ETF уже давно существуют на зарубежных фондовых рынках и зарекомендовали себя, как очень хорошие инструменты по диверсификации рисков для непрофессиональных инвесторов. В России же о вводе этого инструмента в обращение говорили последние 3 года и для того, чтобы осуществить это, в июле 2012 г. Государственная Дума провела изменение в закон «Об инвестиционных фондах», введя само понятие биржевого ПИФа⁵⁷. Начало торговли акциями ETF-фонда в России, которые как класс финансовых продуктов зарекомендовали себя за рубежом, говорит о том, что работа по повышению разнообразия инструментов на фондовом рынке России ведется, и процесс не стоит на месте.

Сам факт появления планов о создании МФЦ в Москве дает нам понять, что власти в нашей стране всерьез задумались о важности фондового рынка для экономики страны. И это несмотря на то, что вероятность воплощения этих планов не очень высока, и у этой затеи очень много скептиков, как в России, так и за рубежом. Проблема заключается в том, что

⁵⁵ Два в одном// Эксперт online от 28.12.2012 [Электронный ресурс]. – Электронные данные. – Режим доступа: <http://expert.ru/2012/09/28/dva-v-odnom/>

⁵⁶ Московская Биржа допустила к торгам первый в России иностранный биржевой инвестиционный фонд// Сbonds от 30.04.2013 <http://ru.cbonds.info/news/item/649211>

⁵⁷ Московская биржа зовет торговаться в России иностранные ETF// РБК daily от 19.02.2013 <http://www.rbcdaily.ru/finance/562949985768748>

все действия, которые сейчас предпринимаются для реализации этого плана, относятся напрямую к изменениям на фондовом рынке. В результате этих мер действительно улучшится его инфраструктура, увеличится разнообразие финансовых инструментов, и он станет более понятным и удобным для отечественных и иностранных инвесторов, но это будет всего лишь достаточным условием для возникновения предпосылок для того, чтобы Москва действительно стала одним из мировых финансовых центров. Необходимым же условием должно быть коренное изменение в представлении о нашей стране у иностранных инвесторов. Большинство инвесторов в мире, которые хоть как-то рассматривают нашу страну в качестве потенциального объекта для инвестиций, пока видят в нашей стране только развивающуюся экономику с высокой доходностью и одновременно высокими рисками. В нашей стране высокие политические риски, экономика чрезмерно зависит от цен на нефть, и в нашей стране высоки валютные риски из-за слабости рубля по отношению к мировым валютам. Здесь нужно также упомянуть слабую правовую систему, о которой уже шла речь во 2-й главе. Все это отпугивает долгосрочные инвестиции в нашу страну. Поэтому и получается так, что к нам в страну приходят в основном портфельные инвесторы, которые хотят снять сливки в период роста и стабильности, а как только на рынках появляются признаки нестабильности, то они сразу же распродают активы и уходят с рынка. Как результат получаем все проблемы, о которых уже шла речь выше – это чрезмерная цикличность экономики и нехватка длинных денег. Поэтому для того, чтобы решить существующую проблему нужно снижать зависимость экономики нашей страны от цен на нефть, реформировать законодательную и судебную системы, менять политическую систему в стране. Если будет комплекс таких мер, тогда план по созданию МФЦ в Москве может быть со временем реализован, а пока, как видим, проводимые изменения никак не меняют место Москвы в рейтинге финансовых центров мира.

При анализе перспектив развития фондового рынка в России стоит также рассмотреть пенсионную реформу. Эту реформу нельзя причислить к мерам, которые начали предприниматься с целью создания МФЦ в Москве, потому что она была начата еще в 2002 г. У этой реформы было несколько целей: создание нового принципа пенсионной системы, где каждый человек сам копит деньги на свою старость и создание драйвера для развития фондового рынка за счет инвестирования сбережений населения на фондовом рынке через пенсионные фонды (государственные и негосударственные). Эта реформа проводилась по зарубежному опыту, где средства пенсионных фондов являются основным источником длинных денег в экономике, которых так не хватает нашей стране. Но итогом 10 летнего хода реформы стал закон, подписанный 4 декабря 2012 г., о том, что с 2014 г. принцип накопительной пенсии сохранится только для тех граждан, которые сами захотят этого и напишут заявление об этом в отделение Пенсионного Фонда РФ. При этом граждане смогут выбрать размер накопительных отчислений, который может варьироваться от 2 до 6%⁵⁸. Главной проблемой для успешной реализации реформы, которая изначально задумывалась для всех граждан младше 1967 г., стало то, что на данный момент при переводе всех людей такого возраста на накопительную пенсию у Пенсионного Фонда и в бюджете просто не будет достаточных средств для выплат пенсий нынешним пенсионерам. Если бы данная реформа была бы реализована в полной мере, то это было бы очень хорошим драйвером для развития фондового рынка в нашей стране. Но пока что только чуть больше 22 млн. чел. перешли на накопительную систему, и их накопления инвестируются на фондовом рынке. Однако у оставшейся активной части населения есть еще большая часть 2013 г. для того, чтобы перейти на накопительную систему, и, возможно, что по итогам реформы эта цифра приблизится к 30 млн. чел. Но даже накопления этих людей уже могут со

⁵⁸ Молчунов могут оставить без накопительной части пенсии // [Электронный ресурс]. – Электронные данные. – Режим доступа: <http://www.lukoil-garant.ru/press/news/detail.php?ID=1880663>

временем дать отечественному фондовому рынку необходимые длинные деньги, в которых он так нуждается.

Ранее мы уже рассматривали минус слабого развития фондового рынка, который заключается в том, что маленьким компаниям с высокотехнологичным или просто нетривиальным продуктом сложно получить финансирование в банке, т.к. у них не хватает материальных активов для залога, а будущий потенциал развития банк чаще всего не оценивает. Здесь стоит отметить, что на российских биржах работают такие площадки для компаний малой капитализации. Рассмотрим их более подробно.

Первой открывшейся площадкой была RTS start, которая открылась на РТС в 2007 г. Она была создана для компаний малой и средней капитализации, у которых не было ресурсов для выхода на основную площадку РТС. За первый год на этой площадке было проведено 5 выпусков акций компаний из разных отраслей экономики⁵⁹. Однако с момента объединения бирж и создания Московской биржи эта площадка перестала существовать.

Также аналогичная площадка была создана на ММВБ в июне 2007 г. Ее название - сектор инновационных и растущих компаний (ИРК). Она была создана прежде всего для высокотехнологичных компаний из таких отраслей, как телекоммуникации, интернет, разработка ПО, биотехнологии и электроника. У этой площадки есть критерий не только по отрасли и технологичности, но и по темпу роста выручки, который должен быть не меньше, чем 20% за прошедший год. Однако, компании не с высокотехнологичными продуктами также могут разместиться на этой площадке, если ожидаемый уровень капитализации мог достигнуть минимальной отметки в 100 млн. руб. После объединения бирж данная

⁵⁹Деришева О., Федоров А. RTS start – стартовая площадка РТС для Российских компаний малой и средней капитализации // «Компания и эмитент»№12 (2007), стр. 5

площадка продолжила свою работу но под названием Рынок инноваций и инвестиций Московской биржи (РИИ). По данным на конец апреля 2013 г. на этой площадке обращались акции 21-й компаний⁶⁰. Также кроме РИИ на Московской бирже работает РИИ 2. Она была создана для совсем маленьких компаний, у которых очень мало средств для проведения размещения.

Работа рассмотренных площадок, поддерживает компании малой капитализации, занимающиеся высокими технологиями и желающими получить финансирование на рынке. Это хороший опыт для дальнейшего развития этого рынка, учитывая, что объем торгов на площадке РИИ за 2012 г вырос на 50% по данным презентации Московской биржи на апрель 2013 г.

Подводя итог под перспективами развития фондового рынка в России и повышения его роли в финансировании экономики России можно сказать, что в последние годы были сделаны фундаментальные шаги к улучшению инфраструктуры рынка и созданию условий для повышения его значимости для реализации компаниями своих инвестиционных программ. Все это будет вести к тому, что фондовый рынок будет со временем все больше участвовать в финансировании экономики, особенно если учесть пристальное внимание властей к этой проблеме и желанию сделать МФЦ в Москве.

Однако, стоит отметить, что несмотря на всю пользу проводимых изменений на фондовом рынке, это не означает, что сразу после того, как все реформы будут реализованы, иностранные инвесторы сразу придут к нам на рынок с долгосрочными инвестициями. Для того, чтобы это произошло нужно фундаментально менять российскую экономику, уменьшая ее зависимость от цен на нефть, а также проводить результативную борьбу с коррупцией и снижать политические риски в стране – т.к. менять все то, что также беспокоит иностранных инвесторов в нашей экономике помимо

⁶⁰ Пособие для эмитентов сектора «Рынок инвестиций и инноваций»// [Электронный ресурс]. – Электронные данные. – Режим доступа: <http://rts.micex.ru/s25>

неразвитости фондового рынка. И вот тогда поток иностранных прямых инвестиций в Россию действительно будет расти.

Заключение

В данной работе было проведено исследование роли фондового рынка в финансировании экономики России. Для того, чтобы ответить на этот вопрос и определить является ли финансовая система в России рыночной или нет, использовались показатели, предложенные в зарубежной научной литературе. Их значения утверждали, что в России роль фондового рынка для экономики выше, чем значимость банковского сектора, и что в стране установилась рыночная финансовая система. Однако, дальнейшее исследование особенностей российской экономики показало, что это не так. Причина в том, что российский фондовый рынок является высоко спекулятивным, а величина его капитализации чрезмерно завышена, поэтому нельзя использовать этот показатель для целей исследования. В свою очередь, анализ источников финансирования инвестиций российских компаний по данным Росстата и объема IPO на фондовом рынке доказал, что в России на самом деле действует банковская финансовая система, а роль фондового рынка в финансировании экономики очень мала. Это объясняется тем, что в реальности лишь малая доля инвестиционных проектов финансируется компаниями за счет привлечения денежных средств с фондового рынка.

В дальнейшем проводилось исследование факторов, которые могли повлиять на становление существующего типа структуры финансовой системы. Для наглядности доказательства некоторые особенности российской экономики сравнивались с аналогичными особенностями в других странах. Было выявлено, что низкая роль фондового рынка и высокая значимость банков в финансировании экономики объясняется спецификой ее правовой системы, национальных традиций и структурой реальной

экономики. Также на это влияет высокая степень государственного вмешательства в экономику и ряд других причин.

В заключение работы был проведен анализ преимуществ и недостатков того, что в финансовой системе нашей страны банковский сектор преобладает над фондовым рынком, роль которого не столь велика. На основе примеров из реальной деятельности российских компаний было установлено, что в целом есть плюсы того, что лучше развит банковский сектор, но также есть проблемы с недостаточной развитостью фондового рынка. После анализа возможных путей развития ситуации в ближайшем будущем было выявлено, что за счет претворения в жизнь идеи о создании Международного финансового центра в Москве, вероятно, что уже в ближайшем будущем фондовый рынок в России перейдет на более высокий уровень развития в результате проведения новых реформ, а также претворения в жизнь тех структурных изменений, которые реализуются в данный момент.

Список литературы

Книги, научные статьи и аналитические материалы:

1. Гвелесиани Т.В., Гладкова В.Е. Проблемы развития банковского сектора в России// Ученые записки Российской Академии предпринимательства, Выпуск 15, (2009). – 115 стр.
2. Данилов Ю. А., Якушин А. Ф. Аналитический доклад «ИРО в России: Итоги 2008», Москва, Фонд «Центр развития фондового рынка», 2009. – 135 стр. // [Электронный ресурс]. – Электронные данные. – Режим доступа: http://www.crfr.ru/files/ipo_v_russia__itogi_2008.pdf
3. Деришева О., Федоров А. RTS start – стартовая площадка РТС для Российских компаний малой и средней капитализации // «Компания и эмитент» №12 (2007). - 27 стр.
4. Доклад всемирного банка об экономике России. Февраль 2004 года. – 189 стр. // [Электронный ресурс]. – Электронные данные. – Режим доступа: <http://protown.ru/information/hide/3299.html>
5. Концепция создания международного финансового центра в Российской Федерации // МЭРТ от 31.12.2009 – 137 стр. [Электронный ресурс]. – Электронные данные. – Режим доступа: <http://www.economy.gov.ru/minec/activity/sections/finances/creation/conceptmfc>
6. Коллектив авторов под руководством Миркина Я.М. Аналитический доклад «Среднесрочный прогноз развития финансовой системы (2010-2015 гг.)» - 276 стр.
7. Миркин Я.М. Традиционные ценности населения и фондовый рынок, Отрывок из работы Н. Бердяева Судьба России. - М.: Советский писатель, 1990.- 346 с.// [Электронный ресурс]. – Электронные данные. – Режим доступа: www.mirkin.ru/docs/00kolonka07.doc

8. Мишкин Ф.С. Экономическая теория денег, банковского дела и финансовых рынков: Учебное пособие для вузов // Пер. с англ. Аспект Пресс, (1999) – 634 стр.
9. Обзор российского рынка публичных размещений акций 2010 – 35 стр. // [Электронный ресурс]. – Электронные данные. – Режим доступа: [http://www.offerings.ru/netcat_files/File/IPO_2010\(1\).pdf](http://www.offerings.ru/netcat_files/File/IPO_2010(1).pdf)
10. Обзор российского рынка публичных размещений акций 2010 – 27 стр. // [Электронный ресурс]. – Электронные данные. – Режим доступа: [http://www.offerings.ru/netcat_files/File/IPO_2010\(1\).pdf](http://www.offerings.ru/netcat_files/File/IPO_2010(1).pdf)
11. Прозрачный бизнес: За и против, Совместное исследование ВДО и Ассоциации менеджеров России - 17 стр. // [Электронный ресурс]. – Электронные данные. – Режим доступа: <http://amr.ru/upload/transparency.pdf>
12. Презентация «The Global Financial Centres Index 13» // Z/Yen Group (March 2013) – 123 стр. [Электронный ресурс]. – Электронные данные. – Режим доступа: http://www.longfinance.net/images/PDF/GFCI_25March2013.pdf,
13. S&P: Индекс информационной прозрачности российских компаний в 2009г. остался на уровне 2008г. и составил около 56% // РБК daily от 21.10.2009 [Электронный ресурс]. – Электронные данные. – Режим доступа: <http://www.rbcdaily.ru/finance/562949979237720>

Периодические электронные издания

14. Минфин ожидает досрочного возврата субординированных кредитов // РБК daily от 02.12.2010 [Электронный ресурс]. – Электронные данные. – Режим доступа: <http://www.rbcdaily.ru/finance/562949979237720>
15. Как компании добиться реструктуризации долга // Журнал «Forbes» от 25.03.2010 [Электронный ресурс]. – Электронные данные. – Режим доступа: <http://www.forbes.ru/svoi-biznes/finansirovanie/47013-dolgovaya-perezagruzka>

16. Минпромторг просит реструктурировать долг предприятия холдинга «Базэл» // РИА Новости от 06.03.2009 [Электронный ресурс]. – Электронные данные. – Режим доступа: http://ria.ru/crisis_news/20090306/164016087.html
17. Правительство взялось за трубы // Коммерсантъ от 19.10.2012 [Электронный ресурс]. – Электронные данные. – Режим доступа: <http://www.kommersant.ru/doc/2047639>
18. Интервью с Аганбегяном Р. «Я вижу ключевой риск в нас самих, что нам это не удастся» // Ведомости от 30.06.2011 [Электронный ресурс]. – Электронные данные. – Режим доступа: http://www.vedomosti.ru/library/news/1387819/ya_vizhu_klyuchevoj_risk_v_nas_samih_chno_nam_eto_ne
19. Два в одном// Эксперт online от 28.12.2012 [Электронный ресурс]. – Электронные данные. – Режим доступа: <http://expert.ru/2012/09/28/dva-v-odnom/>
20. Московская Биржа допустила к торгам первый в России иностранный биржевой инвестиционный фонд// Сbonds от 30.04.2013 <http://ru.cbonds.info/news/item/649211>
21. Московская биржа зовет торговаться в России иностранные ETF// РБК daily от 19.02.2013 <http://www.rbcdaily.ru/finance/562949985768748>
22. Пособие для эмитентов сектора «Рынок инвестиций и инноваций»// [Электронный ресурс]. – Электронные данные. – Режим доступа: <http://rts.micex.ru/s25>

Статистически данные:

23. [Электронный ресурс]. – Электронные данные. – Режим доступа: <http://data.worldbank.org/>
24. [Электронный ресурс]. – Электронные данные. – Режим доступа: <http://www.cesifo-group.de>

- 25.[Электронный ресурс]. – Электронные данные. – Режим доступа:
<http://www.imf.org>.
- 26.[Электронный ресурс]. – Электронные данные. – Режим доступа:
<http://www.gks.ru>
- 27.[Электронный ресурс]. – Электронные данные. – Режим доступа:
<http://www.prsgroup.com/CountryData.aspx>
- 28.[Электронный ресурс]. – Электронные данные. – Режим доступа:
<http://www.geert-hofstede.com/>
29. [Электронный ресурс]. – Электронные данные. – Режим доступа:
<http://www.spark-interfax.ru>

Литература на иностранном языке

- 30.Allen F., Gale D. Comparative Financial Systems: A Survey // Financial Institutions Center at The Wharton School, Working Paper № 01-15, (2001) – 34 pp.
- 31.Allen F., Gale D., Financial Markets, Intermediaries, and Intertemporal Smoothing // Journal of Political Economy, Vol 105, No 3, (June 1997) – 46 pp.
- 32.Allen., Franklin., Bartiloro., Laura., Kowalewski., Oskar. Does Economic Structure Determine Financial Structure? // AFA (2007) Chicago Meetings Paper – 34 pp.
- 33.Boot A.W.A. Relationship Banking: What Do We Know? // Journal of Financial Intermediation, Vol. 9, No.1 – 35 pp.
- 34.Boot A.W. A., Thakor A.V. Financial system architecture // Rev. Finan. Stud. 10. (1997) – 53 pp.
- 35.Bhide A. The hidden costs of stock market liquidity // J.Finan.Intermed, 34. (1993) – 23 pp.
- 36.Ergungor O. Market- vs. bank-based financial systems: does rights and regulation really matter? // Journal of Banking and Finance, 28, (2004) – 46 pp. 47

37. Fama E, Foundations of Finance, New York: Basic Books, (1976) – 57 pp.
38. Guriev S., Durnev A. The Resource Curse: A Corporate Transparency Channel // CEPR Discussion Paper Abstracts (October 2007) – 22 pp.
39. Hoshi T., Kashyap A., Scharfstein D. Corporate Structure, Liquidity, and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups // *Quarterly Journal of Economics*, 106, (1991) – 36 pp.
40. Hofstede G., Bond M. The Confucius Connection: From Cultural Roots to Economic Growth // *Organizational Dynamics*, 15 (1), (1988) – 25 pp.
41. Holmstrom B., Tirole J. Market Liquidity and Performance Monitoring // *J. Polit. Econ* (101), (1993) – 53 pp.
42. Kwok C., Tadesse S. National culture and financial system // *Journal of International Business Studies*, 37, (2006) – 27 pp.
43. La Porta., Lopez-de-Silanes R., Shleifer F., Vishny A., Robert. Legal Determinants of External Finance // *The Journal of Finance*, Vol. LII, No3, (July 1997) – 32 pp.
44. La Porta., Lopez-de-Silanes R., Shleifer F., Vishny A., Robert. Investor protection and corporate governance // *Journal of Financial Economics*, Elsevier, Vol. 58(1-2), (2000) – 39 pp.
45. Levine R. The Legal Environment, Banks, and Long-Run Economic Growth // *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 30, No. 3, Part 2, (August 1998) – 48 pp.
46. Levine R. Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which Is Better? // *Journal of Financial Intermediation* 11, (2002) – 540 pp.
47. Rajan R.G., Zingales L. Which Capitalism? Lessons from the East Asian Crisis // *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 11, No. 3, (Fall 1998) – 59 pp.
48. Rajan R.G. Insiders and Outsiders: The Choice between Informed and Arm's-Length Debt // *The Journal of Finance*, Vol. XLVII, No. 4, (September 1992) – 52 pp.

49. Rajan R., Zingales L. Banks and markets: the changing character of European finance, NBER Working paper № 9595, (2003) – 47 pp.
50. Rajan R., Zingales L. Banks and markets: The changing character of European finance, in V. Gaspar, P. Hartmann and O. Sleijpen (eds.), The Transformation of the European Financial System, Frankfurt: European Central Bank, (2003b) – 34 pp.
51. Rajan R. G., Zingales L. Financial Systems, Industrial Structure, and Growth // Oxford Review of Economic Policy, Vol. 17, No. 4, (Winter 2001) – 25 pp.
52. Thapa C., Poshakwale S. Investor protection and foreign equity portfolio investments. (2009), Unpublished– 48 pp.

Приложение

Значения индекса Investor protection II по странам.

Страна	Investor protection II
США	13,6
Великобритания	14,2
Япония	12,5
Франция	11,0
Германия	13,5
Швейцария	13,5
Канада	14,7
Италия	9,0
Австралия	14,5
Корея	6,0
Индонезия	5,8
Финляндия	16,0
Швеция	15,3
Бразилия	6,7
Тайвань	10,4
Мексика	7,5
Бельгия	12,9
Китай	8,0
Норвегия	15,0
Индия	9,0
Россия	6,4
Дания	15,5
Австрия	15,0
Греция	9,1
Португалия	11,7
Тайланд	7,0
Турция	8,7
Малайзия	8,9
Венгрия	10,6
Новая Зеландия	15,3
Польша	9,3
Филиппины	7,0
Чили	11,7
Чехия	10,6
Аргентина	8,0
Перу	7,3
<i>Среднее</i>	<i>10,9</i>

Значения культурных индексов по странам.

Country	PDI	IDV	UAI	Country	PDI	IDV	UAI
Arab World	80	38	68	Luxembourg	40	60	70
Argentina	49	46	86	Malaysia	104	26	36
Australia	36	90	51	Malta	56	59	96
Austria	11	55	70	Mexico	81	30	82
Austria	11	55	70	Morocco	70	46	68
Bangladesh	80	20	60	Netherlands	38	80	53
Belgium	65	75	94	New Zealand	22	79	49
Brazil	69	38	76	Norway	31	69	50
Bulgaria	70	30	85	Pakistan	55	14	70
Canada	39	80	48	Panama	95	11	86
Chile	63	23	86	Peru	64	16	87
China	80	20	30	Philippines	94	32	44
Colombia	67	13	80	Poland	68	60	93
Costa Rica	35	15	86	Portugal	63	27	104
Czech Republic	57	58	74	Romania	90	30	90
Denmark	18	74	23	Russia	93	39	95
East Africa	64	27	52	Singapore	74	20	8
Ecuador	78	8	67	Slovakia	104	52	51
El Salvador	66	19	94	South Africa	49	65	49
Estonia	40	60	60	South Korea	60	18	85
Finland	33	63	59	Spain	57	51	86
France	68	71	86	Surinam	85	47	92
Germany	35	67	65	Sweden	31	71	29
Greece	60	35	112	Switzerland	34	68	58
Guatemala	95	6	101	Taiwan	58	17	69
Hong Kong	68	25	29	Thailand	64	20	64
Hungary	46	80	82	Trinidad	47	16	55
India	77	48	40	Turkey	66	37	85
Indonesia	78	14	48	United Kingdom	35	89	35
Iran	58	41	59	United States	40	91	46
Ireland	28	70	35	Uruguay	61	36	100
Israel	13	54	81	Venezuela	81	12	76
Italy	50	76	75	Vietnam	70	20	30
Jamaica	45	39	13	West Africa	77	20	54
Japan	54	46	92	Average	59	44	66