

## VI. Политика в отношении финансового сектора<sup>1</sup>

Развитие финансового сектора не является, конечно, самоцелью. Кредитно-финансовая надстройка, как правило, более развита в богатых странах, но взаимно однозначного соответствия между уровнем экономического и финансового развития не наблюдается. Финансовая глубина (*financial deepening* — отношение финансовых активов к ВВП или к материальному богатству) и степень развития финансового посредничества (доля активов финансовых институтов во всех финансовых активах) не всегда свидетельствуют об успешном экономическом развитии.

### ФИНАНСОВЫЙ СЕКТОР И ЭКОНОМИЧЕСКИЙ РОСТ

...Нет оснований ожидать, что существует линейная и положительная зависимость между финансовой глубиной и степенью финансового посредничества, с одной стороны, и ростом и равенством, с другой. «Финансовая глубина» и степень развития финансового посредничества полезны, когда экономика развивается и становится более сложной, но они не являются достоинствами сами по себе... Автономно развивающиеся финансовые системы могут быть не самыми подходящими, так как отражают несовершенства и несправедливости экономического основания, на котором они выросли... Поэтому правительства с необходимостью должны принимать меры, гарантирующие, что ресурсы, мобилизованные финансовыми посредниками, будут использованы наилучшим образом в интересах всего общества, а не в частных интересах, и что финансовые системы будут относительно безопасны для инвесторов [Chandrasekhar, 2007].

Попытки найти связь между степенью развития финансовой системы и темпами роста и другими показателями развития, как правило, не дают абсолютно однозначных результатов, хотя связь между *уровнями* финансового и экономического развития страны существует. Э. Берглоф и П. Болтон, исследовавшие эту зависимость в переходных экономиках, не нашли корреляции между финансовым развитием и ростом. Напротив, экспансия кредитно-финансового сектора в некоторых странах сделала бюджетные ограничения более мягкими и таким образом подорвала рост [Bergloff, Bolton, 2003].

<sup>1</sup> Комментарии к Chandrasekhar C. P. Financial Policies.

## VI. ПОЛИТИКА В ОТНОШЕНИИ ФИНАНСОВОГО СЕКТОРА

ТАБЛИЦА VI.1. Отношение депозитов (срочных и депозитов фирм) к ВВП в развитых и развивающихся странах

Страна	1913	1929	1938	1950	1960	1970	1980	1990	1999
Аргентина	0,29	0,36	0,36	0,3	0,22	0,19	0,28	0,07	0,24
Австралия	0,37	0,45	0,45	0,69	0,43	0,38	0,29	0,42	0,49
Австрия	1,12	0,37	0,33	0,21	0,28	0,31	0,62	0,73	0,7
Бельгия	0,68	0,48	0,69	0,44	0,35	0,4	0,39	0,38	0,85
Бразилия	0,12	0,16	0,21	0,2	0,15	0,12	0,17		
Канада	0,22	0,13	0,16	0,17	0,13	0,37	0,47	0,49	0,61
Чили	0,16	0,15	0,09	0,1	0,06	0,07	0,07	0,12	0,19
Дания	0,76	0,46	0,39	0,32	0,27	0,25	0,28	0,55	0,54
Египет				0,17	0,17	0,14	0,31	0,67	0,51
Франция	0,42	0,44	0,36	0,24	0,3	0,33	0,45	0,42	0,47
Германия	0,53	0,27	0,25	0,15	0,23	0,29	0,3	0,32	0,35
Индия	0,04	0,09	0,12	0,08	0,08	0,09	0,08	0,09	0,09
Италия	0,23	0,21	0,31	0,23	0,81	0,54	0,59	0,4	0,28
Япония	0,13	0,22	0,52	0,14	0,21	0,33	0,48	0,51	0,53
Нидерланды	0,22	0,32	0,52	0,28	0,28	0,26	0,25	0,73	0,69
Норвегия	0,65	0,89	0,56	0,52	0,43	0,49	0,3	0,5	0,49
Россия	0,21								
ЮАР	0,09	0,09	0,16	0,18	0,18	0,16	0,12	0,16	0,21
Испания	0,07	0,24	0,24	0,33	0,37	0,53	0,44	0,66	0,71
Швеция	0,69	0,69	0,73	0,59	0,54	0,5	0,48	0,4	0,39
Швейцария	0,93	1,08	1,13	0,79	0,78	0,69	0,69	0,54	0,66
Великобритания	0,1	2,88	1,34	0,67	0,32	0,22	0,14	0,33	0,39
США	0,33	0,33	0,44	0,4	0,3	0,25	0,18	0,19	0,17
Невзвешенная средняя	0,38	0,49	0,45	0,33	0,31	0,31	0,34	0,41	0,46

ИСТОЧНИК: Госкомстат.

Динамика отношения депозитов к ВВП в развитых и развивающихся странах в XX веке была нелинейной и не показывала тенденции к росту: как видно из табл. VI.1, в среднем по 24 странам этот показатель рос до Великой депрессии 30-х годов, затем снижался до 60-х годов и затем

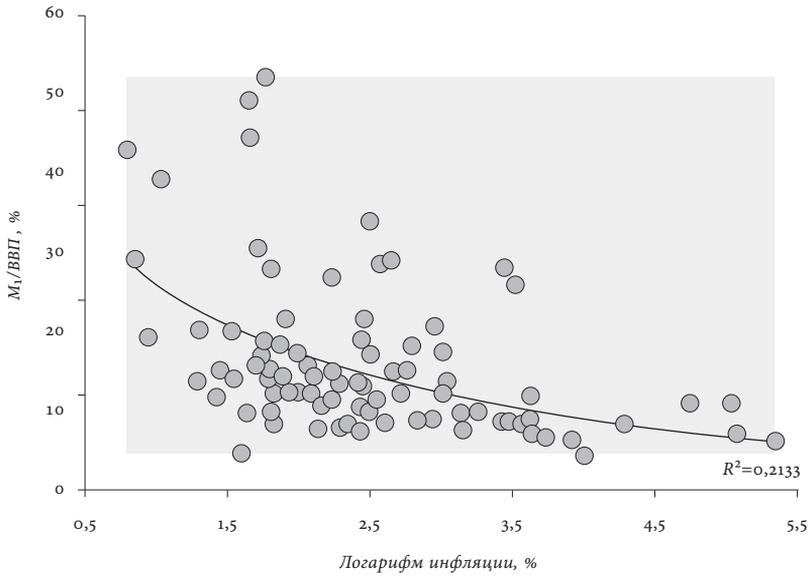


РИС. VI.1. Отношение  $M_1$  к ВВП в 1998 г. и логарифм среднегодовой инфляции в 1975–1999 гг.  
ИСТОЧНИК: WDI.

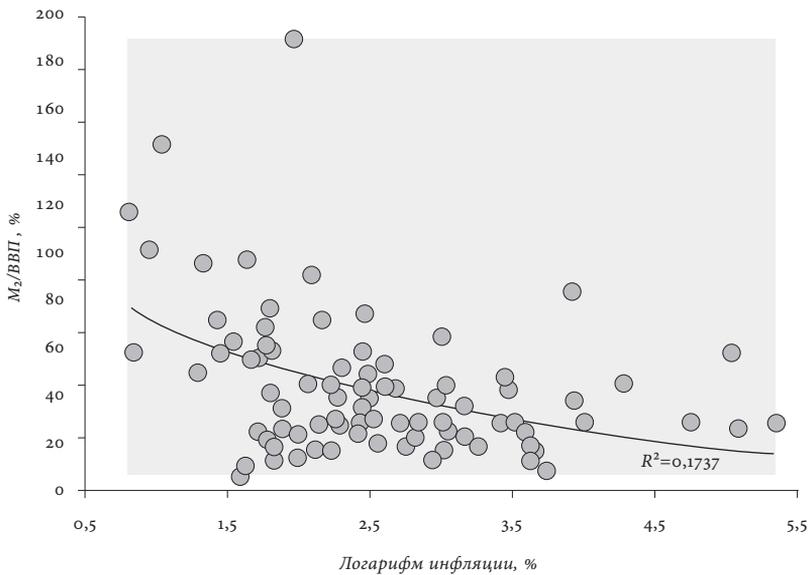


РИС. VI.2. Отношение  $M_2$  к ВВП в 1998 г. и логарифм среднегодовой инфляции в 1975–1999 гг.  
ИСТОЧНИК: WDI.

## VI. ПОЛИТИКА В ОТНОШЕНИИ ФИНАНСОВОГО СЕКТОРА

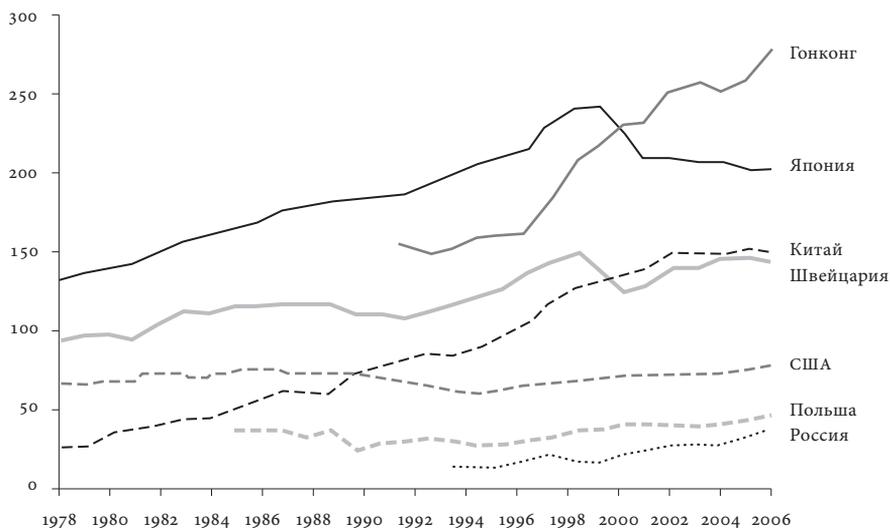


РИС. VI.3. Отношение  $M_2$  (в % к ВВП) в 1978–2006 гг. в некоторых странах  
ИСТОЧНИК: WDI.

снова возрастал. Одно из объяснений такой динамики — воздействие открытости в торговле и в движении капитала [Rajan, Zingales, 2003], но, даже если это так, то, как уже говорилось (главы III, IV), такая открытость не всегда влечет за собой экономический рост.

Часто финансовая глубина измеряется показателями монетизации (отношение денежной массы — денежных агрегатов  $M_1$ ,  $M_2$  — к ВВП). Как для всех стран, так и для переходных экономик монетизация сильно зависит от предшествующей инфляции. В странах, переживших высокую инфляцию, спрос на деньги сильно сокращался, так что отношение массы денег к ВВП падало (рис. VI.1, VI.2)<sup>2</sup>.

$$^2 M_1/Y1998 = \text{const.} + 0,001 Y_{cap75} - 3,8 \lg INFL1975-99 + 12,3 TRANS$$

(скорректированный  $R^2 = 0,2427$ ,  $N = 91$ , все коэффициенты значимы на уровне 2% или менее).

$$M_2/Y1998 = \text{const.} + 0,007 Y_{cap75} - 7,7 \lg INFL1975-99$$

(скорректированный  $R^2 = 0,2786$ ,  $N = 90$ , все коэффициенты значимы на уровне 1% или менее).

Обозначения:

$M_1/Y1998$  — отношение  $M_1$  к ВВП в 1998 г.,

$M_2/Y1998$  — отношение  $M_2$  к ВВП в 1998 г.,

$Y_{cap75}$  — ВВП по ППС на душу населения в долларах США в 1975 г.,

$\lg INFL1975-99$  — логарифм среднегодового роста индекса потребительских цен в 1975–99 гг., %

$TRANS$  — дамми-переменная для переходных экономик.

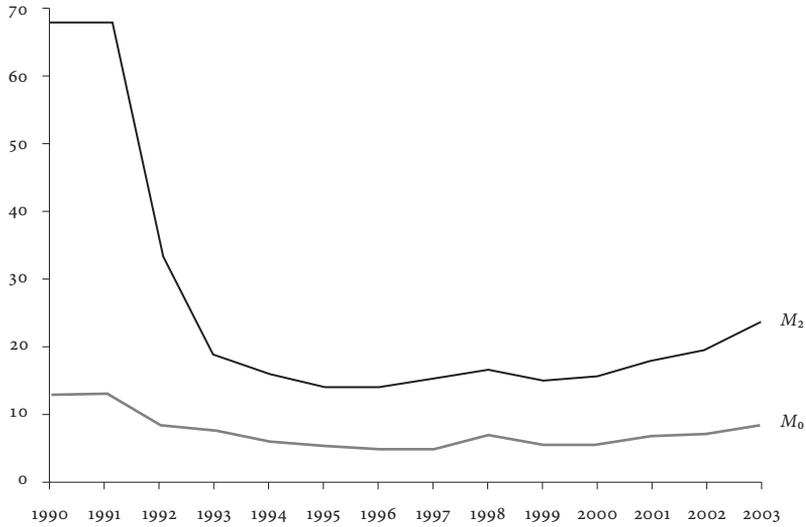


РИС. VI.4. Отношение  $M_0$  и  $M_2$  (в % к ВВП) в России в 1990–2003 гг.  
ИСТОЧНИК: WDI.

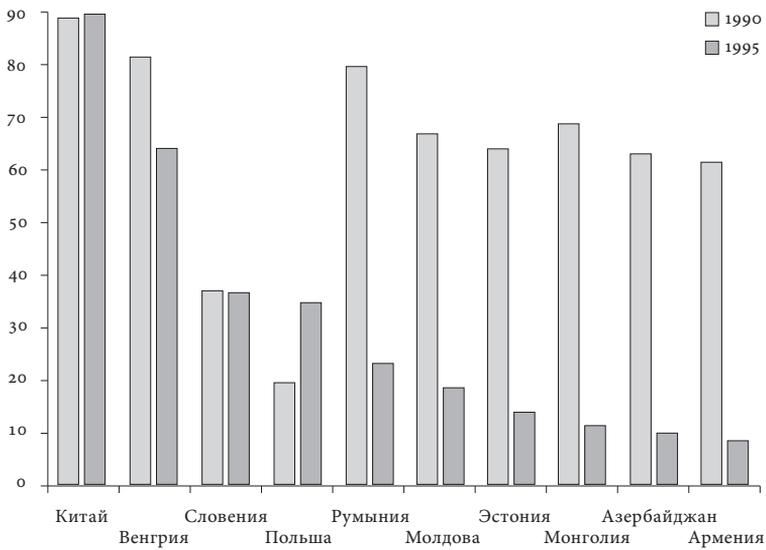


РИС. VI.5. Кредиты банков (в % к ВВП) в некоторых переходных экономиках в 1990 г. и 1995 г.  
ИСТОЧНИК: WDI.

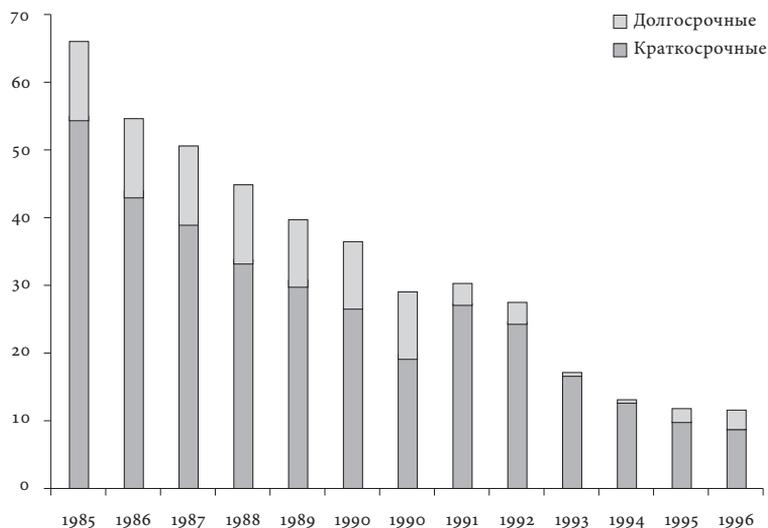


РИС. VI.6. Кредиты банков (в % к ВВП) в СССР и России в 1985–1996 гг.

ИСТОЧНИК: Госкомстат.

Наивысшие показатели монетизации имеют развитые страны, особенно те из них, которые ориентируются на bank based financial system (Япония, Канада и страны континентальной Европы), и те, которые являются международными банковскими центрами (Гонконг, Кипр, Швейцария). Из развивающихся стран самый высокий уровень монетизации имеют Китай, Ливан, Сент-Киттс и Невис (рис. VI.3).

Для переходных экономик, многие из которых испытали сильную инфляцию в 90-е годы, зависимость между уровнем инфляции и монетизацией еще более четко выражена (рис. I.8). Показатель, обратный монетизации, — скорость обращения денег (отношение ВВП к массе денег в обращении), соответственно, был выше в странах с высокой инфляцией.

В России из-за высокой инфляции 90-х годов уровень монетизации резко снизился. В 1990 г. показатель был, конечно, искусственно завышен из-за накопления в советской экономике того времени отложенного спроса (monetary overhang). Однако в 1980–1985 гг. отложенный спрос был минимален, и тот факт, что монетизация в этот период даже в плановой экономике, где деньги и кредит играли второстепенную роль, была намного выше периода 90-х годов, весьма красноречив (рис. I.9; рис. VI.4).

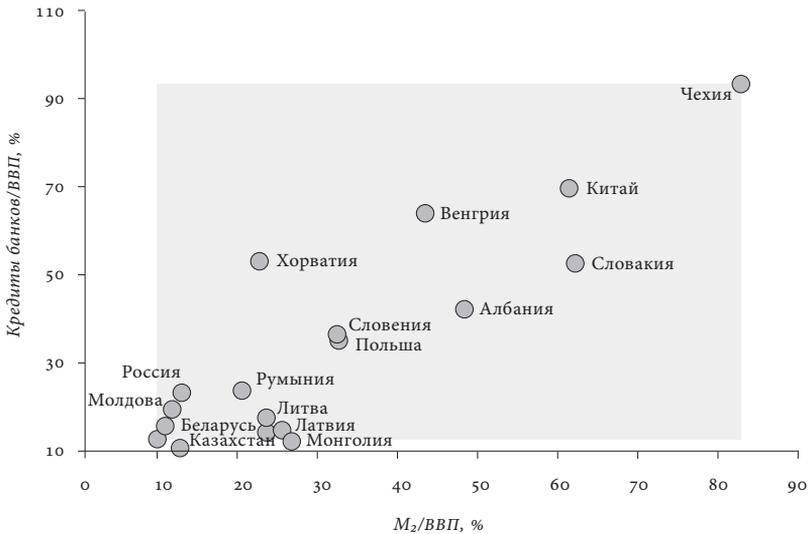


РИС. VI.7. Кредиты банков и  $M_2$  (в % к ВВП) в 1995 г. в переходных экономиках

ИСТОЧНИК: Госкомстат.

Демонетизация 90-х годов сопровождалась «декредитизацией» — отношение банковских кредитов к ВВП тоже резко упало в переходных экономиках с высокой инфляцией (рис. VI.5). В России особенно значительно упала доля долгосрочных кредитов — до 1% ВВП к середине 90-х (рис. VI.6).

Нужна ли нам большая монетизация и как можно ее стимулировать?

Во-первых, монетизация положительно связана с уровнем развития кредита, с так называемой кредитоемкостью экономики (отношение кредита к ВВП), которая, в свою очередь, положительно влияет на инвестиции (рис. VI.7, VI.8). Строго говоря, связь здесь и прямая, и опосредованная: с одной стороны, при высокой инфляции возрастает и волатильность инфляции, так что невозможно точно подсчитать доходность будущих инвестиционных проектов; с другой, высокая волатильность инфляции разрушает денежные и финансовые рынки, так как доходность даже безрисковых активов (risk free asset) становится неопределенной, а это, в свою очередь, еще более угнетает инвестиции.

Некоторым странам, таким как Беларусь и Азербайджан, удавалось поддерживать относительно высокий уровень инвестиций при довольно низкой монетизации и кредитизации — за счет государственных субсидий и государственных капиталовложений, что, конечно, лучше, чем падение инвестиций при высокой инфляции. Однако при прочих рав-

## VI. ПОЛИТИКА В ОТНОШЕНИИ ФИНАНСОВОГО СЕКТОРА

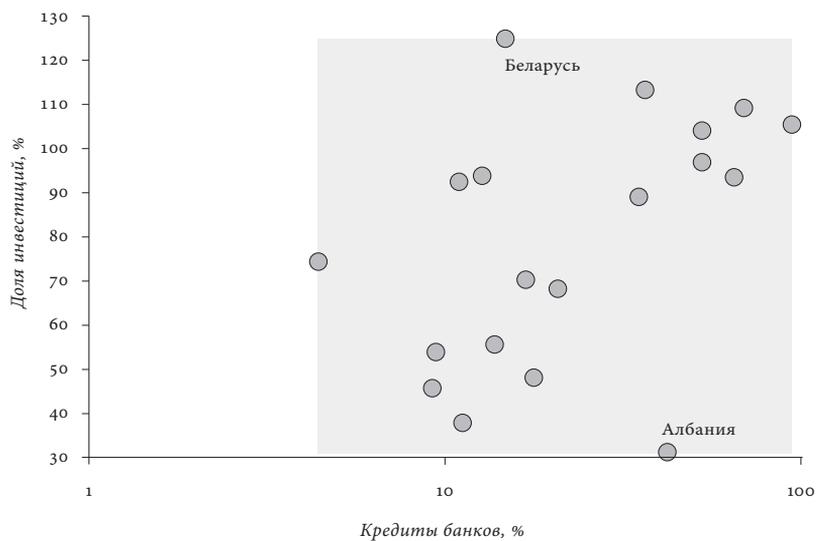


РИС. VI.8. Кредиты банков (в % к ВВП) в 1995 г. и доля инвестиций в ВВП в 1993–1996 гг. (в % к уровню 1989–1990 гг.) в переходных экономиках  
ИСТОЧНИК: EBRD Transition Report за разные годы.

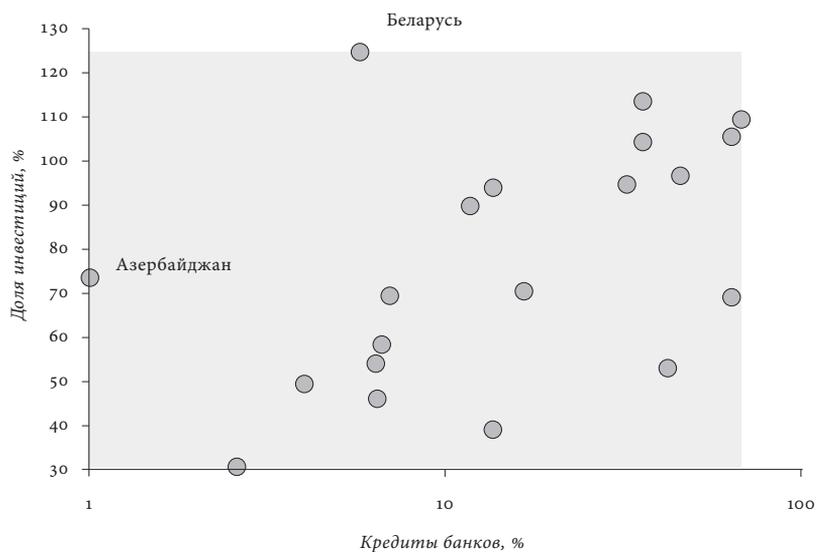


РИС. VI.9. Кредиты банков частному сектору (в % к ВВП) в 1995 г. и доля инвестиций в ВВП в 1993–1996 гг. (в % к уровню 1989–1990 гг.) в переходных экономиках  
ИСТОЧНИК: EBRD Transition Report за разные годы.

ных условиях, чем больше монетизация и кредитизация, тем больше инвестиции (рис. VI.8, VI.9).

Во-вторых, высокий уровень монетизации и кредитизации позволяет лучше поглощать шоки спроса и предложения: если спрос на продукцию отрасли сократился или издержки возросли, предприятиям будет легче перестроиться, получая кредиты. Как показано в исследовании [Peresetsky, Popov, 2008], развитой финансовый сектор при прочих равных условиях позволяет снизить чувствительность к шокам и волатильность экономического роста.

Проблема, однако, заключается в том, что финансовый сектор может сам генерировать шоки и служить источником нестабильности [Minsky, 2008]. Кроме того, нерегулируемый финансовый сектор может усиливать колебания (шоки), вызванные любыми внутренними и внешними причинами, так как инвесторы и банкиры склонны преувеличивать и хорошие новости, и плохие. Какой тип финансовой системы более всего подходит для развивающихся стран и как правильно ее регулировать?

## ДВА ТИПА ФИНАНСОВЫХ СИСТЕМ: ЗА И ПРОТИВ

Несмотря на то что в последние десятилетия две системы корпоративного финансирования и контроля скорее сближались, чем отдалялись друг от друга, существенных различий между ними все еще немало [Popov, 1999].

Во-первых, в Японии, Германии и других странах континентальной Европы несколько основных акционеров, обычно банки, концентрируют у себя на руках значительную часть акций, в то время как в Великобритании, США и Канаде владение акциями гораздо более распылено. Крупные владельцы акций (stakeholders, в отличие от shareholders) в германо-японской системе осуществляют более надежный и стабильный контроль над корпорациями: враждебных поглощений, которые случаются в США, здесь практически не бывает, а менеджмент пользуется гораздо меньшей самостоятельностью. Если в США 50% простых акций принадлежат частным лицам, то в Японии и Германии этот показатель равен соответственно 22% и 17%. В то же время в Японии финансовые институты контролируют 73% всех акций, в Германии — 64% (в том числе банки — 19 и 10% соответственно). В модели, ориентированной на фондовый рынок, или так называемой американской модели, коммерческие банки отделены от инвестиционных. В США до дерегулирования 80-х годов закон запрещал банкам вкладывать деньги в акции. Немецкая модель подразумевает контроль над инвестиционными решениями нефинансовых компаний со стороны банков.

Во-вторых, в англо-американской системе корпорации полагаются больше на внутренние источники финансирования капиталовложений и, таким образом, в этом более независимы от крупных банков:

## VI. ПОЛИТИКА В ОТНОШЕНИИ ФИНАНСОВОГО СЕКТОРА

ТАБЛИЦА VI.2. Источники финансирования капиталовложений нефинансовых компаний в развитых (1970–1985 гг.) и развивающихся (1980–1988 гг.) странах (% к итогу)

Страна	Внутренние	Всего	Кредиты банков	Эмиссия акций	Внешние
					Продажа облигаций и краткосрочных бумаг
Франция	61,4	38,6	37,3	6,3	1,5
Германия	70,9	29,1	12,1	0,6	-1,1
Италия	51,9	48,1	27,7	8,2	0,3
Япония	59,9	42,1	50,4	4,6	2,1
Незвешенная средняя	61,0	39,0	31,9	4,9	0,7
Канада	76,4	23,6	15,2	2,5	7,9
Великобритания	102,4	-2,4	7,6	-3,3	0,6
США	85,9	14,1	24,4	1,1	12,0
Незвешенная средняя	88,2	11,8	15,7	0,1	6,8
Индия	34,9	65,1		14,0	
Иордания	11,6	88,4		46,6	
Корея	21,0	79,0		44,3	
Малайзия	66,8	33,2		14,9	
Мексика	26,3	73,7		69,4	
Пакистан	42,0	58,0		20,4	
Таиланд	24,1	75,9		40,9	
Турция	17,5	82,6		60,9	
Зимбабве	42,9	57,1		35,2	
Незвешенная средняя	31,9	68,1		38,5	

ИСТОЧНИК: [Calvo, Kumar, 1993, p. 30].

в 1970–1985 гг. за счет этих источников было профинансировано более  $\frac{3}{4}$  всех инвестиций в США, Канаде и Великобритании, тогда как во Франции, Германии, Италии и Японии этот показатель составил 52–71% (табл. VI.2).

Последние исследования промышленных компаний стран «большой семерки» показали, что различия между странами, ориентированными на банки, и странами, ориентированными на фондовый рынок, скорее отражают выбор между публичным (акции и облигации) и институциональным (банковские кредиты) финансированием компаний, а не различия в соотношении их собственного и заемного капитала.

В-третьих, доля внешнего финансирования, предоставляемого банками, в континентальной Европе и Японии выше, чем в США и Канаде: американские нефинансовые компании получают от продажи акций, облигаций и векселей средства, эквивалентные 50–75% сумм, поступающих в виде банковских займов, тогда как в Японии и континентальной Европе это соотношение не достигает 30%.

В-четвертых, английская и особенно американская банковская система гораздо менее концентрирована, чем европейские и японская, в которых львиная доля активов находится у банков «большой тройки» или «большой пятерки».

Кроме того, подмечено, что страны с английской системой обычного права (*common law*), обеспечивающей лучшую защиту прав индивидуальных акционеров (США, Великобритания и ее бывшие колонии, в том числе Канада, Австралия, Гонконг и Сингапур), имеют более широкий и ликвидный рынок акций, чем страны с французской правовой традицией (*civil law*), включая Индонезию, Мексику и Испанию. Рыночная капитализация в первой группе стран в 1994 г. составляла 60% ВВП, в листинг ежегодно включалось 35 новых компаний, осуществлялось 2,2 первичных эмиссий в расчете на 1 млн населения. В странах с французским правом эти показатели равнялись 21% ВВП, на миллион жителей приходилось 10 новых компаний, ежегодно включаемых в листинг, и 0,19 первичных эмиссий [Роров, 1999].

Наконец, в-пятых, банковская система США намного менее концентрирована, чем в остальных западных странах. В последних доминирует «большая тройка» либо «большая пятерка» крупнейших банков.

Общее следствие перечисленных различий вывести не так просто. Как правило, финансовая система, основанная на сильном фондовом рынке, рассматривается как более гибкая и лучше приспособленная для рискованных проектов. Банки не выступают с позиции силы в отношении нефинансовых корпораций, последние больше полагаются на внутренние источники финансирования. В результате в американской системе отсутствует банковская монополия на финансирование. Даже когда банки отказываются финансировать конкретный проект, его все же можно осуществить, прибегнув к эмиссии акций или облигационным займам.

Напротив, европейская (японская) модель подразумевает, что банки и финансовые институты способны влиять на инвестиционные решения нефинансовых компаний. Обе модели имеют свои преимущества и недостатки: американская модель обычно воспринимается как более конкурентная, а европейско-японская — как позволяющая снизить риски банкротства и нестабильность, хотя и ценой отказа от наиболее рискованных и, возможно, очень выгодных проектов.

Как правило, новые компании и быстро развивающиеся отрасли склонны в большей степени полагаться на расширение финансиру-

## VI. ПОЛИТИКА В ОТНОШЕНИИ ФИНАНСОВОГО СЕКТОРА

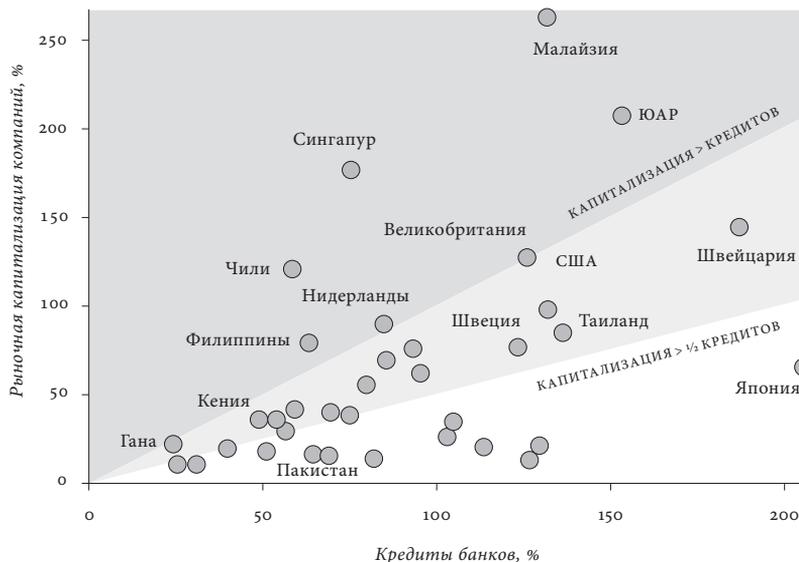


РИС. VI.10. Кредиты банков и рыночная капитализация компаний (в % к ВВП) в 1995 г.  
ИСТОЧНИК: WDI.

ния за счет продажи ценных бумаг. Например, в Великобритании между Первой и Второй мировыми войнами новые отрасли — нефтедобыча, автомобиле- и авиастроение — больше полагались на продажу ценных бумаг, а традиционные отрасли тяжелой промышленности в основном привлекали средства через долговые инструменты [Thomas, 1978].

Таким образом, нельзя однозначно сказать, какая из финансовых моделей предпочтительнее. Обычно в рыночных экономиках банковская система и рынок акций взаимодополняют, а не замещают друг друга: чем больше банковский кредит, тем больше и степень развития рынка акций (рыночная капитализация) — рис. VI.10. Было показано, что оба фактора — и большее развитие кредита, и рост рынка акций — способствуют накоплению капитала и экономическому росту независимо друг от друга [Levine, 1996; Singh, 1997], где содержится обзор таких исследований)<sup>3</sup>. Больше того, в развивающихся странах более высокая ликвидность рын-

<sup>3</sup> В некоторых исследованиях доказывалось, что рост нефинансовых предприятий зависит не столько от рыночной капитализации («ширина рынка»), сколько от оборота рынка ценных бумаг («глубина рынка»), причем этот фактор является более важным, чем отношение «банковский кредит/ВВП» [Demirguc-Kunt, Maksimovic, 1996].

ка акций, похоже, связана с объемами финансирования, поступающего в виде кредитов банков и от продажи облигаций, так что отношение долгов к собственному капиталу у нефинансовых корпораций растет по мере роста объемов торговли акциями [Levine, 1996]. Как правило, чем больше банковские кредиты, тем выше капитализация фондового рынка. И зрелый фондовый рынок, и развитая банковская система способствуют высоким нормам накопления и экономическому росту независимо друг от друга.

Тем не менее примечательно, что в Японии и большинстве западноевропейских стран рыночная капитализация в 2 раза и более ниже, чем объем банковского кредитования, тогда как в США, Великобритании, Нидерландах и Швейцарии, так же как и в некоторых развивающихся странах (Малайзия, Сингапур, Южная Африка, Чили, Филиппины) рыночная капитализация — рыночная стоимость всех компаний, котирующихся на бирже, — примерно сравнима с объемами кредитов, предоставленных банками (рис. VI.10).

Считается, что финансовая система, опирающаяся на рынок акций, является более гибкой и более приспособленной для финансирования рискованных проектов. Казалось бы, именно она должна использоваться развивающимися странами, где риски более высоки и многообразны, чем в развитых. Однако исследователи (см., например: [Singh, 1997]) довольно единодушны в том, что англо-американская система финансирования и контроля над корпорациями, основанная на рынке акций, не особенно подходит для развивающихся стран, так как курсы акций волатильны и больше поощряют финансовые спекуляции, а не долгосрочные инвестиции.

Одна из возможностей справиться с нехваткой средств для долгосрочных инвестиций — поощрение развития рынка акций. Этот вариант тем более привлекателен, что, в отличие от долгового финансирования, в случае акционерного финансирования риск распределяется между инвестором и предпринимателем, что увеличивает шансы на выживание фирмы в случае кризиса. Однако, как свидетельствуют фактические данные, даже в развитых странах рынки акций играют относительно малую роль в мобилизации капитала для новых инвестиций...

Вместо того, чтобы полагаться на косвенное наблюдение за деятельностью фирм и их менеджмента, проистекающее из дисциплинирующего воздействия угрозы захвата контроля над фирмой другими владельцами (из-за плохого управления акции компании падают в цене и скупаются аутсайдерами — *В. П.*), коммерческие банки и банки развития могут следить за управлением корпорациями и их деятельностью от имени всех владельцев крупных пакетов акций (stakeholders) [Chandrasekhar, 2007].

Если доля акционерного финансирования капиталовложений в развивающихся странах часто высока (табл. VI.2), то по тем же причинам, что и в развитых странах в начале XX века — из-за становления акционерных рынков и массового превращения фирм с индивидуальным контролем в акционерные.

Таким образом, и в этой сфере, в том, что касается контроля над нефинансовыми корпорациями и финансирования инвестиций, так же как и в других областях, институты, которые хороши для одной стадии развития, могут стать тормозом роста на другой стадии и в других обстоятельствах. Может также оказаться, что замена неэффективных, но работающих и выполняющих ту же функцию институтов более эффективными не оправдана из-за издержек, связанных со структурной перестройкой.

Но и с банковским финансированием в развивающихся странах возникают проблемы. Главная из них называется *financial exclusion* — исключенность ряда фирм, особенно мелких, и групп населения из сферы деятельности финансового сектора.

На практике в развивающихся странах существует только ограниченный доступ к финансовому сектору. Согласно недавним оценкам [United Nations, 2006], 89,6% населения 15 стран Европейского союза имеют банковский или почтовый сберегательный счет. В США соответствующий показатель — 91,0%. Напротив, в выборке из 10 развивающихся стран или их главных городов (см. врезку) эта доля находилась в пределах 6,4–47%... Как говорится в Экономическом и социальном обзоре ООН за 2005 г. [United Nations, 2005], «это отсутствие доступа к финансированию стало причиной более серьезной озабоченности, так как развитая и никого не исключая финансовая система связана с экономическим развитием и ликвидацией бедности» [Chandrasekhar, 2007].

Чтобы преодолеть несовершенство рынка, лишаящего значительную часть фирм и индивидуумов доступа к услугам банковской системы, рекомендуются следующие меры:

1. Субсидирование (государственное) процентных ставок при предоставлении кредитов приоритетным отраслям.
2. Создание банков развития с мандатом предоставления долгосрочных кредитов по ставкам, которые делают инвестиции окупаемыми. В середине 60-х годов в 80 развивающихся странах насчитывалось 340 таких банков [Eshag, 1983], более половины из них были государственными, остальные находились в смешанной или частной собственности.

ДОЛЯ НАСЕЛЕНИЯ, ИМЕЮЩЕГО СБЕРЕГАТЕЛЬНЫЕ  
СЧЕТА В НЕКОТОРЫХ РАЗВИВАЮЩИХСЯ СТРАНАХ  
(ГОРОДАХ), %

Ботсвана	47,0
Бразилия (города)	43,0
Колумбия (Богота)	39,0
Джибути	24,8
Лесото	17,0
Мехико	21,3
Намибия	28,4
ЮАР	31,7
Свазиленд	35,3
Танзания	6,4

ИСТОЧНИК: United Nations, 2006.

ДОСТУП К ФИНАНСОВОМУ СЕКТОРУ В ИНДИИ  
ДО НАЦИОНАЛИЗАЦИИ ГЛАВНЫХ БАНКОВ В 1969 г.

1. Одно отделение банка приходилось на 65 000 человек против 8000 в развитых странах.
2. В 1969 г. только 1832 отделения из 8262 (22%) были расположены в сельской местности, причем 629 из них принадлежали государственному Банку Индии.
3. Даже в городской местности концентрация была чрезмерной. В 1969 г. 617 городов вообще не имели банковских отделений (а 444 из них даже не обслуживались ни одним коммерческим банком), тогда как на пять городских агломераций (Бомбей, Калькутта, Дели, Мадрас и Ахмадабад) в 1967 г. приходилось 46% всех депозитов и 65% всех кредитов.
4. Доля сельского хозяйства во всех выданных кредитах была 2,1% в 1951 г. и снизилась до 0,2% в 1965–1966 гг. В то же время доля промышленности в совокупных кредитах повысилась с 30,4% в 1949 г. до 52,7% в 1961 г. и до 62,7% в 1967 г.
5. Наконец, финансовый вклад акционеров был ничтожным. Для главных банков уставный капитал составлял чуть более 1% всех банковских депозитов.

ИСТОЧНИК: [Chandrasekhar, 2007].

РАЗВИТИЕ БАНКОВСКОЙ СИСТЕМЫ ИНДИИ  
ПОСЛЕ НАЦИОНАЛИЗАЦИИ 1969 г.

Число банковских отделений сильно увеличилось и составило к 1991 г. 62 000, причем 35 000 из них (58%) были в сельской местности. Доля сельских депозитов выросла с 6,3% в 1969 г. до 15,5% в 1991 г., доля кредитов, выданных в сельской местности, — с 3,3 до 15,0%. Отношение кредитов к депозитам (установленное на целевом уровне 60%) в сельских отделениях достигло 64–65%. Отраслевая структура кредитов тоже изменилась — доля сельского хозяйства в кредитном портфеле выросла до 11% к середине 70-х годов и до установленных в качестве цели 18% к концу 80-х годов.

ИСТОЧНИК: [Chandrasekhar, 2007].

3. Если субсидирование кредитов и создание банков развития оказывается недостаточным для обеспечения доступа всем экономическим агентам к финансовой системе, правительства могут национализировать значительную часть банковской/финансовой системы для достижения целей развития и справедливого распределения. Доля государственных банков в промышленно развитых странах была в прошлом очень высокой: даже и в конце 70-х годов государство владело 40% активов крупнейших коммерческих банков и банков развития [United Nations, 2005].

## ФИНАНСОВАЯ СИСТЕМА В ПЕРЕХОДНЫХ ЭКОНОМИКАХ

Тип финансовой системы, который сложился в переходных экономиках, определялся двумя факторами: избранной моделью приватизации и степенью концентрации банковской системы. Несмотря на то что в большинстве посткоммунистических стран была проведена скоротечная широкомасштабная приватизация, шансы развить финансовую систему, основанную на рынке ценных бумаг, в этих странах были невелики, так как банковская система оказалась высококонцентрированной. Единственным исключением может стать Россия, которая движется в направлении финансовой системы американского типа. Причина этого — уникальное сочетание благоприятного для развития ценных бумаг характера приватизации (передача собственности в руки рабочих коллективов и раздача ваучеров), сильно децентрализованной банковской системы и сверхвысокой инфляции (1992–1995 гг.), которая подо-

рвала банковское финансирование и уничтожила долгосрочные кредиты. А ослабление банковских финансово-промышленных групп после кризиса стало дополнительным толчком для развития финансовой системы американского типа.

Большинство экономистов сходятся во мнении, что для переходных экономик больше подходит финансовая система, основанная на банках, а не на фондовом рынке, и что именно такой тип системы формируется в посткоммунистических странах.

Аргументы в пользу системы, базирующейся на банках, обычно таковы: на создание эффективного фондового рынка требуется гораздо больше времени, чем на создание рыночной банковской системы, тем более что банки как-никак существовали при социализме, а фондовый рынок отсутствовал даже в зародыше. Кроме того, банки, по идее, более других институтов способны обеспечить необходимый контроль за менеджерами и должное управление корпорациями.

Исследователи, скептически настроенные по отношению к «банковской» финансовой системе в посткоммунистических странах, находятся в явном меньшинстве, но аргументы их тоже вполне весомы. Они считают, что вероятность развития универсальных банков по немецкому образцу в переходных экономиках очень мала, потому что государственные банки не способны наладить масштабное и притом ответственное долгосрочное кредитование. Не смогут они и осуществлять жесткий финансовый контроль за заемщиками. Кроме того, финансовая система, основанная на банках, требует очень низкой инфляции. Скептики также указывают, что тесные связи между банками и промышленностью в финансовой системе с несколькими крупными банками не создают стимулов для конкурентной оценки различных инвестиционных проектов и это тормозит необходимую реструктуризацию промышленности.

На тип финансовой системы влияет выбранная страной модель приватизации (табл. VI.3). Две из трех распространенных схем приватизации, использовавшихся в посткоммунистических странах (передача активов работникам бесплатно или за символическую плату и передача собственности через ваучеры — см. подробнее гл. V), оказались столь популярными, поскольку позволяли преодолеть разрыв между ограниченным спросом и огромным предложением и не обрушивали цены на акции. Третья схема — продажа активов на аукционах и тендерах тому, кто предложил более высокую цену, — оказывает сильный подавляющий эффект на цены акций. Она была более или менее удачно реализована лишь в тех странах, которым удалось привлечь большие объемы иностранного капитала. Бывшая ГДР, Венгрия и Эстония воспользовались этой моделью приватизации, и все они возглавляют список стран, ранжирован-

## VI. ПОЛИТИКА В ОТНОШЕНИИ ФИНАНСОВОГО СЕКТОРА

ТАБЛИЦА VI.3. Влияние моделей приватизации на формирующиеся рынки капитала

Характеристики финансовой системы	Приватизация, благоприятствующая развитию фондового рынка. Ваучеры и передача собственности работникам (Чехия, Словакия, Литва, Россия, большинство других стран СНГ, Монголия)	Приватизация, благоприятствующая укреплению институциональных инвесторов. Продажа активов на аукционах (ГДР, Венгрия, Эстония, Польша)
Уровень цен акций	Цены акций высоки, так как предложение активов снижено за счет их в основном бесплатной передачи	Низкие цены акций вследствие превышения предложения собственности над спросом на активы
Концентрация акционерной собственности	Миллионы акционеров, широкая дисперсия акций	Высокая концентрация акций, доминируют владельцы крупных пакетов
Источники финансирования	Контроль инсайдеров, малая доля внешнего финансирования	Значительным контролем обладают стратегические внешние инвесторы, велика доля внешнего финансирования
Каналы внешнего финансирования	Рынки ценных бумаг хорошо развиты (объем торговли высок по отношению к ВВП) и играют важную роль в финансировании инвестиций предприятий; доля банковских кредитов во внешнем финансировании невелика	Финансовые институты (банки) не только владеют значительными пакетами, но и обеспечивают доминирующую долю внешнего финансирования

ИСТОЧНИК: [Calvo, Kumar, 1993, p. 30].

ный по показателю доли прямых иностранных инвестиций в ВВП [Роров, 1999; Попов, 1999б].

Другая причина, по которой передача собственности работникам и ваучерная приватизация могут считаться «дружественными» фондовому рынку, заключается в том, что они немедленно привели в широком распылении акций и к появлению миллионов акционеров. Иные модели приватизации, предусматривающие продажу акций тому, кто больше заплатит, приводят к появлению внешних стратегических инвесторов.

Наконец, в ваучерной приватизации и при передаче собственности доля внешнего финансирования хотя и может быть низкой, большая его часть чаще всего поступает от продажи акций, а не от банков. Отчасти это обусловлено поддержанием высоких цен на акции, что, кстати ска-

зать, облегчает проведение вторичной эмиссии. Другим объяснением может быть быстрое развитие рынка ценных бумаг благодаря сильной распыленности владения акциями. Продажа акций на рынке тому, кто предложит больше, напротив, осложняет получение средств через размещение ценных бумаг на бирже: цены на акции падают из-за их избыточного по сравнению с ограниченным спросом предложения. Развитие рынка также тормозится за счет концентрации крупных пакетов акций у институциональных владельцев (табл. VI.3).

Тем не менее фактическое развитие финансовых систем посткоммунистических стран отличается от этих теоретических выкладок. Все страны, включая те, что выбрали «дружественную» ценным бумагам схему приватизации (за исключением, возможно, России), похоже, приближаются к германо-японской модели. Это означает, что есть другие важные факторы, формирующие развитие финансовых рынков. Ключевое значение среди них имеет степень концентрации банковской системы.

## БАНКИ В ПЕРЕХОДНЫЙ ПЕРИОД

После либерализации цен в 1992 г. демонетизация российской экономики прошла удивительно быстро. Суммарная величина всех выданных банками кредитов упала к концу 1996 г. до 10% ВВП, объем долгосрочных кредитов снизился до 1% ВВП. Накануне финансового кризиса 1998 г. все активы российской банковской системы оценивались всего в сто с небольшим миллиардов долларов, меньше, чем у Люксембурга или Сингапура. Верно, что в России, как и в других посткоммунистических странах, банковское дело очень рано стало одним из немногих растущих секторов экономики. ВВП, созданный в кредитно-финансовой сфере и страховании, вырос на 57% в 1991–1994 гг., в то время как совокупный ВВП уменьшился за эти годы на 35%. Однако рост этот был во многом вызван увеличением валютных и других некредитных операций.

В ходе валютного кризиса 1998 г. многие банки фактически оказались банкротами, не сумев расплатиться по своим валютным обязательствам. Было создано Федеральное агентство по реструктуризации кредитных организаций («АРКО»), которое в 1999–2004 гг. saniровало, ликвидировало и слило с другими множество нежизнеспособных банков. После кризиса 1998 г. в ходе экономического подъема 1999–2008 гг. экономические показатели банков заметно улучшились, их устойчивость возросла — отношение собственного капитала к активам выросло вдвое (рис. VI.11); активы, капитал, кредиты, в том числе и нефинансовым предприятиям, несколько увеличились по отношению к ВВП (рис. VI.12); резко расширилось кредитование граждан. Однако все эти показатели пока что находятся на уровне существенно более

## VI. Политика в отношении финансового сектора

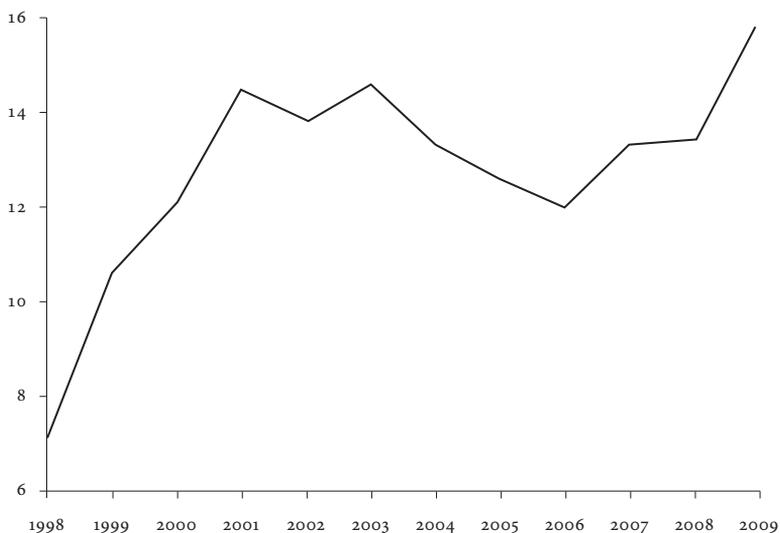


РИС. VI.11. Отношение собственного капитала к совокупным активам банков (в % на конец года)  
ИСТОЧНИК: ЦБР.

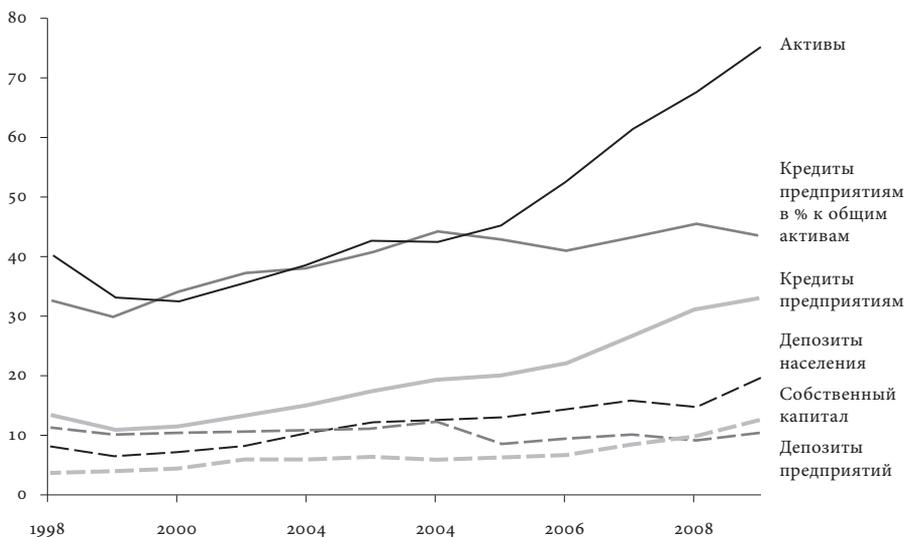


РИС. VI.12. Некоторые статьи баланса банковской системы России (в % к ВВП)  
ИСТОЧНИК: ЦБР.

низком, чем в развитых странах и в некоторых развивающихся, например в Китае.

В 90-е годы банки больше внимания уделяли индивидуальным клиентам, чем предприятиям. Средства предприятий и их банковские депозиты, составившие 28% ВВП в конце 1992 г., к 1996 г. снизились до 4% ВВП. Банковские операции с предприятиями в основном свелись к переводу платежей, а не выдаче кредитов. В 1992–1994 гг. новообразованные банки выживали только за счет того, что они могли получать огромные кредиты от Центрального банка. Коммерческие банки, созданные на основе региональных отделений специализированных госбанков, на практике выступали в роли проводников централизованных кредитов ЦБ для определенных промышленных предприятий. В конце 1992 г. кредиты ЦБ коммерческим банкам составляли 30–40% от всех кредитов, выдаваемых предприятиям. Для банков-посредников операции с кредитами ЦБ были более важным источником средств, чем работа с депозитами предприятий и граждан и межбанковскими кредитами.

Позднее Центробанк прекратил выдачу кредитов предприятиям через коммерческие банки, инфляция замедлилась, и доля активов, вложенных в твердую валюту, снизилась. Но эти перемены только обнажили слабости российского банковского сектора. Выяснилось, что банковские услуги предприятиям в основном сосредоточены не на приеме депозитов и выдаче кредитов, а на осуществлении платежей. Корреспондентские счета, которые в американских банках составляют менее 1% от активов и обязательств, в России в 1994 г. составляли 18% обязательств и 33% активов. Доля обязательств, омертвленных в форме «средств в расчетах», в российских банках была выше более чем в 2 раза. Около 70% всех обязательств российских банков и 50% их активов были вовлечены в операции по практически бездоходным межбанковским платежам (табл. VI.4).

Если же банки и выдавали кредиты предприятиям, то в основном «лежачим», и не столько на развитие производства, сколько на «поддержание на плаву». Как источник оборотного капитала банковские кредиты традиционно играли очень важную роль в легкой и пищевой промышленности, машиностроении, производстве оборудования и лесной промышленности, в то время как в добыче и переработке природных ресурсов (топливной промышленности, производстве электроэнергии, черной и цветной металлургии) более 90% оборотных средств поступало из внутренних источников. В середине 90-х годов именно слабые компании в депрессивных несырьевых отраслях промышленности интенсивнее использовали кредиты. Больше всего с банковским кредитом работали машиностроение и легкая промышленность. Меньше кредитовались топливная отрасль и энергетика, черная и цветная металлургия. Доля российских предприятий, которые вообще не использовали банковские

## VI. ПОЛИТИКА В ОТНОШЕНИИ ФИНАНСОВОГО СЕКТОРА

ТАБЛИЦА VI.4. Структура активов и пассивов российских и американских банков в 90-е годы (на конец периода в % к итогу)

Статьи баланса	США				Россия	
	1994	1994*	1994**	1995**	1996**	1997***
<b>ПАССИВЫ</b>	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Дешевые (не требующие выплаты процентов) обязательства	32,5	70,1	73,7	56,7	50,2	>48,0
Текущие счета	24,6	29,1	33,3	26,1	29,1	21,8
Корреспондентские счета «лоро»	0,9	18,4				7,9
Средства в расчетах	<7,0	16,7				
Дорогие (требующие выплаты процентов) обязательства	58,5	17,1	26,3	43,3	49,8	<52,0
Депозиты	49,4	2,2	2,4	5,8	4,8	
Полученные межбанковские кредиты	8,1	13,2	10,3	16,8	17,9	
<b>АКТИВЫ</b>	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Неработающие (не приносящие процентов) активы	13,1	50,5	53,2	33,1	27,4	28,0
Корреспондентские счета «ностро»	0,8	33,1				
Касса, резервы в ЦБ, прочие	12,3	17,4				
Работающие (приносящие проценты) активы	86,9	49,5	46,8	66,9	72,6	72,0
Кредиты нефинансовому сектору	58,1	31,4	29,9	38,0	34,6	31,0
Межбанковские кредиты (выданные)	2,6	11,0	10,9	16,1	16,4	7,6
Гособлигации	22,1	4,3	5,7	11,2	18,0	23,2
Негосударственные ценные бумаги	3,0	1,0				10,2

\* 627 московских банка [Дмитриев, Матовников, Михайлов и др., 1996].

\*\* 503 московских банка, исключая Сбербанк и Внешэкономбанк (OECD, 1997).

\*\*\* На 1.07.1997, исключая Внешэкономбанк.

ИСТОЧНИК: Роров, 1999.

кредиты, повысилась с 22% в 1994 г. до 32% в 1996-м (и до 37% в сырьевых отраслях). И, хотя это может показаться странным, показатели работы этих предприятий — выпуск готовой продукции, занятость, инвестиции, финансовое состояние, заказы и инновации — были лучше, чем у тех, кто использовал банковский кредит. Иными словами, кредиты шли преимущественно в плохо работавшие компании, рассматривались как спаса-

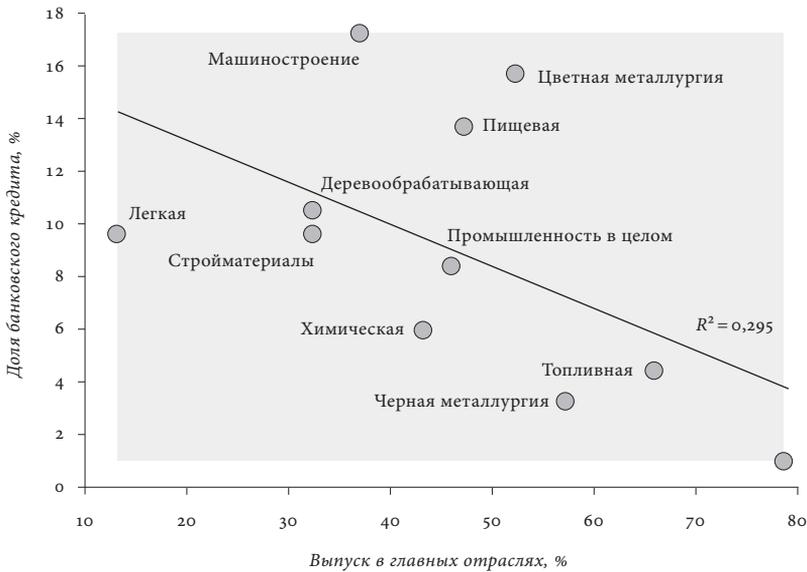


РИС. VI.13. Доля банковского кредита в финансировании инвестиций в 1996 г. (в %) и выпуск в 1996 г. (в % к 1990 г.) в главных отраслях промышленности  
ИСТОЧНИК: [Клепач и др., 1997]; Данные Госкомстата.

тельный круг и использовались не для расширения выпуска продукции (в еще меньшей степени для инвестиций), а для выживания (рис. VI.13).

Возможным объяснением может быть то, что крупные кредиты выдавались депрессивным отраслям под давлением региональных властей либо предоставлялись «карманными» банками самих промышленных фирм, которые больше заботились о выживании предприятий, чем о прибылях.

Независимо от причин результат, однако, неизменен: российская банковская система перераспределяла средства не от депрессивных отраслей к растущим, как это происходит в развитых рыночных экономиках, а наоборот, в пользу увядающих отраслей промышленности и самых слабых компаний.

Наконец, уровень концентрации в российском банковском секторе намного меньше, чем в других переходных экономиках (табл. VI.5). Там доля активов пяти ведущих банков лежит в пределах 57–79% суммарных активов, у нас же этот показатель составил только 42% в 1999 г. и 45% в 2005 г. (рис. VI.14). Крупнейший российский банк, Сбербанк России, выдал всего 13% от всех кредитов, а пятерка крупнейших банков —

## VI. ПОЛИТИКА В ОТНОШЕНИИ ФИНАНСОВОГО СЕКТОРА

ТАБЛИЦА VI.5. Относительные размеры банковского кредитования и концентрация банковских активов в некоторых развитых, развивающихся и переходных экономиках в 90-е годы

Страна	Банковский кредит в 1995 г., в % к ВВП	Доля 5 крупнейших банков в совокупных банковских активах в 1994 г., в %	Доля крупнейших* банков в совокупных банковских активах в 1994 г., в %	Индекс Герфин- даля** в том же году, что и в колонке 3
1	2	3	4	5
Беларусь	15,4	75	88	
Китай	90,9	Свыше 80***		
Чехия	93,4	65	71	
Эстония	12,8	75		
Венгрия	64,1	63	68	
Латвия	13,7	57		
Литва	17,1	71		
Польша	34,6	66	71	
Румыния	23,6	74	79	
Россия	20,7	33	43	0,031
Словакия	52,3	79	79	
Словения	36,6	70	89	
Украина	18****	70	82	
Бельгия	154,2	58 (1989)		0,088
Япония	295,9	40 (1992)		0,063
Великобритания	125,7	29 (1989)		0,036
США	132,1	24 (1994)		0,023
Бангладеш	30,5	74 (1986–1988)		0,2
Чили	58,4	88 (1986–1988)		0,09
Индонезия	45,5 (1990)	59 (1988–1989)		0,1
Малайзия	131,9	56 (1989)		0,102
Филиппины	62,9	40 (1986–1988)		0,06
Таиланд	136,5	66 (1988)		0,138
Турция	29,6	76 (1986–1988)		0,04

\* Банки, чья доля в совокупных активах превышала 3%.

\*\* Сумма квадратов рыночных долей.

\*\*\* Четыре специализированных государственных банка контролировали в 1994 г. 73% совокупных депозитов и 80% кредитов.

\*\*\*\* Требования банков в 1994 г.

ИСТОЧНИК: Роров, 1999.

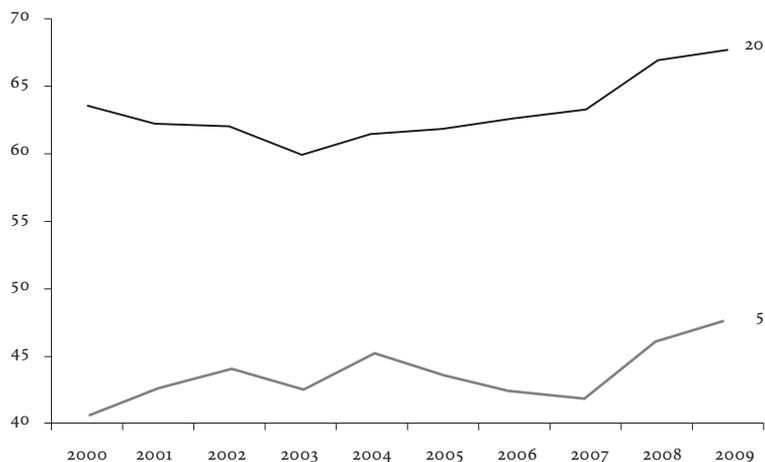


РИС. VI.14. Доля (в %) крупнейших 5 и 20 банков в совокупных активах банковской системы на конец года  
ИСТОЧНИК: [Peresetsky, Popov, 2008]; ЦБР.

ТАБЛИЦА VI.6. Активы, уставный капитал и кредиты 10 крупнейших российских банков на 1 января 1997 г.

Название банка	Активы, трлн руб.	Уставный капитал, трлн руб.	Кредиты*, трлн руб.	Доля в общих кредитах*, %
Сбербанк	256,5	15,3	31,9	13
Внешторгбанк	27,9	6,1	8,1	3
Инкомбанк	22,2	2,0	7,7	3
ОНЭКСИМбанк	20,6	2,9	10,6	4
Мосбизнесбанк	17,7	1,0	3,1	1
Российский кредит	16,3	1,2	2,5	1
Токобанк	14,5	1,1	3,3	1
Столичный банк сбережений	13,9	1,3	2,5	1
Менатеп	12,2	1,0	7,8	3
Национальный резервный банк	11,2	1,6	2,2	1
ИТОГО	413,0	33,5	79,7	33

\*В рублях и в валюте, исключая межбанковские кредиты.

ИСТОЧНИК: Финансовые известия. 1997. 13 февраля; Госкомстат.

чуть более 40% всех кредитов (табл. VI.6). Даже крупнейшие российские банки в сравнении со своими западными конкурентами выглядят очень слабо: если исключить Сбербанк, активы каждого из них не превысят 1% ВВП.

Почему в России сложилась децентрализованная банковская система, когда все без исключения остальные переходные экономики приняли более консервативную японо-европейскую модель банковского сектора с более сильной концентрацией? Непосредственные причины этого хорошо известны и связаны с противостоянием российских и союзных властей (Ельцина и Горбачева) в 1991 г. Банковский сектор в то время был одной из сфер противостояния: российское правительство объявило все отделения всесоюзных банков на территории России (числом более 900) независимыми от Госбанка. Крайне либеральный, по существу уведомительный, порядок открытия банков и низкая планка входа на рынок просуществовали до 1996 г.

### КОРПОРАТИВНОЕ ФИНАНСИРОВАНИЕ И КОНТРОЛЬ В 2020 г.

Пока рынок капитала в большинстве бывших социалистических стран развивается в направлении немецкой модели. Высококонцентрированный банковский сектор в странах Восточной Европы является крупным держателем пакетов акций нефинансовых компаний. Например, в Чешской Республике банки контролировали инвестиционные приватизационные фонды, тогда как несколько инвестиционных фондов управляли почти половиной всех акций частных инвесторов. В Венгрии, где связи банков с предприятиями самые слабые (и в плане кредиторских отношений, и в плане инвестирования в ценные бумаги), банки во время приватизации были отданы на откуп иностранцам, которые в итоге сыграли роль стратегического инвестора в большинстве компаний. Восемь из десяти крупнейших венгерских банков контролируются иностранцами.

В России банки в 90-е годы практически прекратили финансировать капитальные инвестиции. В 1992 г. они обеспечили финансирование только 10% всех капитальных вложений, в 1993-м — менее 6%, в 1995–1996 гг. — менее 1%, то есть их объем был сопоставим с поступлениями от продажи акций. При этом долгосрочные кредиты (на срок больше одного года) составляли всего 5% от всех банковских кредитов. Внешние источники финансирования капиталовложений в России почти полностью состояли из средств, предоставленных правительством, а на внутренние источники приходилось добрые две трети. Банковские кредиты и вложения в покупку акций были очень незначительны, и те и другие составляли менее 1% общего финансирования.

Даже до кризиса 1998 г., когда рынок корпоративных ценных бумаг еще только формировался и только крупные компании могли позволить себе финансирование за счет продажи акций или облигаций, для таких компаний эти источники финансирования, похоже, были важнее банковского кредита. К осени 1997 г. капитализация всего российского фондового рынка достигла своего предкризисного максимума (около 100 млрд долл., почти 25% ВВП), то есть вышла на уровень Китая. Объем торгов (около 5% ВВП) ставил Россию в ряд лидеров в развитии фондового рынка вместе с Китаем и странами Центральной Европы. Институциональная оболочка российского фондового рынка, базировавшаяся на самоуправляющихся ассоциациях его участников, рассматривалась как редкий удачный пример институционального строительства.

В августе 1998-го фондовый рынок потерял более 90% своей стоимости и показатели капитализации и объема торгов вернулись на уровень 1992 г., но в ходе подъема 1999–2008 гг. курсы акций намного (в 4 раза в долларовом измерении) превысили предкризисный уровень. В целом с декабря 1992 г. по февраль 1998 г. российские акции подорожали в долларовом выражении в восемь раз (в то время как венгерские акции — менее чем в 3 раза, а польские и чешские — только в 2 раза), затем резко упали, но к концу 2008 г. были в 4 раза выше предкризисного максимума 1997 г. В результате резкого падения в 2008–2009 гг. курс акций едва не достиг уровня 1997 г., но затем снова стал возрастать.

Будущая роль институциональных инвесторов на российском рынке по-прежнему остается под вопросом. До сегодняшнего дня банки не были основными держателями акций нефинансовых компаний. Взаимные, пенсионные и страховые фонды только начинают появляться. В крупнейших российских банках инвестиции в неправительственные ценные бумаги выросли с 1% всех активов в начале 1995 г. (по сравнению с 3% в американских банках и гораздо большей долей в других странах Запада) до 10% в середине 1997-го. Согласно оценкам ЦБР, в конце 1997 г. вложения российских банков в акции компаний составляли 8 трлн руб. (1,4 млрд долл.), или около 1,5% капитализации фондового рынка. Кроме того, промышленные компании контролируют банки чаще, чем банки контролируют промышленные компании. Наиболее яркий пример — «Газпром», который накануне кризиса был крупным акционером более чем десятка банков, включая такие масштабные, как Газпромбанк, Империял, НРБ, Инкомбанк, Промстройбанк.

В целом, по крайней мере до сих пор, Россия является единственной страной среди переходных экономик, которая развивает реально ориентированную на рынок ценных бумаг систему корпоративного финансирования и контроля.

## VI. Политика в отношении финансового сектора

Есть и еще один аргумент в пользу этой точки зрения: с учетом крупных диспропорций в распределении богатства России вряд ли удастся развить систему корпоративного финансирования и контроля, основанную на институциональных, а не частных инвесторах. В краткосрочной перспективе рынок корпоративного контроля будет более походить на тот, который существовал в известный в истории США «период баронов-грабителей», чем на базирующуюся на консенсусе азиатскую модель или регулируемую государством европейскую. Таким образом, формирующаяся модель российского капитализма здесь, как и во многих других отношениях, оказывается более либеральной, чем в других странах, несмотря на менее либеральный характер реформ.

ФПГ, основанные на банках, даже до кризиса контролировали очень небольшую часть экономики [Паппе, 2000]. Они не могут предоставить необходимые для реструктуризации средства, то есть совсем не похожи на стратегических инвесторов. Банки в частности и институциональные инвесторы в целом являются только одной из групп важных игроков, борющихся за контроль над российскими компаниями. Другие группы — это иностранные инвесторы, российские инвесторы из числа нефинансовых компаний («Газпром», РАО «ЕЭС России», ЛУКОЙЛ и т. д.) и частные акционеры. Более того, потери, понесенные ведущими банками во время и после финансового кризиса августа 1998 г., заставили многих наблюдателей констатировать, что «эра олигархов» в новейшей истории российского капитализма уже закончилась.

Роль институциональных инвесторов скорее всего станет еще меньше, как только закончится период первоначального накопления капитала, — так же, как это произошло в ведущих странах Запада после Великой депрессии 30-х годов. По мере продолжения борьбы за передел собственности возможность сохранять контроль над промышленными компаниями будет во многом зависеть от способностей обеспечить приток капитала для реструктуризации, а до сих пор это не было сильным местом российских банков.