

## Конструктор для финансиста

*Аналитики по итогам 1999 года прогнозируют 7-8-процентный рост промышленного производства в России. Благодарить за это мы должны девальвацию, позволившую отечественным компаниям потеснить с рынка импортеров, и рост цен на мировом рынке нефти. Однако потенциал подъема, заданный этими двумя факторами, уже практически исчерпан, и наше хозяйство вот-вот снова столкнется с самым главным ограничителем роста любой экономики - отсутствием системы перераспределения имеющихся в стране и мире финансовых ресурсов и превращения их в инвестиции промышленных компаний.*

*Какой будет финансовая система России? Какие институты будут играть важнейшую роль в перераспределении денежных потоков? Вопросы эти выглядят слишком абстрактными, поскольку сегодня у нас нет ни сильных банков, ни развитого фондового рынка, ни свободных средств внутри страны, ни возможностей привлечь достаточно большое количество иностранных инвестиций. Но мы и не предлагаем давать категорический ответ, делать ставку на ту или иную финансовую модель. Наша задача состоит лишь в том, чтобы проанализировать тенденции развития финансовой системы страны и найти жизнеспособные элементы, на базе которых уже сейчас может осуществляться перераспределение финансовых ресурсов.*

***Финансовая система России в силу исторических особенностей своего развития тяготеет к модели, основанной на рынке ценных бумаг, а не на банках***

*Владимир Попов (доктор экономических наук, профессор Школы международного бизнеса Академии народного хозяйства при правительстве РФ.)*

Тип финансовой системы, которая рождается в переходных экономиках, определяется 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 годы), которая подорвала банковское финансирование и уничтожила долгосрочные кредиты. А ослабление банковских финансово-промышленных групп после кризиса стало дополнительным толчком для развития финансовой системы американского типа.

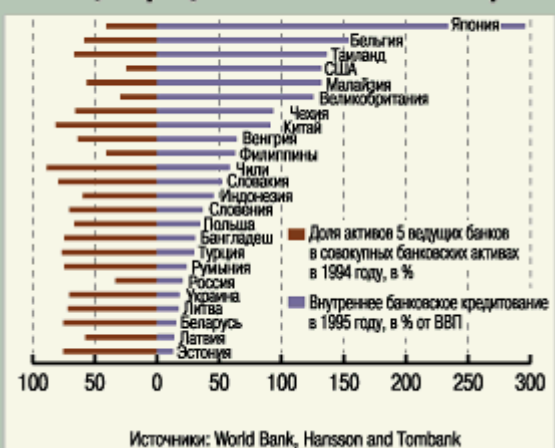
## **Трудный выбор**

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

## Кредиты экономике и уровень концентрации банковского сектора



Источники: World Bank, Hansson and Tombank

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 преобладанием банков не создают стимулов для конкурентной оценки различных инвестиционных проектов и это тормозит необходимую реструктуризацию промышленности.

### Скажи мне, как приватизировал...

Драма приватизации в посткоммунистических странах заключается, среди прочего, в большом разрыве между спросом на активы и их предложением.

Предложение активов - остаточная воспроизводственная стоимость собственности для приватизации, сопоставимая с размером годового ВВП, какими бы сомнительными ни были ее оценки. Спрос же на активы в лучшем случае равен нескольким процентам ВВП, поскольку он финансируется из ограниченного запаса национальных сбережений, которые обычно не превышают 20-30% ВВП. Эти сбережения, как правило, в основном поглощаются инвестициями, дефицитом бюджета и бегством капитала.

Только приток иностранного капитала может изменить ситуацию и способствовать значительному повышению спроса на активы. До сих пор иностранный капитал играл существенную роль только в Китае, Венгрии (в 1997 году совокупные накопленные прямые иностранные инвестиции равнялись 30% ВВП) и, в несколько меньшей степени, в Чешской Республике и Эстонии (16% и 18% ВВП соответственно).

Дисбаланс спроса и предложения государственной собственности во всех программах быстрой приватизации приводит к тому, что активы оказываются в целом недооцененными - их рыночная стоимость, как правило, значительно ниже балансовой. А относительная капитализация компаний в переходных экономиках в период приватизации чаще всего была ниже, чем у их западных конкурентов. И это естественно, поскольку даже в западных странах приватизация крупных государственных компаний может подорвать фондовый рынок, если она проводится слишком быстро.

Очень важна и выбранная страной модель приватизации. Две из трех распространенных схем приватизации, использовавшихся в посткоммунистических странах (передача активов работникам бесплатно или за символическую плату и передача собственности через ваучеры), 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, ранжированный по показателю доли прямых иностранных инвестиций в ВВП.

Другая причина, по которой передача собственности и ваучерная приватизация могут считаться "дружественными" фондовому рынку, заключается в том, что они немедленно привели в широкому распылению акций и к появлению миллионов акционеров. Иные модели приватизации, предусматривающие продажу акций тому, кто дороже заплатит, приводят к появлению внешних стратегических инвесторов. Они готовы и способны мобилизовать внешние фонды для проведения реструктуризации новоприобретенного предприятия. Во многих случаях компании были проданы на инвестиционных конкурсах по символической цене (1 немецкая марка в Восточной Германии, 1 эстонская крона в Эстонии), но соглашения о продаже включали обязательства инвестиций.

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

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 (с одним возможным исключением в лице 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.

## **Роль банков**

После либерализации цен в 1992 году демонетизация российской экономики прошла удивительно быстро. Доля всех выданных банками кредитов упала к концу 1996 года до 10% ВВП, объем долгосрочных кредитов снизился до 1% ВВП. Накануне прошлогоднего финансового кризиса все активы российской банковской системы оценивались всего в сто с небольшим миллиардов долларов (сейчас - около 50 млрд), это 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 годах, 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.

Во-первых, банки больше внимания уделяли индивидуальным клиентам, чем предприятиям. Средства предприятий и их банковские депозиты, достигшие наивысшей отметки в 28% ВВП в конце 1992 года, к 1996 году снизились до 4% ВВП.

Во-вторых, банковские операции с предприятиями в основном свелись к переводу платежей, а не выдаче кредитов. В 1992-1994 годах 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 года 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 году составляли 18% обязательств и 33% активов. Доля обязательств, омертвленных в форме "средств в расчетах", в российских банках была выше более чем в два раза. Около 70% всех обязательств российских банков и 50% их активов были вовлечены в операции по практически бездоходным межбанковским платежам.

Наконец, уровень концентрации в российском банковском секторе все еще намного меньше, чем в других переходных экономиках. Там доля активов пяти ведущих банков лежит в пределах 57-79% суммарных активов, у нас же этот показатель составляет только 42% (данные ЦБ на середину 1999 года).

Крупнейший российский банк, Сбербанк РФ, выдал всего 13% от всех кредитов, а пятерка крупнейших банков - чуть более 40% всех кредитов. 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 году. 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 года.

## **Корпоративное финансирование и контроль**



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 контролируют инвестиционные приватизационные фонды, тогда как

несколько инвестиционных фондов управляют 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 практически прекратили финансировать капитальные инвестиции. В 1992 году они обеспечили финансирование только 10% всех капитальных вложений, в 1993-м - менее 6%, в 1995-1996 годах - менее 1%, то есть их объем был сопоставим с поступлениями от продажи акций. При этом долгосрочные кредиты (на срок больше одного года) составляют всего 5% от всех банковских кредитов.

Внешние источники финансирования капиталовложений в России почти полностью состоят из средств, предоставленных правительством, а внутренние источники составляют добрые две трети. Банковские кредиты и вложения в покупку акций незначительны, и те и другие составляют менее 1% общего финансирования.

Даже до кризиса 1998 года, 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 года капитализация всего российского фондового рынка достигла своего предкризисного максимума (около 100 млрд долларов, 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, обычно

рассматривается как редкий удачный пример институционального строительства. Хотя в августе 1998-го фондовый рынок потерял более 90% своей стоимости и показатели капитализации и объема торгов вернулись на уровень 1992 года, этот драматический поворот не может рассматриваться как долгосрочная тенденция развития. В целом с декабря 1992 года по февраль 1998-го российские акции подорожали в долларовом выражении в восемь раз, в то время как венгерские акции - почти в три раза, а польские и чешские - только в два раза.

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 года (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 года вложения российских банков в акции компаний составляли 8 трлн рублей (1,4 млрд долларов), 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, "Империал", 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. 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.



## **Банки в роли собеса**

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. Хотя в последние два-три года такое положение изменилось из-за повышения удельного веса сырьевого сектора, даже сейчас именно слабые компании в депрессивных несырьевых отраслях промышленности интенсивнее используют кредиты. Больше всего с банковским кредитом работают машиностроение и легкая промышленность. Меньше кредитуются топливная отрасль и энергетика, черная и цветная металлургия. Доля российских предприятий, которые вообще не используют банковские кредиты, повысилась с 22% в 1994 году 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 спасательный круг и использовались не для расширения выпуска продукции (в еще меньшей степени для инвестиций), а для выживания.

Возможным объяснением может быть то, что крупные кредиты выдаются депрессивным отраслям под давлением региональных властей либо предоставляются "карманными" банками самих промышленных фирм, которые больше заботятся о выживании предприятий, чем о прибылях.

Независимо от причин результат, однако, неизменен: российская банковская система перераспределяет 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.

## **Вместо заключения**

Итак, в России, где передача акций работникам и менеджерам и раздача ваучеров как основные методы приватизации соседствовали с глубокой слабостью и

децентрализацией банковского сектора, есть шанс для развития либеральной англо-американской модели финансовой системы.

ФПГ, основанные на банках, даже до кризиса контролировали очень небольшую часть экономики. 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 года, 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.

[Таблица](#). Влияние моделей приватизации на формирующиеся рынки капитала

[Схема](#). Канал привлечения инвестиций

## **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.

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 акции распылены сильнее. Немецкая модель подразумевает контроль за инвестиционными решениями нефинансовых компаний со стороны банков. 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 последнего времени закон запрещал банкам вкладывать деньги в акции.

Во-вторых, в американской системе корпорации больше полагаются на внутренние источники финансирования (прибыль и амортизацию) и, следовательно, более независимы от крупных банков. В 1970-1985 годах эти источники составляли не менее трех четвертей всего инвестиционного финансирования в США, Канаде и Великобритании. Для сравнения: во Франции, Германии, Италии и Японии они составляли 52-71% общего финансирования (см. [таблицу](#)).

Эксперт, 1999

[оглавление](#)

**Таблица. Источники финансирования нефинансовых компаний в развитых (1970-1985 гг.) и развивающихся (1980-1988 гг.) странах (%)**

| Страна                        | Внутренние источники | Внешние источники |                    |              |   |
|-------------------------------|----------------------|-------------------|--------------------|--------------|---|
|                               |                      | Всего             | Банковские кредиты | Выпуск акций | Выпуск облигаций и краткосрочных обязательств |
| 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   |
| <b>Среднее арифметическое</b> | <b>61,0</b>          | <b>39,0</b>       | <b>31,9</b>        | <b>4,9</b>   | <b>0,7</b>                                    |
| 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  |
| <b>Среднее арифметическое</b> | <b>88,2</b>          | <b>11,8</b>       | <b>15,7</b>        | <b>0,1</b>   | <b>6,8</b>                                    |
| Индия                         | 34,9                 | 65,1              | -                  | 14,0         | -   |
| Иордания                      | 11,6                 | 88,4              | 46,6               | -            | -   |

|                               |             |             |          |             |          |
|-------------------------------|-------------|-------------|----------|-------------|----------|
| Южная 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        | 82,5        | -        | 60,9        | -        |
| Зимбабве                      | 42,9        | 57,1        | -        | 35,2        | -        |
| <b>Среднее арифметическое</b> | <b>31,9</b> | <b>68,1</b> | <b>-</b> | <b>38,5</b> | <b>-</b> |

*Источник: Calvo G. and Kumar M. Financial Sector Reforms and Exchange Arrangements in Eastern Europe. IMF, 1993*

© Эксперт, #38 (201) от 11 октября 1999 года



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.

Третье различие между двумя типами финансовых систем заключается в том, что доля внешнего финансирования в форме банковских кредитов, как правило, больше в континентальной Европе и Японии, тогда как американские компании получают больше денег от продажи акций. В США и Канаде доходы от продажи облигаций, краткосрочных ценных бумаг и акций составляют 50-75% от финансирования, поступающего в форме банковских займов. В континентальной Европе и Японии это соотношение не достигает и 30%.

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 году составляла

60% ВВП, в листинг ежегодно включалось 35 новых компаний, осуществлялось 2,2 первичной эмиссии 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 первичной эмиссии.

Наконец, в-четвертых, 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 финансирования 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. Таким образом, нельзя однозначно сказать, какая из финансовых моделей предпочтительнее. Обычно в рыночных экономиках банковское кредитование и размещение акций на фондовом рынке дополняют друг друга. 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 важно, что в Японии и в большинстве западноевропейских стран рыночная капитализация компаний в два-три раза ниже, чем все банковские кредиты вместе взятые. А в США, Великобритании, Нидерландах и Швейцарии, так же как и в некоторых развивающихся странах (Малайзии, Сингапуре, ЮАР, Чили, Филиппинах), рыночная капитализация приблизительно сопоставима с размерами кредитования национальной экономики банковским сектором.

© Эксперт, #38 (201) от 11 октября 1999 года

Эксперт, 1999

[оглавление](#)

**Таблица. Влияние моделей приватизации на формирующиеся рынки капитала**

|  |   |   |
|--|---|---|
| <b>Характеристики финансовой системы</b> | <b>Приватизация, благоприятствующая развитию фондового рынка</b><br>Ваучеры и передача собственности работникам (Чехия, Словакия, Литва, Россия, большинство других стран СНГ, Монголия)              | <b>Приватизация, благоприятствующая укреплению институциональных инвесторов</b><br>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              |

© Эксперт, #38 (201) от 11 октября 1999 года

