



СКОЛКОВО
Московская школа управления

БАНКИ И РЫНКИ КАПИТАЛА: КАКАЯ ФИНАНСОВАЯ СТРУКТУРА ОПТИМАЛЬНА ДЛЯ БЫСТРОРАСТУЩИХ РЫНКОВ?

ИССЛЕДОВАНИЕ IEMS

Институт исследований развивающихся рынков

бизнес-школы СКОЛКОВО (IEMS)

Выпуск 13-07, Октябрь 2013

Содержание

I. Введение	2
II. Рынки капитала и банки: обзор текущего развития	4
III. Финансовая структура: банковская или рыночная?	16
IV. Куда двигаться дальше? Рекомендации в отношении политики, направленной на углубление финансовых рынков в странах БРР	24
V. Заключение	30

Автор:
Д-р Уильям Т. Уилсон, Старший научный сотрудник

Главный редактор:
Д-р Сеунг Хо «Сэм» Парк, Исполнительный директор

I. Введение

Недавний экономический кризис отчетливо подтвердил, что финансовые посредники выполняют важнейшие функции в экономической деятельности. Возможно, самая важная задача, стоящая сегодня перед странами с быстроразвивающимися рынками, — это дальнейшее развитие их финансовых секторов. К сожалению, недостаток (физической и интеллектуальной) инфраструктуры финансового сектора, характерный в настоящее время для многих быстрорастущих рынков (БРР)¹, не позволяет экономике этих стран перейти на следующий этап устойчивого экономического развития.

Настоящая работа преследует две цели. Во-первых, рассмотреть уровень финансового развития в странах с быстроразвивающимися рынками. На основе анализа более 100 быстроразвивающихся рынков (с подробным исследованием 25 БРР) в работе оцениваются ключевые показатели развития банков и рынков капитала в последние годы, включая доступность банковского кредита для частного сектора и капитализацию рынков акций и корпоративных облигаций.

Вторая часть работы посвящена вопросу о финансовой структуре, или сравнительной значимости банков и рынков капитала в странах БРР. Хотя банки играют доминирующую роль на быстроразвивающихся финансовых рынках, в разных регионах и странах с быстроразвивающимися рынками финансовая структура значительно различается. В этом разделе рассматривается вопрос о том, верно ли, что на разных стадиях экономического развития для распределения финансовых ресурсов (и, в свою очередь, для экономического роста) стран с быстроразвивающимися рынками больше подходит своя финансовая структура. Выявление или понимание закономерности может иметь важные последствия для политики многих

Возможно, самая важная задача, стоящая сегодня перед странами с быстроразвивающимися рынками, — это дальнейшее развитие их финансовых секторов

БРР, особенно тех, которые стремятся укрепить свои финансовые системы. По данным Всемирного банка, половина нынешних БРР в настоящее время относятся к странам «с доходами выше средних», и эволюция их финансовой структуры в предстоящие годы будет иметь решающее значение для перспектив экономического развития.

В заключительной части работы детально анализируется совокупность факторов, влияющих на финансовую структуру страны (таких как защита инвесторов и корпоративное управление), и приводятся некоторые рекомендации для директивных органов по улучшению этих показателей.

¹ К БРР относятся 25 отобранных компаний «Эрнст энд Янг» экономик, демонстрирующих высокие результаты и/или обладающих высоким потенциалом.

II. Рынки капитала и банки: обзор текущего развития

Рынки капитала

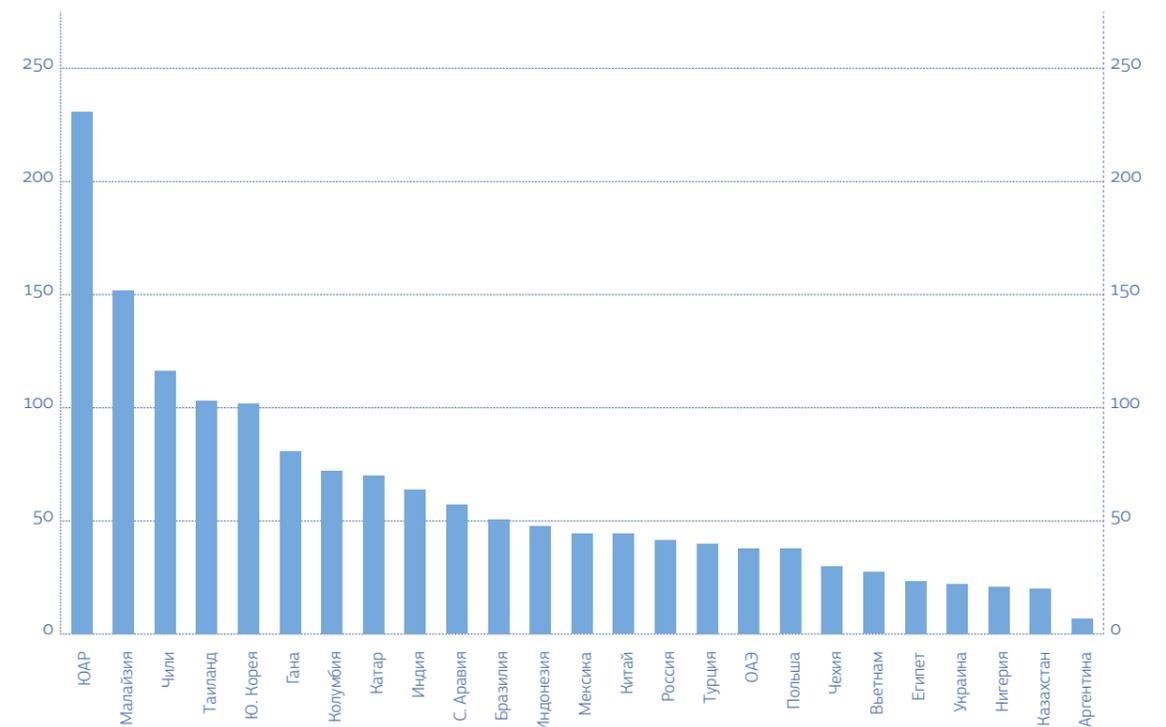
В этом разделе рассматривается уровень развития рынков капитала в странах БРР в последние годы; основное внимание уделяется рынкам акций и корпоративных облигаций.

Фондовый рынок²

Чтобы оценить глубину рынков акций, мы анализируем коэффициент капитализации фондового рынка, рассчитываемый как отношение совокупной стоимости котируемых акций к ВВП. Средний коэффициент

капитализации фондового рынка стран БРР к концу 2012 года увеличился до 62% по сравнению с 35% в 2000 году. Южно-Африканская Республика, Малайзия, Чили, Таиланд и Южная Корея выделяются тем, что в этих странах коэффициенты капитализации превышают 100%. Гана в настоящее время имеет третий по величине рынок акций среди стран Африки южнее Сахары (после Южно-Африканской Республики и Нигерии). Фондовый рынок Аргентины в последние годы переживает очередной упадок, и это единственная страна БРР, в которой коэффициент капитализации рынка акций составляет менее 10%. Среди стран с быстроразвиваю-

Рисунок 1. Коэффициент капитализации фондового рынка (на конец 2012 г.)



Источник: Bloomberg

² Детальный анализ развития, показателей функционирования и риска фондовых рынков БРР за последние двадцать пять лет см. в опубликованной «Эрнст энд Янг» работе автора "Moving toward the mainstream: stock market development and performance in the RGMs".

щимися рынками крупнейший рынок акций объемом в 3,6 трлн долл. США, безусловно, принадлежит Китаю. Впрочем, коэффициент капитализации фондового рынка Китая снизился с пиковых 180% в 2007 году до всего лишь 45% в 2012 году.

Коэффициент капитализации фондового рынка обычно положительно связан с уровнем экономического развития, и в странах с высокими доходами этот коэффициент в два раза выше, чем в странах с низкими доходами и с доходами ниже средних. В отличие от более бедных государств, страны с доходами выше средних прошли долгий путь, прежде чем им удалось ликвидировать разрыв в уровне капитализации рынка акций с богатыми странами, повысив за

последнее десятилетие свой коэффициент с 17% до 40%³.

По нашим расчетам, в 2012 году «активные» фондовые рынки существовали в 75 странах с быстроразвивающимися рынками. Если говорить о крупных регионах, то лидером стал регион Юго-Восточной Азии и бассейна Тихого океана, в котором медианный коэффициент капитализации рынка акций составил 71%. После бурного десятилетия вслед за падением коммунизма в странах Восточной Европы и Центральной Азии этот коэффициент вырос в четыре раза (с 5% до 21%). В Южной Америке и регионе БВСА коэффициенты капитализации составляют примерно треть ВВП. В странах Африки южнее Сахары (АЮС) рынки акций

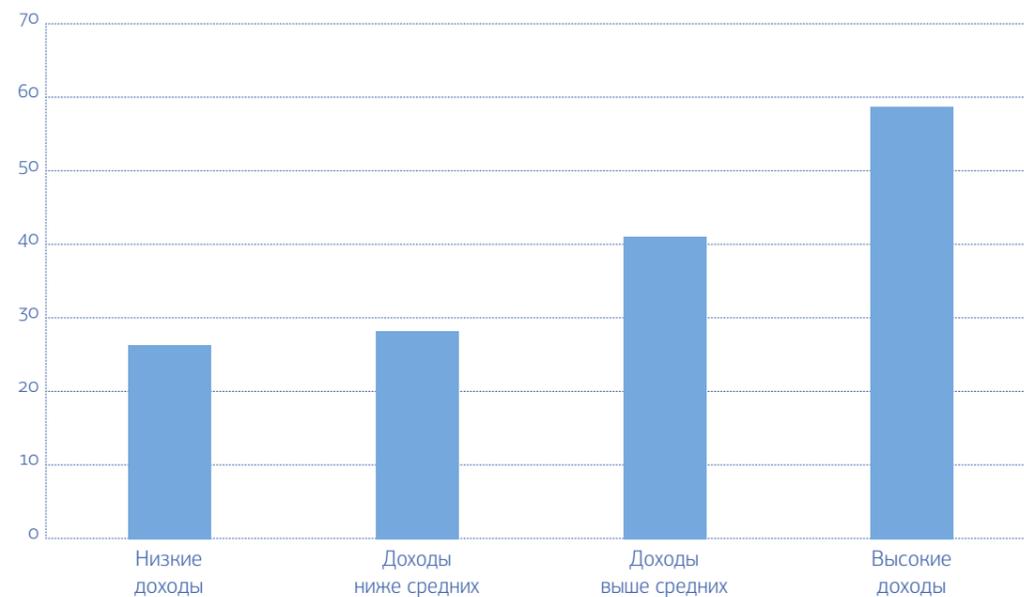
наименее развиты. Из 41 страны этого региона в 2011 году фондовые рынки существовали только в 12.

Коэффициент оборота фондового рынка представляет собой отношение совокупного объема обращающихся акций к рыночной капитализации. Он показывает активность, или ликвидность, фондового рынка по отношению к его размерам. В случае небольшого, но активного фондового рынка коэффициент оборота будет высоким, а в случае крупного, но менее ликвидного фондового рынка — низким. В некоторых БРР существуют крупные государственные предприятия, акции которых не являются предметом активных

Средний коэффициент капитализации фондового рынка стран БРР к концу 2012 года увеличился до 62% по сравнению с 35% в 2000 году

операций купли-продажи, поэтому показатель совокупной капитализации фондового рынка может давать несколько искаженное представление об уровне развития рынка акций. В странах БРР этот коэффициент

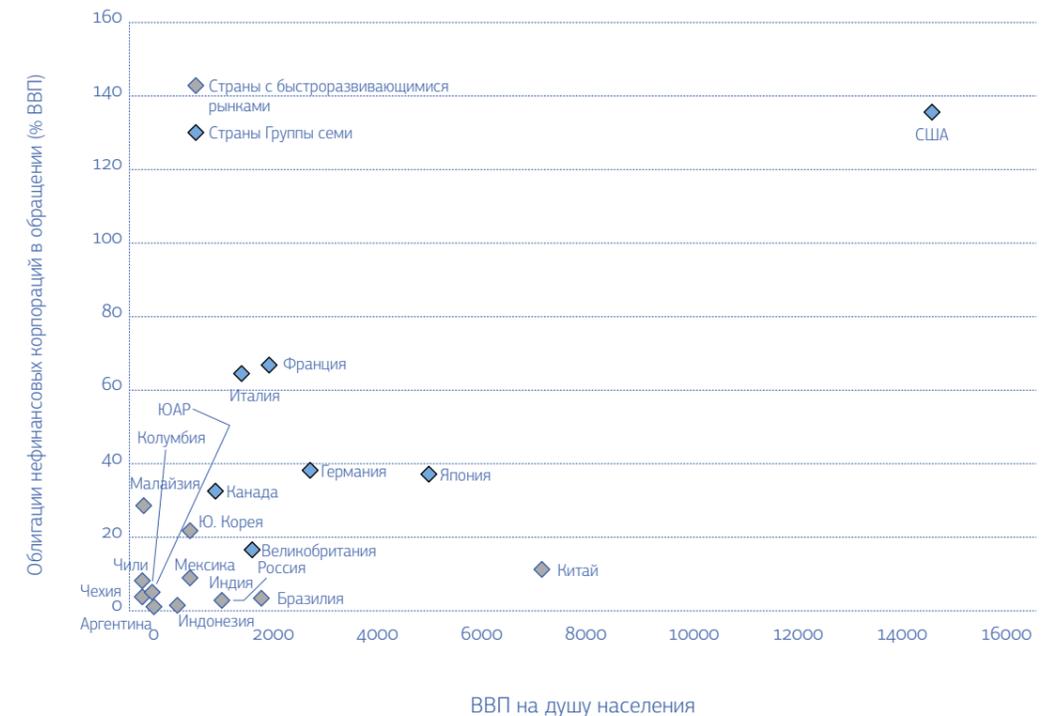
Рисунок 2. Коэффициент капитализации фондового рынка по доходным когортам (2012 г.) (среднее по странам с функционирующим фондовым рынком)



Источник: издание Всемирного банка «Показатели мирового развития» (WDI – World Development Indicators), Bloomberg.

³ Экономика подразделяется на группы в зависимости от уровня ВНД на душу населения в 2010 году, который рассчитывается по используемому Всемирным банком методу Атласа. Классификация стран такова: до 1 005 долл. США — низкие доходы, 1 006–3 975 долл. США — доходы ниже средних, 3 976–12 275 долл. США — доходы выше средних, 12 276 долл. США и выше — высокие доходы.

Рисунок 3. Коэффициенты облигаций нефинансовых корпораций по странам (2012 г.)



Источник: WDI, Bloomberg

за последнее десятилетие даже понизился: со среднегодового уровня в 64% до 56%. Такая динамика идет вразрез с тенденцией повышения коэффициента капитализации рынка акций, широко наблюдаемой в последние годы, и отношения объема торгов к экономической активности. Это означает, что в последние годы развитие фондовых рынков этих стран во многом определял именно эффект изменения цен (то есть повышение стоимости) существующих акций, а не повышение ликвидности рынков. Действительно, среднее число котируемых компаний (на 10 000 жителей) за последнее десятилетие не увеличилось. Этот факт имеет важные последствия, поскольку для экономического роста более важна именно ликвидность фондового рынка, а не его огромные размеры.

Несмотря на быстрый рост капитализации фондового рынка в последнее десяти-

летие, большинство бирж в странах с быстроразвивающимися рынками полностью лишены ликвидности. Если исключить 25 стран БРР (и рассматривать остальные 50 бирж, входящих в нашу выборку), в последние годы средний коэффициент оборота фондового рынка составлял примерно 10%.

Рынки корпоративных облигаций

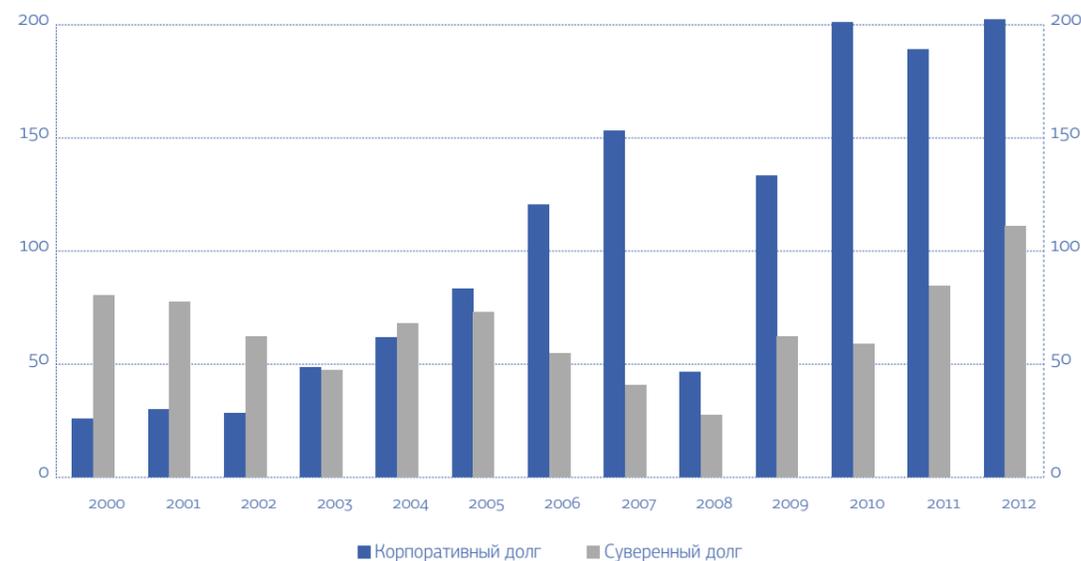
Еще недавно почти не существовавший рынок корпоративных облигаций стран с быстроразвивающимися рынками в последнее время «отрастил крылья» и превратился в еще один канал — не считая рынков акционерного капитала и банков — для привлечения частными компаниями заемных средств. Чтобы финансировать свой рост, компании стран БРР все чаще обращаются к открытым кредитным рынкам, и корпоративные облигации уже сегодня становятся частью более

широкого набора инструментов инвестирования в страны с быстроразвивающимися рынками. В странах с низкими доходами этот рынок все еще практически отсутствует, но в последний год коэффициент корпоративных облигаций (отношение объема корпоративных облигаций в обращении к ВВП) в странах с доходами ниже и выше средних увеличился до 6% и до 15% ВВП соответственно (в богатых странах мира он составляет 38% ВВП). Из 25 стран БРР пятнадцать указали на существование у них в 2012 году функционирующего рынка частных облигаций, при том что крупными рынками обладают только Южная Корея и Малайзия (22 и 29 процен-

тов ВВП соответственно)⁴. В Китае, Мексике и Чили эти коэффициенты составляют примерно 10%. В Мексике и Чили пенсионным фондам, страховым компаниям и другим финансовым учреждениям предоставляется значительная свобода действий в инвестировании своих активов, что обеспечивает поддержку первичного и вторичного рынков корпоративных облигаций этих стран.

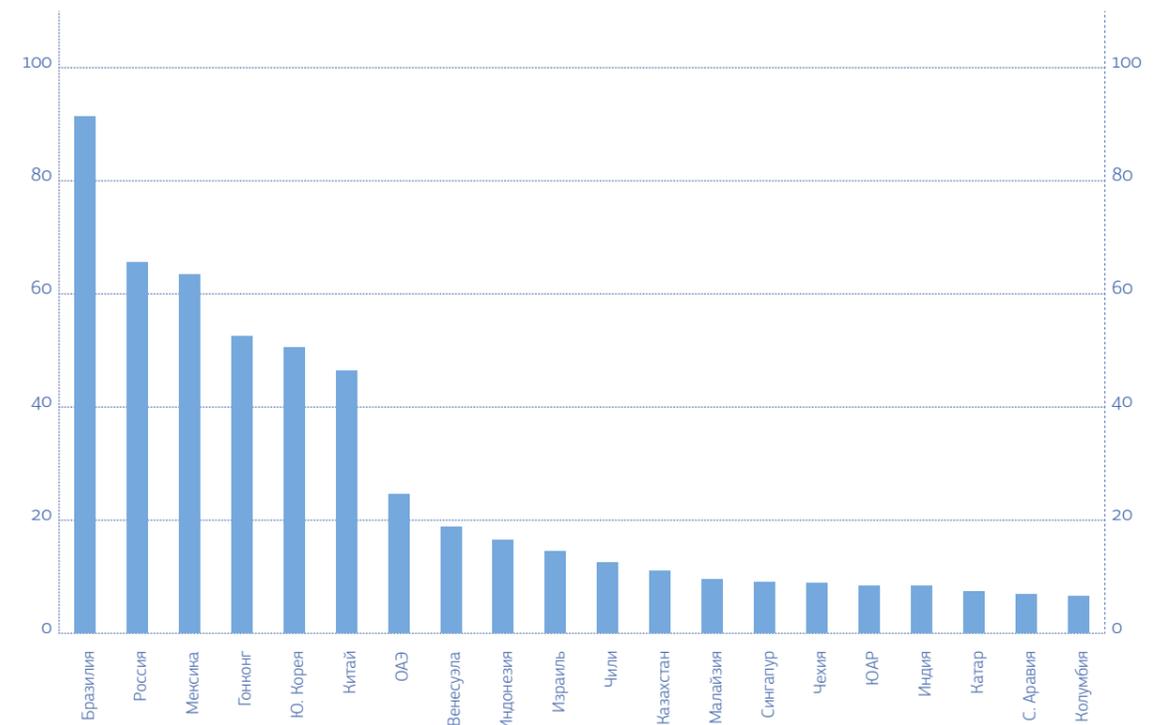
Как класс активов корпоративные облигации стран с быстроразвивающимися рынками в 2012 году преодолели отметку в 1 трлн долл. США⁵, что примерно соответствует двум третям совокупного объема всех суверенных долговых обязательств

Рисунок 4. Появление корпоративных облигаций в странах БРР
Долговые обязательства стран с быстроразвивающимися рынками — новый выпуск
Суверенный и корпоративный долг (в долл. США), 2000–2012 гг.



Источник: JP Morgan, Reuters

Рисунок 5. Выпуск корпоративных облигаций стран с быстроразвивающимися рынками.
Совокупный объем за 2007–2012 гг. (млрд долл. США)



Источник: Dealogic

⁴ Все данные относятся к облигациям нефинансовых корпораций.

⁵ Согласно оценкам JP Morgan и IEMS на 2012 год.

стран с быстроразвивающимися рынками, который оценивается в 1,6 трлн долл. США. Выпуск корпоративных облигаций неуклонно растет (исключением стал период финансового кризиса 2008 года): с 2003 года он ежегодно превышает совокупный выпуск суверенных облигаций и в 2010 году достиг рекордного уровня в 211 млрд долл. США (в 2011 году — 190 млрд долл. США). В 2011 году размер рынка корпоративных облигаций стран с быстроразвивающимися рынками, включая квазисуверенные облигации, составлял более половины размера рынка высокодоходных облигаций США

и был в пять раз крупнее рынка высокодоходных европейских долговых обязательств.

В последние годы значительными объемами выпуска корпоративных облигаций отличалась Бразилия. По данным аналитической компании Dealogic, с 2007 года Бразилия выпустила облигации в иностранной валюте на сумму свыше 90 млрд долл. США. Помимо ускоренного экономического роста (по крайней мере до недавнего времени), к основным факторам, обусловившим этот всплеск эмиссионной активности, относится улучшение суверенного кредитного качества Бразилии, которое, как будет по-

казано ниже, способствует повышению кредитоспособности корпоративного сектора⁶. Впрочем, коэффициент корпоративных облигаций Бразилии составляет лишь 3,5%, поэтому стране предстоит еще многое сделать, чтобы наверстать отставание в этом плане. Россия, при таком же коэффициенте, за тот же период выпустила корпоративные облигации на 65 млрд долл. США.

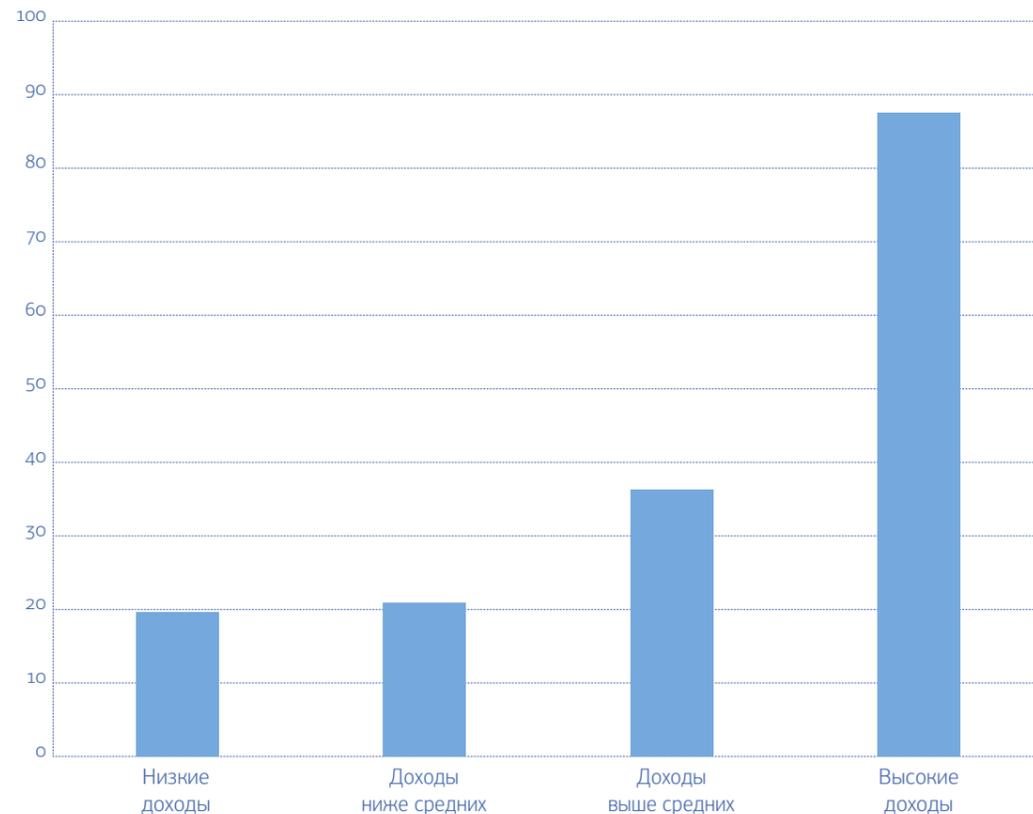
Развитие рынков капитала в странах БРР

Коэффициент капитализации рынка частных ценных бумаг, или сумма коэффициентов капитализации фондового рынка и рынка корпоративных облигаций, является наиболее точным показателем глубины рынков капитала страны. Между значениями этого коэффициента для всех стран с быстроразвивающимися рынками и для стран с высокими доходами существует огромная

разница (для первой группы стран он в среднем составляет 88%, а для стран с высокими доходами и доходами выше средних — 37%). Ответ на вопрос о том, что отличает страны с высокими доходами от стран с быстроразвивающимися рынками, очень прост: хорошо развитые рынки частного капитала.

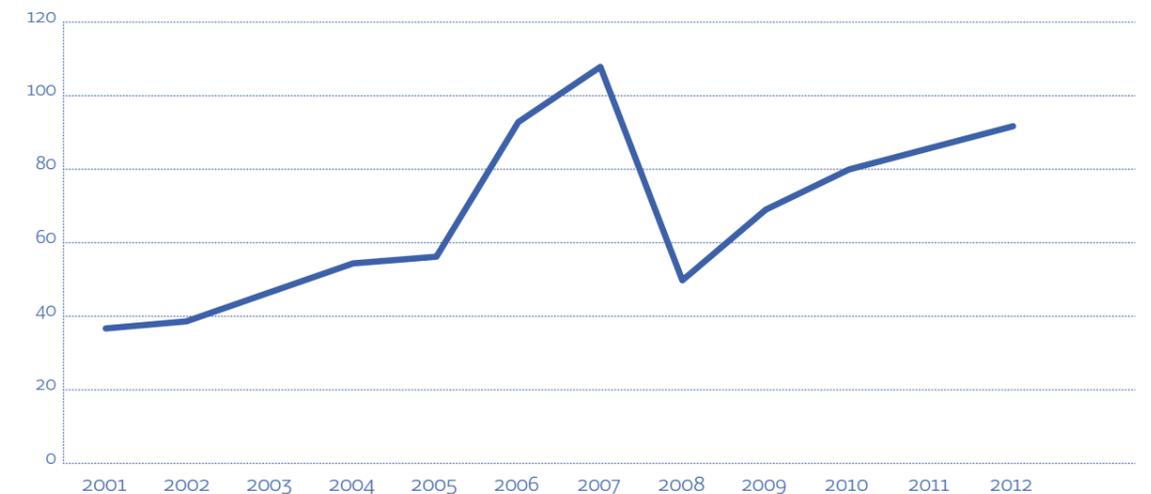
За период с 2000 по 2012 год медианное значение этого коэффициента для 25 стран БРР увеличилось с 29% до расчетных 79% ВВП (достигнув 95-процентного максимума в 2007 году), при этом общее повышение показателя наблюдалось в большинстве стран. Единственным исключением стала Аргентина, где коэффициент капитализации снизился с 63% до 19% ВВП. Только в Южной Корее, Чили, Таиланде, Малайзии и Южно-Африканской Республике коэффициенты капитализации рынков частных ценных бумаг превышают 100% — пороговый уровень, при котором рынок ценных бумаг страны считается хорошо развитым.

Рисунок 6. Развитие рынка ценных бумаг в зависимости от уровня доходов (коэффициент капитализации рынка частных ценных бумаг)



Источник: WDI, Bloomberg

Рисунок 7. Коэффициент капитализации рынка частных ценных бумаг в странах БРР (медианное значение)



Источник: Bloomberg

⁶ Согласно журналу "Institutional Investor", за 2007–2012 годы кредитный рейтинг Бразилии повысился в большей степени, чем в любой другой стране с быстроразвивающимся рынком.

Банковская система

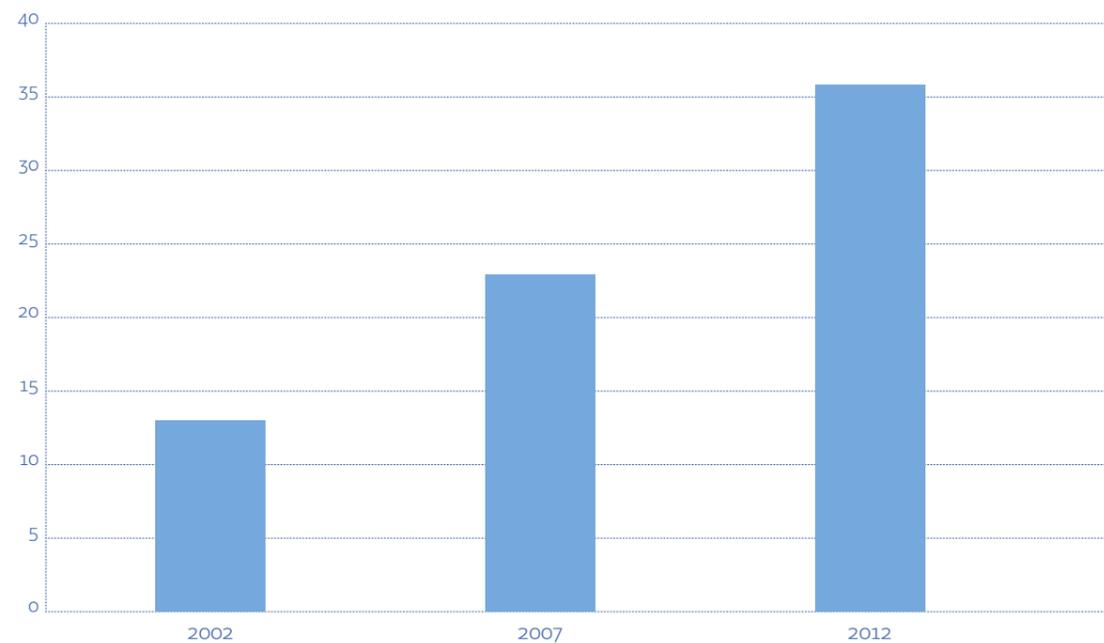
В большинстве стран с быстроразвивающимися рынками банковская система остается самой крупной частью финансовой системы. Она является основным источником финансирования как частного, так и государственного секторов и выступает в качестве важнейшей движущей силы экономического роста в большинстве этих стран.

Например, согласно исследованию, проведенному McKinsey Global Institute в 2009 году, в Китае и Индии банковские депозиты составляли 58% и 44% совокупных финансовых активов соответственно, в то время, как в США их доля была лишь 23%. Банковский сектор является важным источником финансирования для инвестиций компаний в этих странах. По данным Всемирного банка, если в 2002 году только

11% компаний в странах с быстроразвивающимися рынками рассчитывали на банки для осуществления своих инвестиций, то в 2011 году их число возросло до 35%. Например, в 2003 году 28% бразильских компаний обращались в банки за финансированием инвестиций, а в 2011 году доля таких компаний увеличилась до 52%. Кроме того, банки являются крупнейшими кредиторами государственного долга. Кредит банковского сектора государственному в процентах к совокупному банковскому кредиту в Турции составил 65%, в Аргентине — 57%, в Мексике — 54%, а в Бразилии — 51%.

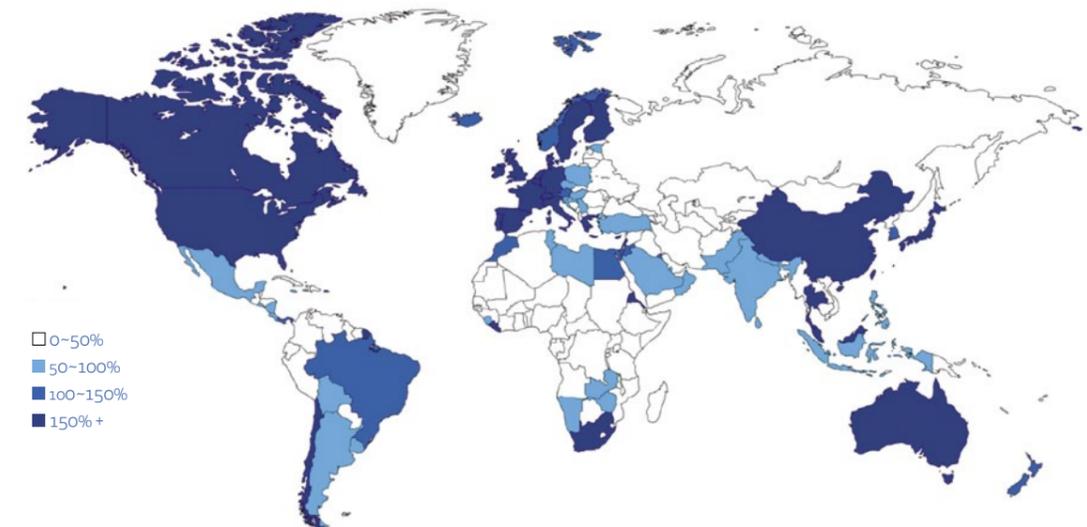
Банки также являются основными заемщиками на рынках корпоративных облигаций стран с быстроразвивающимися рынками. В 2011 году на долю банковского сектора приходилось 34% совокупного спроса на выпуск корпоративных облигаций, при этом

Рисунок 8. Доля банков БРР в списке 100 ведущих банков Global Banking 100 (по величине активов)



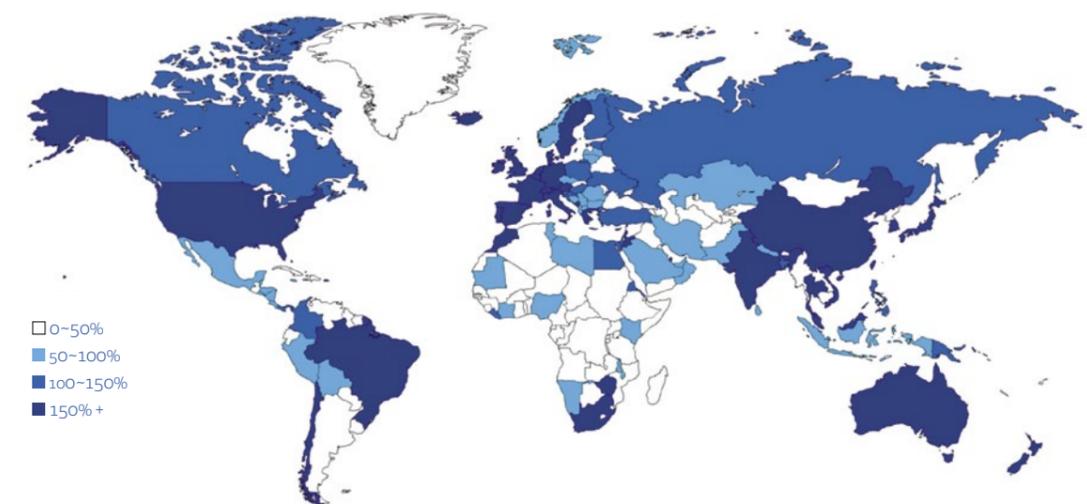
Источник: Bloomberg

Рисунок 9. Глубина финансового сектора по странам, 2000 г.



Источники: Всемирный банк, оценки IEMS

Рисунок 10. Глубина финансового сектора по странам, 2011-2012 гг.⁸



Источники: Всемирный банк, оценки IEMS

⁸ Внутренний кредит, предоставленный банковским сектором, на конец 2011 года — последний год, за который имеются данные.

главными объектами спроса были облигации промышленного сектора (21%) и телекоммуникационного сектора (13%).

По прогнозам Economics Intelligence Unit, в 2010–2015 годах банковские активы стран с быстроразвивающимися рынками ежегодно будут увеличиваться более чем на 20% (по сравнению с 3% в странах с высокими доходами). Если эти прогнозы верны, за указанный период страны с быстроразвивающимися рынками обеспечат примерно 70% глобального роста банковских активов в абсолютном выражении.

Динамичный рост банковских активов стран с быстроразвивающимися рынками в последние годы также впервые превратил банки этих стран в мировых гигантов. Четыре из 10 крупнейших банков мира по рыночной капитализации представляют страны с быстроразвивающимися рынками. По данным Bloomberg, среди 100 крупнейших банков всего мира 36% относятся к странам с быстроразвивающимися рынками, при том что в 2002 и 2007 годах аналогичные показатели составляли 13% и 23% соответственно.

Хотя увеличение размеров банков до середины 2000 годов во многом было яв-

лением, характерным для Китая, позднее в рейтинге стали подниматься учреждения Бразилии, Чили, Индонезии, Таиланда, Малайзии, Турции, Индии и Южно-Африканской Республики⁷.

Внутренний кредит, предоставленный банковским сектором (в процентах ВВП), является наиболее комплексным показателем, позволяющим оценить значимость банков в распределении кредита в экономике. За последнее десятилетие этот процентный показатель значительно повысился: с 58% в среднем по 25 странам БРР в 2000 году до 81% в 2011 году. По состоянию на конец 2011 года в Китае, Южной Корее, Малайзии, Южно-Африканской Республике и Таиланде он превышал 100%.

Сочетание двух наших главных финансовых индикаторов — коэффициента капитализации рынка акций и внутреннего кредита, предоставленного банковским сектором, — дает хорошее представление об общем уровне финансового развития каждой из стран с быстроразвивающимися рынками. Ниже представлены две схематические карты, наглядно демонстрирующие степень углубления финансового сектора в странах

с быстроразвивающимися рынками за последние десять лет.

Неудивительно, что глубина финансового сектора прямо пропорциональна уровню доходов: если в странах с низкими доходами, доходами ниже средних и доходами выше средних в 2011 году этот показатель в среднем составлял 37%, 77% и 104% соответственно, то в странах с высокими доходами — 220% ВВП. Во всех странах с быстроразвивающимися рынками показатель глубины финансового сектора увеличился на четверть, с 49% ВВП в 2000 году до 74% к 2011 году. Если говорить о регионах, то самый высокий показатель глубины финансового сектора имеет Восточная Азия, где он составляет 126%, а самый низкий — страны АЮС, где он составляет 49%. Наибольших успехов в углублении финансового сектора за последнее десятилетие добились Восточная Азия и Восточная Европа, где этот показатель повысился на 46% и 44% ВВП (в абсолютном выражении) соответственно.

Основные факты, касающиеся углубления финансового сектора в странах БРР

Если говорить обо всех странах БРР, то показатель глубины финансового сектора увеличился с 94% в 2000 году до 141% ВВП к концу 2012 года.

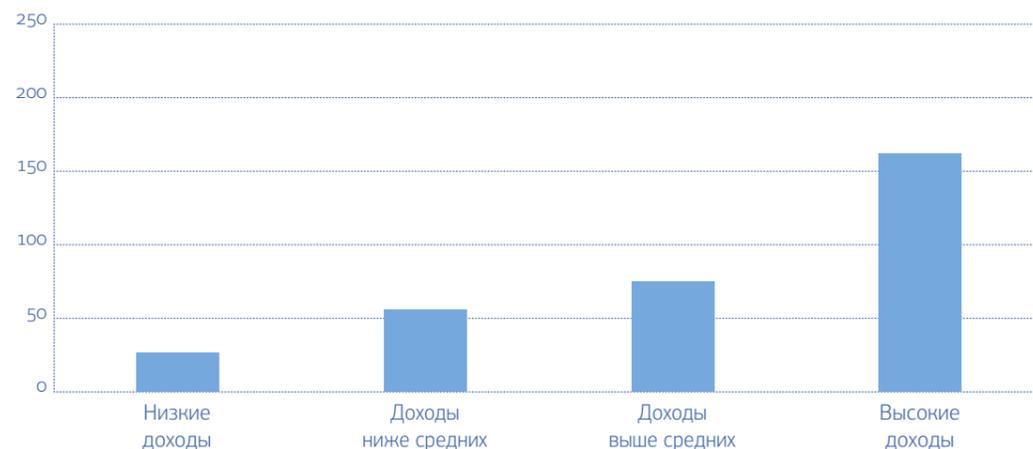
В Бразилии, Чили, Китае, Южной Корее, Южно-Африканской Республике, Катаре, Малайзии, Таиланде и Вьетнаме⁹ показатели глубины финансового сектора превышают 150%.

Южно-Африканская Республика выделяется из общего ряда и заслуживает особого внимания. Показатель глубины финансового сектора в этой стране составляет 410% ВВП (максимум среди всех стран с быстроразвивающимися рынками), что примерно в два раза выше, чем в среднем по странам с высокими доходами.

В Малайзии, Чили и Таиланде показатель глубины финансового сектора соответствует среднему значению этого показателя по странам с высокими доходами.

В Аргентине на сегодняшний день показатель глубины финансового сектора составляет всего лишь 37% ВВП, и это самое низкое значение среди стран БРР.

Рисунок 11. Глубина финансового сектора по доходным когортам (медианное значение)



Источник: WDI, Bloomberg

⁷ Согласно Boston Consulting Group.

⁹ Повышение показателя глубины финансового сектора Вьетнама почти полностью обусловлено значительным и быстрым ростом внутреннего банковского кредита, что обычно является признаком кредитного пузыря.

III. Финансовая структура: банковская или рыночная?

Оптимальная финансовая структура для конкретной страны зависит от целого ряда важных факторов, включая отраслевую структуру экономики, качество институтов и, прежде всего, стадию экономического развития. Если в развивающейся стране сочетание банков и рынков значительно отличается от «оптимальной» структуры, то финансовая система не обеспечит предоставление надлежащей совокупности финансовых услуг, что повлечет за собой нерациональное распределение капитала и, со временем, замедление экономического роста. Ниже рассматриваются преимущества и недостатки финансовых структур, построенных на основе банков и на основе рынков.

Доводы в пользу банковской финансовой системы

В общем, в связи с тем, что страны БРР располагают избытком трудовых ресурсов, но испытывают относительный дефицит капитала, экономикам этих стран типично преобладание трудоинтенсивных отраслей. Предприятия таких БРР обычно невелики по размерам и, как правило, нуждаются в небольшом внешнем финансировании. При финансировании краткосрочных, характеризующихся пониженным риском и хорошо обеспеченных инвестиций коммерческих предприятий у банков есть конкурентное преимущество над финансовыми рынками, которые лучше подходят для финансирования более долгосрочных и более рискованных проектов. Как следствие, возможности банков для более эффективного финансирования развития, особенно на ранних его стадиях, часто превосходят возможности рынков этих стран.

Из-за отсутствия стандартной финансовой информации малые предприятия и компании стран с быстроразвивающимися рынками часто недостаточно прозрачны,

поэтому основными задачами для субъектов, предоставляющих внешнее финансирование, являются отбор компаний и мониторинг их руководителей. В результате банковские финансовые системы зачастую могут гораздо лучше, чем рыночные, решать проблемы взаимоотношений принципала и агента¹⁰. В столь непрозрачной финансовой среде у банков, как правило, больше, чем у финансовых рынков, сильных сторон, позволяющих уменьшить эту информационную асимметрию¹¹.

Имеет ли размер банков значение в финансовой структуре?

Имеет ли значение размер банков? Размер и концентрация банковских учреждений является важной характеристикой финансовой структуры стран БРР. Общеизвестно, что крупные банки стараются не иметь дела с малым бизнесом и ориентируются на крупные предприятия. Поскольку малый бизнес является доминирующей формой предприятий в развивающихся странах, то помимо сочетания банков и финансовых рынков, важным аспектом для понимания финансовой структуры и экономического развития быстроразвивающихся стран может быть распределение банков по их размерам.

Дело в том, что недостаток кредитования МСП является ахиллесовой пятой многих стран БРР, потенциально угрожающей перспективам их роста. МСП в среднем обеспечивают 45% рабочих мест для формальной рабочей силы и создают 29% ВВП в странах с быстроразвивающимися рынками. Вместе с тем на долю неформального сектора, к которому относится большинство МСП, приходится до 48% рабочей силы и 37% ВВП¹². По данным Международной финансовой корпорации, хотя у трех четвертей МСП в странах с быстроразвивающимися рынками есть текущие и сберегательные счета

¹⁰ Проблема взаимоотношений принципала и агента в финансовой сфере связана с тем, что способ ведения бизнеса руководством не отвечает интересам собственников или акционеров.

¹¹ Lin, Sun, Jiang. "Toward a Theory of Optimal Financial Structure". Стр. 20.

¹² Boston Consulting Group. "Redefining the Emerging Market Opportunity: Driving Growth through Financial Services Innovation". Май 2012 года. Стр. xi.

в банках, только треть МСП имеет доступ к кредиту. В ежегодном исследовании Всемирного экономического форума «доступ к финансовым ресурсам» часто называют в качестве основного фактора, препятствующего ведению бизнеса во многих странах БРР. Если МСП не удастся найти финансирование, многие из них обращаются к неофициальным или теневым кредиторам и берут у них займы под существенно более высокие процентные ставки.

Игнорирование МСП финансовыми учреждениями не обязательно означает предубеждение к размерам предприятия. В исследовании 2008 года установлено, что из 91 банка в сорока пяти странах более 80% считают рынок МСП крупным и привлекательным¹³. Однако его отличает недостаточный доступ к надежной кредитной истории.

Коротко говоря, хотя банки в странах БРР и являются доминирующей формой финансового посредничества, финансовые структуры многих из этих стран, вероятно, выиграли бы от увеличения количества более мелких банков. Распространение микрофинансов¹⁴, несмотря на очевидную неоднозначные результаты в некоторых странах (например, в Индии), является попыткой заполнить этот пробел.

Доводы в пользу рыночной финансовой системы

По мере развития стран и сама экономика, и ее ведущие отрасли становятся все более капиталоемкими и инновационными. Компании тоже укрупняются, и у них появляются более сложные потребности в финансировании, например для осуществления

Хотя банки в странах БРР и являются доминирующей формой финансового посредничества, финансовые структуры многих из этих стран, вероятно, выиграли бы от увеличения количества более мелких банков

более значительных инвестиций. Сегодня финансовые рынки обладают преимуществами в сфере управления рисками, в частности, помогая предприятиям справляться с риском ликвидности, процентным и валютным рисками. Рынки могут предложить заемщикам более изощренные и гибкие инструменты управления рисками, в то время как банки способны предоставить лишь базовые «типовые» услуги по управлению рисками¹⁵.

Если компании используют новые технологии или реализуют инновационные проекты, потенциальным инвесторам часто не хватает о них существенной информации, и нередко потенциальные инвесторы значительно расходятся во мнениях о таких инвестициях. У таких компаний больше шансов привлечь финансирование через фондовые рынки, чем через банки¹⁶. Как наглядно показывает венчурный капитал, рынки капитала более дружелюбны к инновационным начинаниям.

Банки по своей природе более осторожны, поэтому считается, что финансовые системы с доминированием банков душат инновации и препятствуют экономическому

росту. Поскольку банки обладают ограниченными возможностями в плане диверсификации рисков и склонностью к консерватизму при выборе инвестиций, они стремятся предоставлять займы «зрелым» предприятиям с устойчивыми и постоянными денежными потоками вместо того, чтобы кредитовать новые компании, что связано с большим риском, но часто обещает более высокую отдачу¹⁷.

Есть и другие причины, объясняющие возможное преимущество системы на основе рынков. В некоторых странах БРР существуют банковские финансовые системы, в которых более крупные финансовые посредники обладают колоссальным влиянием на компании, и есть мнение, что такой контроль через посредство различных каналов сдерживает экономический рост¹⁸. Наиболее важным каналом воздействия, по-видимому, являются государственные банки, занимающие господствующие позиции в большинстве банковских систем крупных БРР. История показывает, что рынки гораздо эффективнее выполняют функцию распределения капитала (выбора «победителей»), чем принадлежащие государству или управляемые государством финансовые учреждения. Кредитование государственным банком государственных предприятий сопряжено с огромными политическими требованиями. У рынков же на повестке дня нет никаких других вопросов, кроме максимизации финансовой прибыли своих инвесторов.

Многие крупные или инновационные компании также рассматривают банки как «кредиторов последней инстанции» из-за ограничительных условий, устанавливаемых банками на прямые займы корпорациям (по данным МВФ, на долю банков приходится лишь 10% займов, предоставленных корпорациям США). Условия в отношении долга призваны ограничить риск, которому подвергается банк при выдаче крупных за-

ймов. К примерам таких условий относятся запрет на выпуск любых дополнительных долговых обязательств до погашения долга банку, запрет на участие в предложении любых акций до погашения долга банку, запрет на приобретение любых компаний до погашения долга банку. Рынки акций и облигаций обычно не накладывают на заемщика такие или столь же жесткие ограничения¹⁹.

Доводы в пользу корпоративных облигаций

Формирование рынка корпоративных облигаций может принести огромные выгоды для процесса развития стран БРР. Некоторые из них перечислены ниже²⁰.

Более эффективное распределение ресурсов. Местные рынки корпоративных облигаций способствуют более эффективному распределению капитала, заполняя пробел в предоставлении крупномасштабного и долгосрочного финансирования, которое не обеспечивают банки. Для некоторых проектов финансирование требуется на протяжении 20 лет, однако банки воздерживаются от предоставления займов в таких условиях по причине более короткого срока своих обязательств. В Индии, например, из-за недостаточно развитого рынка корпоративных облигаций значительную часть инфраструктурных проектов финансируют банки.

Уменьшение финансового риска. Поскольку облигации часто выпускаются для покрытия потребностей в долгосрочном финансировании, они помогают снизить в банковской системе концентрацию кредитного риска и риска, связанного со сроками погашения, и позволяют банкам кредитовать другие сегменты, включая МСП.

Повышение прозрачности корпораций. Как и эмиссия акций, выпуск облигаций предусматривает раскрытие публичными компаниями данных о своем финансовом

¹³ Beck, T., A. Demirguc-Kunt, M. Peria. 2008. "Bank Financing for SMEs around the World: Lending Practices, Business Models, Drivers and Obstacles." Policy Research Working Paper Series 4785. Washington DC: The World Bank.

¹⁴ Под микрофинансами обычно понимается предоставление финансовых услуг микро-предпринимателям и субъектам малого бизнеса, которые не имеют доступа к банковским услугам.

¹⁵ Lin, Sun, Jiang. "Toward a Theory of Optimal Financial Structure". The World Bank. Сентябрь 2009 года. Стр. 4.

¹⁶ Там же. Стр. 8.

¹⁷ Lin, Sun, Jiang. "Toward a Theory of Optimal Financial Structure". The World Bank. Сентябрь 2009 года. Стр. 10.

¹⁸ Там же. Стр. 4.

¹⁹ Investopedia. "Why do companies issue debt and bonds? Can't they just borrow from the banks?" 28 ноября 2007 года.

²⁰ Из "Redefining the Emerging Market Opportunity: Driving Growth through Financial Services Innovation". Май 2012 года. Стр. 11.

положении и деятельности, что повышает прозрачность корпоративных финансов. Кроме того, информация, раскрываемая при выпуске облигаций, способствует обучению инвесторов, которые принимают более обоснованные инвестиционные решения. Более высокий уровень прозрачности снижает стоимость капитала для высококачественных заемщиков.

Еще один положительный аспект корпоративных облигаций связан со значительными возможностями роста в странах с быстроразвивающимися рынками. И время для этого как нельзя более подходящее. Согласно докладу Всемирного экономического форума за 2010 год, если в странах Азии с быстроразвивающимися рынками сохранится полная зависимость от банков, к 2020 году одной только Азии (исключая Японию) необходимы будут новые банковские кредиты на сумму в 28 трлн долл. США. Система Базель-III резко повышает требования в отношении минимального размера капитала банков, и с учетом роста необслуживаемых банковских кредитов во многих странах БРР это идеальное время для выпуска корпоративных облигаций.

Финансовая структура, как и быстроразвивающаяся экономика, эволюционирует

Эволюция финансовой структуры страны в значительной степени определяется тремя основными стадиями экономического развития, через которые проходят страны с быстроразвивающимися рынками²¹.

На первой стадии развитием экономики в основном движут факторы производства, и конкурентоспособность стран зависит от их обеспеченности факторами производства — как правило, неквалифицированной рабочей силой и (или) природными ресур-

История показывает, что рынки гораздо эффективнее выполняют функцию распределения капитала (выбора «победителей»), чем принадлежащие государству или управляемые государством финансовые учреждения

сами. «Накопление факторов», то есть аккумуляция этих вводимых ресурсов, является главным фактором экономического роста. Страны характеризуются низкой производительностью и уровнем заработной платы, а компании обычно ведут ценовую конкуренцию и реализуют продукцию или сырьевые товары с низкой добавленной стоимостью. На этой стадии страны относятся к категории стран с низкими доходами или к группе стран с доходами ниже средних, находящихся на ранней стадии развития. На этой ранней стадии экономический рост тесно связан с развитием банковского сектора, хотя в некоторых странах есть и развитые функционирующие фондовые рынки. На этой стадии сейчас находятся Вьетнам и Нигерия (см. Таблицу 1).

На второй стадии развитием экономики движет эффективность. На этой стадии конкурентоспособность страны повышается вместе с повышением производительности и уровнем заработной платы. Страны разрабатывают более эффективные процессы производства и улучшают качество продукции, поскольку, из-за повышения заработной платы они не могут поднимать цены. На этой стадии конкурентоспособность все в большей степени определяется более высоким уровнем образования и подготовки кадров, урбанизацией и совершенствовани-

ем физической инфраструктуры. К достижению этой стадии страна с быстроразвивающимися рынками обычно уже имеет хорошо развитый банковский сектор и находится на начальных этапах построения рыночной финансовой структуры. В настоящее время на этой стадии развития находятся Китай, Мексика и Южно-Африканская Республика. Страны, не способные перейти с этой стадии на следующую, часто попадают в «ловушку среднего дохода», что случалось со многими странами с быстроразвивающимися рынками во второй половине XX века. Чтобы преодолеть эту стадию, в конечном счете потребуется больше инноваций, а для этого, в свою очередь, необходима финансовая структура, в большей степени опирающаяся на рынки.

На последней стадии развитием движут инновации. На этой стадии заработная плата и уровень жизни значительно повышаются. Более высокая оплата труда носит устойчивый характер, поскольку предприятия могут конкурировать путем выпуска новой продукции. Находящиеся на этой стадии страны с быстроразвивающимися рынками достиг-

ли этапа, на котором движущими силами экономического роста являются инновации и прочные институты, защищающие права собственности. Такие страны с быстроразвивающимися рынками относятся к верхним подгруппам категории стран с доходами выше средних или к нынешним странам с высокими доходами. Классическими примерами БРР являются Чили и Польша. Хотя в финансовой структуре некоторых из этих стран господствующее положение все еще занимают банки, в большинстве из них доминируют рынки, и все эти страны отличаются значительным уровнем развития рынков капитала.

Финансовая структура стран БРР

Показателем, дающим представление о финансовой структуре, является размер структуры²², который равен частному от деления отношения внутреннего банковского кредита к ВВП на отношение капитализации фондового рынка к ВВП (чем выше значение этого показателя, тем в большей степени финансовая система опирается на банки).

Таблица 1. Разбивка стран БРР по уровню доходов в соответствии с классификацией Всемирного банка (2012 г.)

Доходы ниже средних	Доходы выше средних	Высокие доходы
Египет	Аргентина	Чешская Республика
Гана	Бразилия	Южная Корея
Индия	Чили	Польша
Индонезия	Китай	Катар
Нигерия	Колумбия	Саудовская Аравия
Украина	Казахстан	ОАЭ
Вьетнам	Малайзия	
	Мексика	
	Российская Федерация	
	ЮАР	
	Таиланд	
	Турция	

22 Хотя в нашем определении финансовой структуры не учитываются другие финансовые учреждения, такие как пенсионные фонды и страховые компании, это самая полная из когда-либо построенных совокупность показателей для широкого структурного анализа стран с быстроразвивающимися рынками, которая включает важнейший аспект финансовой структуры быстроразвивающихся рынков.

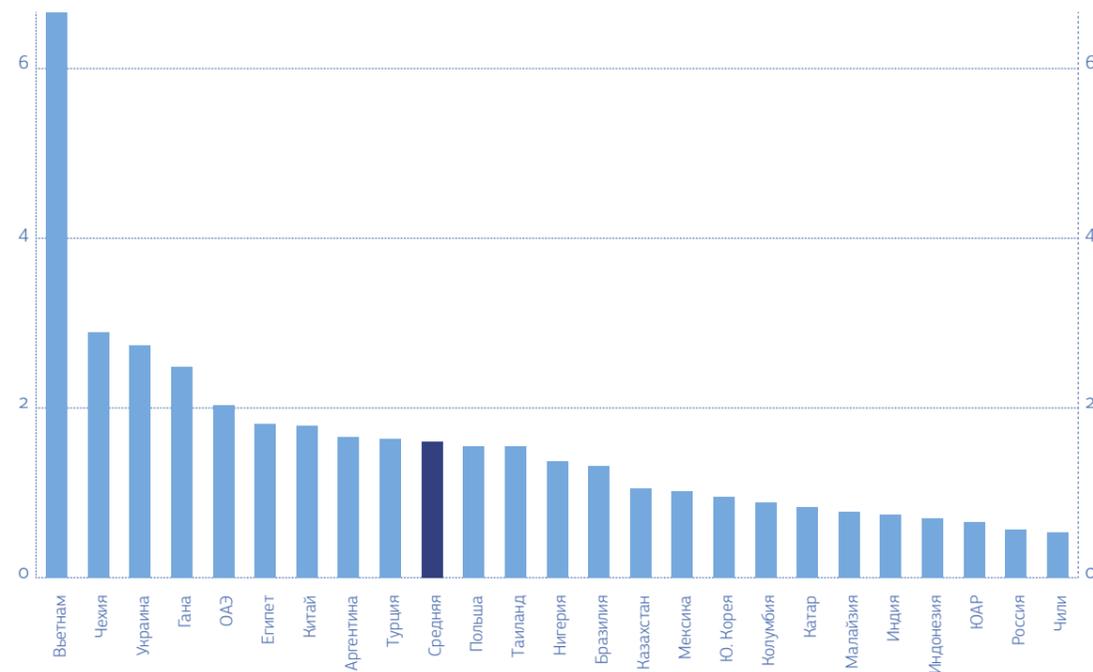
21 Эти стадии описаны в докладе Всемирного экономического форума "Global Competitive Report 2011-12" («Доклад о глобальной конкурентоспособности 2011–2012»). Стр. 8–9.

В 2000 году показатель размера структуры по 25 странам БРР в среднем составлял 2.2, то есть их финансовая структура в значительной степени опиралась на банки. К 2011 году этот коэффициент резко снизился до 1.5. Переход к рынкам наблюдался повсеместно. За без малого десять лет в 21 из 25 стран БРР финансовая структура стала в большей степени ориентирована на рынки. Этот переход к более капиталоориентированной структуре не случайно происходил параллельно с громадным подъемом среднего уровня жизни. С 2000 по 2011 год средние доходы на душу населения в странах БРР возросли почти в три раза — с 5 700 до 15 000 долл. США.

В Чили, России, Южно-Африканской Республике, Индонезии и Индии финансовая структура больше всего ориентирована на рынки, а во Вьетнаме, Чешской Республике,

Украине и Гане она в большей степени опирается на банки. За последнее десятилетие Таиланд и Индонезия сильнее других продвинулись по пути создания рыночной экономики. Китай, где показатель размера финансовой структуры составляет 1.8, является единственной страной БРИК с банковской финансовой структурой.

Рисунок 12. Размер финансовой структуры стран БРР



Источник: WDI, Bloomberg, расчеты автора

IV. Куда двигаться дальше? Рекомендации в отношении политики, направленной на углубление финансовых рынков в странах БРР

Поскольку займы банковского сектора остаются доминирующей (а во многих случаях — единственной) формой кредита для предприятий стран с низкими доходами и доходами ниже средних, на данной стадии экономического развития целью кратко- и среднесрочной политики стран БРР должно быть расширение доступа к банковскому кредиту.

Самым крупным препятствием для увеличения банковского кредита коммерческим предприятиям является асимметрия информации. В странах с быстроразвивающимися рынками кредиторы часто располагают весьма скудной информацией о заемщиках или не располагают ей вовсе. Разработанный Всемирным банком индекс «глубины кредитной информации» (который принимает значения от 0 до 6) оценивает правила в отношении охвата, доступности и качества кредитной информации, которую можно получить через государственный кредитный реестр или частные бюро кредитной информации. Высокое значение индекса указывает на возможность получения большего объема кредитной информации, чтобы облегчить принятие решений о кредитовании. В странах БРР среднее значение индекса существенно повысилось: с 2.8 в 2004 году (первый год, за который имеются соответствующие данные) до 4.7 в 2010 году. Это совпало с увеличением внутреннего банковского кредита (в процентах ВВП) за тот же период с 45% до 69%.

Размер неформального сектора экономики во многих странах БРР является основной причиной недостаточной доступности банковского кредита. Поскольку многие МСП в странах с быстроразвивающимися рынками работают вне формального сектора, большинство из них не предоставляет сколько-нибудь важную или систематическую финансовую информацию о своей деятельности. Многие занижают доход от непрофильной или значительной забалансовой деятельности. Такая непрозрачность разрушает стимулы банков к пре-

доставлению займов (особенно это касается финансовых посредников, функционирующих в формальном секторе). Существует обширная литература, посвященная способам уменьшения масштабов неформального сектора (которые не будут обсуждаться в данной работе), однако уменьшение налогов на предприятия и регулирование рынка труда доказали свою эффективность в сокращении размеров этого сектора.

Что можно сказать о размерах банков? Как указывалось выше, крупные банки склонны игнорировать МСП. Средний коэффициент концентрации (отношение активов трех крупнейших банков к совокупным активам банковского сектора) в 25 странах БРР в настоящее время составляет почти две трети совокупных банковских активов. Для большинства БРР это означает, что на долю периферийных или более мелких учреждений остается совсем небольшой объем банковских активов. Самым типичным примером такого порочного распределения является Китай (где четыре крупнейших банка контролируют три четверти совокупных банковских активов). МСП создают примерно 65% ВВП Китая и 80% рабочих мест в стране, однако, по оценкам правительства, они получают лишь пятую часть банковских займов²³.

Хотя некоторые могут утверждать, что банки, по крайней мере до сих пор, исправно служили Китаю в рамках существующей там модели государственного капитализма, очевидно, что Поднебесная получила бы огромную выгоду от перехода к системе, в большей степени опирающейся на рынки. В стране сохраняется жесткий контроль над счетом операций с капиталом, поэтому владельцы сбережений вынуждены вкладывать триллионы долларов в банковскую систему, где они приносят им отрицательный доход (в реальном выражении). Между тем банки, в ущерб МСП, направляют эти заработанные нелегким трудом сбережения на финансирование неэффективных государственных предприятий и в оцениваемый в 1,5 трлн долл. США рынок недвижимости

²³ Financial Times. "Beijing reforms: China's lending laboratory." Simon Rabinovitch. 22 мая 2012 года.

и долговых обязательств местных органов управления. Возможно, крупнейшей проблемой Китая в предстоящие годы будет скорость, с которой он сможет перейти к более рыночно-ориентированной финансовой системе.

Недавний финансовый кризис вновь продемонстрировал проблемы «масштаба» в банковской деятельности и убедительно доказал преимущество финансовой структуры, в которой нет «слишком больших» банков. Последний финансовый кризис во многом обошел стороной банки стран БРР, но ситуация легко может измениться. В последние годы многие банки стран БРР достигли огромных размеров как в абсолютном выражении, так и относительно размера экономики своих стран. Например, к середине 2012 года совокупные обязательства одних только 12 крупнейших банков БРР составляли 11,3 трлн долл. США, или приблизительно 50% ВВП стран БРР в 2011 году. Совокупные обязательства девяти ведущих банков Китая

составляют 130% его ВВП. Из-за системного риска и цепной реакции огромные банки считаются слишком большими, чтобы позволить им обанкротиться. Однако спасение чрезмерно крупных банков может серьезно ухудшить состояние государственных финансов страны.

Из 25 стран БРР 12 уже достигли стадии развития с доходами выше средних. В 2011 году средний уровень их ВВП на душу населения составлял почти 10 000 долл. США, и многие из них находились или приближались к моменту, когда им придется углубить свои рынки ценных бумаг, если со временем они хотят войти в клуб стран с высокими доходами и избежать ловушки среднего дохода. Определенные институциональные характеристики могут ускорить переход к финансовой системе, в большей мере опирающейся на рынки. Три такие характеристики рассматриваются ниже.

При развитии рынка ценных бумаг ни один вопрос не имеет столь критическо-

го значения, как защита инвесторов. В разработанном Всемирным банком «индексе уровня защиты инвесторов» (измеряемом по шкале от 0 до 10), который используется в исследовании «Ведение бизнеса», выделяется три аспекта защиты инвесторов: прозрачность сделок между связанными лицами (индекс раскрытия информации о сделке), ответственность директоров за проведение операций в своих интересах (индекс ответственности директоров) и способность акционеров подавать в суд на должностных лиц и директоров за неправомерные действия (индекс легкости судебного преследования руководителей компаний акционерами)²⁴. Результаты исследования за 2011 год для 25 стран БРР свидетельствуют об очень высокой корреляции между защитой инвесторов в акционерный капитал и финансовой структурой (то есть чем выше уровень защиты, тем в большей степени система ориентирована на рынки).

Пять самых высоких рейтинговых оценок имеют Малайзия (8.7), Колумбия (8.3), Южно-Африканская Республика (8), Таиланд (7) и Чили (6.3). За исключением Таиланда, во всех этих странах финансовые системы в значительной степени опираются на рынки. Самые низкие оценки по уровню защиты инвесторов получили Вьетнам (2.7), ОАЭ (4.3), Аргентина и Украина (обе по 4.7). Не случайно все эти четыре страны отличает сильное доминирование банков.

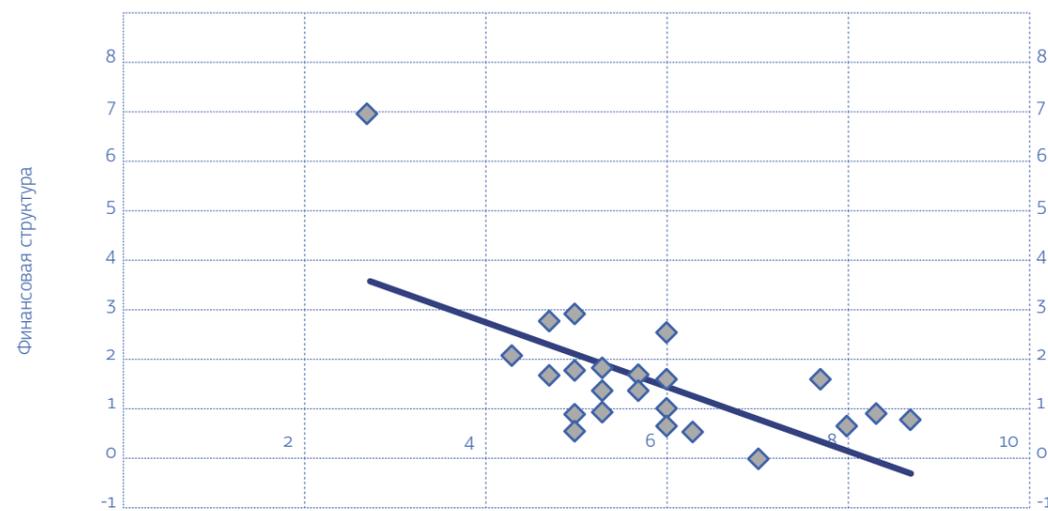
Прозрачность частного сектора совершенно необходима для ведения бизнеса, и добиться ее можно путем использования стандартов, а также методов аудита и бухгалтерского учета, которые обеспечивают своевременный доступ к информации. Степень прозрачности корпораций была и остается важной темой в экономической и финансовой литературе. Было установлено, что

Очевидно, что Поднебесная получила бы огромную выгоду от перехода к системе, в большей степени опирающейся на рынки

ценные бумаги публичных компаний, более открытых в плане раскрытия информации об основных условиях своей хозяйственной деятельности, торгуются с более высокими мультипликаторами цена/прибыль, и капитал для них обходится дешевле, чем для других аналогичных компаний. Индекс уровня стандартов аудита и отчетности²⁵ оценивает стандарты проведения финансового аудита и представления отчетности о финансовых результатах деятельности компаний (1 = крайне низкий, 7 = крайне высокий). Исследование 2011–2012 годов показало наличие сильной отрицательной корреляции между стандартами аудита и отчетности и размером финансовой структуры (то есть чем выше уровень прозрачности, тем в большей степени система ориентирована на рынки). Например, Южно-Африканская Республика и Чили занимают в рейтинге первое и третье места по уровню прозрачности и соответственно третье и первое места по рыночному характеру финансовой структуры среди стран БРР. Напротив, Украина и Вьетнам занимают последнее и третье с конца места по уровню прозрачности и соответственно третье с конца и самое последнее места по степени ориентации на рынки.

Существуют большие различия между странами по концентрации собственности в котируемых компаниях. В объяснениях этих различий есть один общий элемент: насколько эффективно защищены миноритар-

Рисунок 13. Защита инвесторов благоприятно сказывается на развитии рынков ценных бумаг



Активы недостаточно капитализированных банков в процентах к активу банковской системы

Источник: исследование Всемирного банка «Ведение бизнеса»

²⁴ Данные собираются путем исследований, проводимых юристами, специализирующимися на корпоративном праве и операциях с ценными бумагами, и базируются на анализе нормативных актов по ценным бумагам, законодательства о компаниях, гражданско-процессуальных кодексов и судебных норм в отношении доказательств.

²⁵ Исследование крупных управляющих, проведенное Всемирным экономическим форумом.

ные инвесторы. Защита акционеров оказывается решающим фактором, поскольку во многих странах широко распространена практика экспроприации миноритарных акционеров владельцами контрольных пакетов акций. Экспроприация может принимать различные формы. В некоторых случаях управляющие и владельцы контрольных пакетов акций просто крадут прибыль. Масштабная экспроприация в конечном итоге подорвет функционирование рыночной системы, и только улучшение корпоративного управления (посредством совершенствования правовой системы) защитит сторонних инвесторов и восстановит доверие.

Было установлено наличие сильной отрицательной корреляции между показателем защиты интересов миноритарных акционеров²⁶ и размером финансовой структуры для стран БРР. Это значит, что в странах, получивших высокие оценки по степени защиты миноритарных акционеров, таких как Южно-Африканская Республика, Малайзия, Чили и Катар, обычно существуют рыночно-ориентированные финансовые структуры (ОАЭ также имеет высокий рейтинг по этому показателю, но при этом ее структура основана на банках). Напротив, в странах с низкими рейтингами — Украине, Аргентине, Турции и Чешской Республике — финансовая структура опирается на банки. Южная Корея является исключением. Она низко оценивается по степени защиты миноритарных акционеров, но имеет относительно рыночную финансовую структуру²⁷.

Южно-Африканская Республика не случайно превратилась в столь финансово развитую страну. У нее отличная оценка по юридической защите инвесторов и доступности кредитной информации. Государство также занимает первое место среди 25 стран

Самым важным фактором при первоначальном развитии рынка корпоративных облигаций является наличие хорошо развитого рынка суверенного долга

БРР по стандартам аудита и отчетности и защите прав миноритарных акционеров. Сектор финансовых услуг Южно-Африканской Республики, который опирается на надежную нормативно-правовую базу, превосходит и может похвастаться десятками отечественных и иностранных учреждений. Финансовая система ЮАР должна служить образцом для других стран БРР.

Отсюда следует, что правовая система имеет ключевое значение при определении характера финансовой структуры страны. Юридическая защита инвесторов и эффективность правоприменения более важны для функционирования финансовых рынков, чем для банков. Интересно отметить, что это означает, что банковская система будет обладать преимуществами в странах со слабой правовой системой²⁸.

Любопытно, что самым важным фактором при первоначальном развитии рынка корпоративных облигаций является наличие хорошо развитого рынка суверенного долга. Более того, это необходимое предварительное условие его развития (и у этого правила нет исключений). Государственные облигации обеспечивают инвесторам ориентиры цен и доходности, очень полезные при оценке корпоративных долговых обязательств. Если у органов государственного управления есть крупные и ликвидные

рынки суверенных долговых обязательств, они располагают необходимыми средствами для развития или углубления рынков корпоративных облигаций.

Размер и уровень экономического развития страны также крайне важны. Более мелкие страны не обладают масштабом, обычно позволяющим иметь крупные ликвидные рынки государственных и корпоративных облигаций. В странах со средними доходами создание местного рынка облигаций будет зависеть от достижения минимального уровня потенциала. С другой стороны, наименее развитые страны, вероятно, смогут предлагать корпоративные облигации только при условии выгодной конъюнктуры или от случая к случаю. В этих странах лишь самые крупные и солидные компании смогут позволить себе выпуск долговых обязательств²⁹. Отсюда следует, что крупные БРР должны сосредоточить усилия на построении рынков корпоративных облигаций на более поздних этапах процесса финансового развития.

26 Проведенное Всемирным экономическим форумом исследование крупных управляющих на предмет того, в какой степени правовая система защищает интересы миноритарных акционеров.

27 Последние десять лет власти Кореи принимают решительные меры против иностранных инвестиционных фондов, которые, предположительно, уклонялись от уплаты местных налогов.

28 Lin, Sun, Jiang. "Toward a Theory of Optimal Financial Structure". The World Bank. Сентябрь 2009 года. Стр. 6.

29 Из "Redefining the Emerging Market Opportunity: Driving Growth through Financial Services Innovation". Май 2012 года. Стр. 49.

V. Заключение

В настоящей работе показано, что, несмотря на недавний затяжной мировой финансовый кризис, страны БРР за последнее десятилетие существенно продвинулись в своем финансовом развитии. Это очень важно, учитывая сильную взаимосвязь между более высоким уровнем финансового развития страны и ускоренным экономическим ростом. Хотя банки остаются главным источником финансовых ресурсов, быстроразвивающиеся фондовые рынки уже не рассматриваются как узаконенная форма азартных игр; сегодня они являются важными источниками финансирования для предприятий стран с быстроразвивающимися рынками.

В работе представлены веские доводы в пользу того, что развитие рынков капитала имеет критическое значение для страны БРР, намеревающейся со временем достичь статуса страны с высокими доходами. Это не означает, что развитие банковской системы и рынков капитала взаимно исключают друг друга. Четыре великие державы двадцатого века возникли на базе разных финансовых структур. Великобритания и Соединенные Штаты развили сильные рыночные структуры на относительно раннем этапе своего подъема, тогда как возвышение Японии и Германии финансировалось главным образом через банковские системы этих стран. Фондовые рынки и банки играют разные, но взаимодополняющие роли. Процветающий банковский сектор, например, крайне важен для развития фондовых бирж, поскольку банки часто являются хорошим источником капитала для инвестиций в инструменты участия в акционерном капитале.

Вместе с тем более половины стран с быстроразвивающимися рынками достигли уровня экономического развития, который требует дальнейшего углубления их рынков капитала. Если этого не произойдет, в мире появится еще одно «поколение» стран с быстроразвивающимися рынками, которые попадутся в ловушку среднего дохода.

Более половины стран с быстроразвивающимися рынками достигли уровня экономического развития, который требует дальнейшего углубления их рынков капитала.

И последний, но не менее важный момент: финансовая система, в большей степени опирающаяся на рынки, потенциально способна принести огромные дивиденды. По мере повышения роли рынков капитала в распределении капитальных ресурсов и финансировании роста все больше усиливается давление, вынуждающее страны принимать и проводить политику, способствующую развитию рынков. Растущий класс (институциональных или розничных) держателей акций и «линчевателей облигаций» будут незамедлительно наказывать страны за любые политические решения, неблагоприятные для свободных рынков. Напротив, системы с доминированием банков не столь подвержены такой рыночной дисциплине. В долгосрочной перспективе это может оказаться лучшим способом избежать какой-либо ловушки среднего дохода.

ОБЗОРЫ IEMS

- Номер 09-01 «Мировой финансовый кризис: его влияние и ответные действия в России и Китае» (февраль 2009).
- Номер 09-02 «Управление в условиях экономического спада. Возможности и стратегическое реагирование в России и Китае» (март 2009).
- Номер 09-03 «Глобальная экспансия транснациональных корпораций России и Китая: адаптация в условиях кризиса» (май 2009).
- Номер 09-04 «Российские и китайские транснациональные компании: операционные трудности и вызовы кризиса» (июнь 2009).
- Номер 09-05 «Деятельность транснациональных компаний на развивающихся рынках: посткризисная коррекция притока прямых иностранных инвестиций (FDI) в Китай и Россию» (август 2009).
- Номер 09-06 «Демография – это судьба? Как демографические изменения повлияют на экономическое будущее БРИК» (сентябрь 2009).
- Номер 09-07 «Структура управления публичных компаний: в России и Китае» (декабрь 2009).
- Номер 10-01 «Размер имеет значение: насколько велик масштаб БРИК?» (январь 2010).
- Номер 10-02 «К вопросу о «разъединении»: действительно ли страны БРИК могут пойти своим собственным путем?» (февраль 2010).
- Номер 10-03 «Новая география» международной торговли «Как страны с формирующимся рынком быстро меняют мировую торговлю» (март 2010).
- Номер 10-04 «Частая смена кадров на высших руководящих позициях в России и Китае с точки зрения корпоративного управления и стратегического менеджмента» (апрель 2010).
- Номер 10-05 «Суверенные фонды благосостояния и новая эра богатства БРИК» (июль 2010).
- Номер 10-06 «Корпоративные гиганты и экономический рост: случай Китая и России» (август 2010).
- Номер 10-07 «Исчезает ли дешевое обрабатывающее производство в Китае? — Кто станет следующей мировой фабрикой?» (ноябрь 2010).
- Номер 11-01 «Новая нефтяная парадигма: может ли развивающийся мир жить при цене на нефть выше 100 долларов?» (январь 2011).
- Номер 11-02 «За рамками бизнеса, в рамках государства: как лидеры корпоративной социальной ответственности Китая и России занимаются благотворительностью» (февраль 2011).
- Номер 11-03 «Все дороги ведут в Рим: высокорезультативные фирмы в Китае и России» (июнь 2011).
- Номер 11-04 «Развитие и результаты функционирования фондовых рынков в странах с быстроразвивающимися рынками» (июль 2011).
- Номер 11-05 «Политическое измерение добрых дел: управление отношениями с государством посредством КСО в России и Китае» (август 2011).
- Номер 11-06 «Цены на продовольствие: движущие факторы и воздействие на благосостояние в странах с быстроразвивающимися рынками» (сентябрь 2011).
- Номер 11-07 «Стремительный рост влияния финансовых рынков быстроразвивающихся стран» (сентябрь 2011).
- Номер 11-08 «Мировой финансовый кризис и результативность банков стран с быстроразвивающимися рынками: исследование эффективности банков» (сентябрь 2011).
- Номер 11-09 «Рост затрат на ведение бизнеса в странах с быстроразвивающимися рынками: оценка вероятного воздействия на предпринимателей в тяжелые экономические времена» (октябрь 2011).
- Номер 11-10 «Мучитель, жертва или кто-то еще: объяснение публичных кризисов с транснациональными корпорациями в Китае и России» (ноябрь 2011).
- Номер 11-11 «Становление африканских львов» (декабрь 2011).

- Номер 12-01 «Индекс «мягкой силы» IEMS для стран с быстроразвивающимися рынками» (февраль 2012).
- Номер 12-02 «Рискованность банков стран БРИК в рискованном мире» (май 2012).
- Номер 12-03 «Скрывать или бороться: представление недостоверной информации о прибыли в странах с быстроразвивающимися рынками — Китае и России» (июнь 2012).
- Номер 12-04 «Дивный новый мир. Индекс быстроразвивающихся рынков 2011-2012 гг.» (август 2012).
- Номер 12-05 «Навстречу Евразийскому Союзу: Возможности и Угрозы в Регионе СНГ» (октябрь 2012).
- Номер 12-06 «Сырьевые товары и быстрорастущие рынки: неразрывная связь?» (ноябрь 2012).
- Номер 12-07 «Потоки капитала и быстрорастущие рынки: 1995–2010 годы» (декабрь 2012).
- Номер 13-01 «Потоки Прямых Иностранных Инвестиций в регионе Ближнего Востока и Северной Африки: особенности и влияние» (январь 2013).
- Номер 13-02 «Прибыльный рост: как избежать «фетиша роста» в странах с быстроразвивающимися рынками» (февраль 2013).
- Номер 13-03 «Что представляет собой ваша компания? Как выбрать местоположение, чтобы конкурировать на быстроразвивающихся рынках» (февраль 2013).
- Номер 13-04 «Надвигающееся цунами или морской отлив? Трансграничное кредитование в странах Европы с быстроразвивающимися рынками» (март 2013).
- Номер 13-05 «Институциональный регресс в странах с переходной экономикой: принцип "следуй за лидером"» (август, 2013).
- Номер 13-06 «Победители и проигравшие: производство в странах с быстроразвивающимися рынками» (август, 2013).
- Номер 13-07 «Банки и рынки капитала: какая финансовая структура оптимальна для быстроразвивающихся рынков» (октябрь, 2013).

ТЕМАТИЧЕСКИЕ ДОКЛАДЫ IEMS

- Номер 10-01 «Крупнейшие автомобильные рынки мира в 2030 году: Страны с формирующимся рынком преобразуют мировую автомобильную промышленность» (май 2010).
- Номер 10-02 «Приз за производительность. Учет факторов экономического роста стран БРИК в последние годы: чудо или мираж?» (июнь 2010).
- Номер 10-03 «Великий уравниватель. Рост глобального среднего класса в странах с формирующимся рынком» (сентябрь 2010).
- Номер 10-04 «Независимость центральных банков и глобальный финансовый обвал: Взгляд из стран с формирующимся рынком» (ноябрь 2010).
- Номер 11-01 «Дивный новый мир. Классификация стран с быстроразвивающимися рынками — новая методология, Индекс быстроразвивающихся рынков СКОЛКОВО» (февраль 2011).
- Номер 11-02 «Новая география потоков капитала» (март 2011).
- Номер 11-03 «Все новое — это хорошо забытое старое. Меры контроля за операциями с капиталом и макроэкономические детерминанты предпринимательской деятельности в странах с быстроразвивающимися рынками» (апрель 2011).

Данная публикация содержит обобщенную информацию и предназначена только для ознакомления. Информация, предоставленная в данной публикации, не может рассматриваться в качестве профессиональных рекомендаций. Ни IEMS, ни Московская школа управления СКОЛКОВО не несут ответственности за прямые или косвенные убытки, которые получатель данного исследования может понести, руководствуясь в своих действиях материалами из настоящей публикации. По любым конкретным вопросам следует обращаться к соответствующему консультанту.

Взгляды и суждения третьих сторон, приведенные в настоящей публикации, не всегда отражают точку зрения Московской школы управления СКОЛКОВО.





Московская школа управления СКОЛКОВО — совместный проект представителей российского и международного бизнеса, объединивших усилия для создания с нуля бизнес-школы нового поколения. Делая упор на практические знания, Московская школа управления призвана воспитывать лидеров, рассчитывающих применять свои профессиональные знания в условиях быстрорастущих рынков. СКОЛКОВО отличают: лидерство и предпринимательство, фокус на быстроразвивающиеся рынки, инновационный подход к методам обучения. Проект Московской школы управления СКОЛКОВО реализуется по принципу частно-государственного партнерства в рамках приоритетного национального проекта «Образование». Проект финансируется исключительно на средства частных инвесторов и не использует средства государственного бюджета. Председателем Международного Попечительского совета СКОЛКОВО является Премьер-министр Российской Федерации Дмитрий Анатольевич Медведев.

С 2006 года СКОЛКОВО проводит краткосрочные образовательные программы Executive Education для руководителей высшего и среднего звена — программы в открытом формате, а также специализированные, разработанные по запросу компаний интегрированные модули. В январе 2009 года началась первая программа Executive MBA, в сентябре 2009 года — первая международная программа FuHH-time MBA.

Московская школа управления СКОЛКОВО
143025, Россия, Московская область
Одинцовский район
дер. Сколково, ул. Новая, 100
тел.: +7 495 580 30 03
факс: +7 495 994 46 68
E-mail: info@skolkovo.ru
Website: www.skolkovo.ru

Институт исследований развивающихся рынков бизнес-школы СКОЛКОВО (IEMS) — международный исследовательский центр, основное направление научной деятельности которого — анализ вопросов управления и экономики в развивающихся странах. Наша миссия — проведение исследовательской работы, которая обладает практическим эффектом и направлена на анализ ключевых проблем роста стран с развивающейся экономикой.

Научные сотрудники Института, во взаимодействии с международной сетью высших учебных заведений, проводят комплексные, практические и сравнительные исследования. Результаты научной работы распространяются среди политических деятелей, предпринимателей, представителей деловых кругов и научного сообщества по всему миру. Ключевые направления и виды нашей исследовательской деятельности:

- Оценка экономических, социальных и корпоративного управления
- Прикладные и проектные исследования
- Всесторонние и междисциплинарные исследования
- Сравнительный анализ стран с формирующейся рыночной экономикой
- Научные исследования, обладающие практической ценностью и обширной областью применения

В настоящее время у нас открыт офис в Москве, в будущем, мы планируем открыть региональные отделения во всех крупных развивающихся странах, включая Индию, Ближний Восток, Южную Африку и Бразилию.

Институт исследований развивающихся рынков (IEMS)
143025, Россия, Московская область
Одинцовский район, дер. Сколково, ул. Новая, 100
тел. +7 495 580 30 03, факс +7 495 994 46 68

E-mail: iems@skolkovo.ru
Website: www.iems.skolkovo.ru