

ГЛАВА 5. ВЫБОР ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫХ ОРИЕНТИРОВ В УСЛОВИЯХ СУЩЕСТВОВАНИЯ РАЗНЫХ МОДЕЛЕЙ РЫНОЧНОЙ ЭКОНОМИКИ

5.1. Организация посреднического сектора – индикатор институциональной структуры экономики

В современных исследованиях механизмов ускоренного экономического развития большое внимание уделяется сопоставлению возможностей разных моделей рыночной экономики. Известно, что институциональную структуру современной российской экономики стремились выкроить по американским меркам. Однако в итоге получился довольно эклектичный набор заимствований из разных моделей. Какая модель рыночной экономики нужна России? Этот вопрос до сих пор далек от решения. Искать ответ на него можно по-разному¹. Один из подходов – анализ рациональной конфигурации посреднического сектора в экономике.

Особое внимание, уделяемое посредничеству на рынках кредитных ресурсов и прав контроля или финансовым посредникам (фондовые биржи, инвестиционные фонды, коммерческие и инвестиционные банки) во многом объясняется тем, что качество финансовых услуг имеет критическое значение для формирования новых фирм, индустриальной экспансии и экономического роста. В общем виде роль финансовой системы состоит в обслуживании превращения сбережений в инвестиции. Тем самым она вносит вклад в накопление капитала и распространение новых технологий. Свою роль финансовая система выполняет, оказывая следующие группы услуг: а) мобилизация сбережений; б) управление рисками; в) распределение инвестиций; и г) контроль за действиями менеджеров.

Именно организация финансового посредничества во многом определяет принципиальные черты отдельных моделей рыночной экономики. Организация посреднического сектора фактически предстает индикатором институциональной структуры экономики. Речь идет о банковско-ориентированном (Япония, Германия) и рыночно-ориентированном (США) типах финансовых систем и о соответствующих моделях рыночной экономики. Эти модели существуют не в рафинированном виде. Тем не менее, можно говорить, что в рыночно-ориентированной модели финансовые посредники тяготеют к обслуживанию портфельных инвестиций и рынка слияний и поглощений. В банковско-ориентированной модели ведущую роль среди финансовых посредников играют коммерческие банки, которые, однако, не ограничиваются только посредническими функциями. Здесь банки принимают активное участие в выработке и реализации долгосрочных приоритетов инвестиционной политики, приоритетов кредитования производства.

¹ Некоторые подходы к проблеме, были представлены, в частности, в докладах В.А. Волконского «Глобализация и проблемы единства человечества», В.М.Полтеровича и В.В.Попова «Неселективные инструменты стимулирования экономического роста».

Можно говорить о тесной связи между типом модели рыночной экономики и характером действующих в ней бизнес-групп. Корпоративная интеграция в форме финансово-промышленных групп, охватывающих промышленные компании и коммерческие банки, – своего рода визитная карточка банковско–ориентированной модели.

Проблема рационального распределения посреднических ролей между фондовым рынком и банковской системой – одна из центральных при выработке стратегии развития российской экономики, выборе адекватной отечественным условиям модели рыночной экономики. Выбор структуры посреднического сектора фактически определяет и принципы организации инвестиционных процессов. Сложность такого выбора обусловлена не только характером и инерцией предшествующего развития, достигнутым уровнем эффективности рыночных институтов, но и необходимостью приспособления к неравномерности экономического развития, к его волновым закономерностям.

5.2. Сближение посреднических систем и негативные эффекты их унификации

Современные исследования факторов экономического роста показывают, что в высокоразвитой рыночной экономике большое значение имеет взаимодействие всех институтов финансового посредничества². Коммерческие банки и высокоорганизованный рынок акций предстают как взаимодополняющие структуры. Экономический рост соотносится не с отдельными составляющими финансовой системы, а с общим уровнем ее развития, с качеством предоставляемых финансовых услуг. Вместе с тем, взаимовлияние этих составляющих, усиливающееся по мере их развития, способно давать неоднозначные результаты.

С одной стороны, ликвидный фондовый рынок обеспечивает возможность оценки и продажи бизнеса, т.е. фиксацию экономических достижений³. Это усиливает инвестиционные мотивации, масштабы использования привлеченных средств, включая банковские кредиты. Таким образом, развитая банковская система поддерживает инвестиционные стимулы фондового рынка. С другой стороны, предоставляя ссуды, банки склонны к низкому риску, что может тормозить инновации и экономический рост⁴.

Формирование ликвидного фондового рынка благоприятствует использованию акций в

² Demirgüç-Kunt, Asli and Levine, Ross. Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Cross-Country Comparisons. World Bank Group, Policy Research Working Paper 2143 (July 1999); Beck, Thorsten; Demirgüç-Kunt, Asli; Levine, Ross and Maksimovic Vojislav. Financial Structure and Economic Development: Firm, Industry, and Country Evidence. World Bank Group, Policy Research Working Paper 2423 (June 2000).

³ Beck, Thorsten; and Levine, Ross. New Firm Formation and Industry Growth: Does Having a Market- or Bank-Based System Matter? - World Bank Policy Research Working Paper, 2000.

⁴ Morck, Randall and Nakamura, Masao. Banks and Corporate Control in Japan // Journal of Finance. – 1999. - V. 54. - P. 319-40;. Weinstein, David E. and Yafeh, Yishay. On the Costs of a Bank-Centered Financial System: Evidence from the Changing Main Bank Relations in Japan // Journal of Finance. – 1998. - V. 53(2). - P. 635-672.

качестве залога по банковским кредитам и таким образом повышает дееспособность банковской системы.

С другой стороны, высокоразвитые рынки ценных бумаг характеризуются быстрым приспособлением цен к новой информации, что ограничивает возможности извлечения прибыли из этой информации. Тем самым ослабляются стимулы к выявлению перспективных инновационных проектов⁵, к мобилизации собственных и привлеченных средств для реализации этих проектов. Кроме того, при повышении ликвидности фондового рынка у акционеров могут ослабляться мотивации к решению дорогостоящих задач по контролю менеджеров⁶. На ликвидных рынках инвесторы могут легко продавать свои акции и у них меньше стимулов строго контролировать менеджеров. Соответствующий рост кредитного риска способен оказывать угнетающее воздействие на кредитный рынок.

Исследования факторов экономического роста подводят к выводу о том, что при высоком уровне развития происходит сближение моделей рыночной экономики. Принципиальный вопрос – означает ли это сближение унификацию, конвергенцию моделей экономического развития? Другими словами, носит ли своеобразие моделей рыночной экономики временный, преходящий характер или оно обеспечивает разным странам свои сравнительные преимущества? В последнем случае в исторической перспективе может продолжаться конкуренция моделей рыночной экономики, не исключая некоторых заимствований.

Обращает на себя внимание то, что кризисные явления затронули ряд ведущих индустриальных стран (включая Японию и США) с разными моделями экономики после определенных институциональных заимствований ими друг у друга в организации посреднического сектора⁷. В Японии начиная с середины 1970-х годов наблюдалось ослабление государственного и банковского дирижирования инвестиционными процессами. Без общенациональных стратегических ориентиров для этих процессов произошел рост вложений в спекулятивные активы. К началу 1990-х экономика попала в ловушку финансового пузыря. Опыт и ряда других стран подтверждает, что разогрев экономики с помощью биржевых механизмов чреват ловушками роста в виде финансовых пузырей⁸.

⁵ См. Stiglitz, Joseph E. Credit Markets and the Control of Capital // Journal of Money, Credit and Banking. - May 1985. - V. 17(2). - P. 133-52; Boot, Arnoud W.A., Greenbaum, Stuart J., Thakor, Anjan V. Reputation and Discretion in Financial Contracting // American Economic Review. – 1993. - V. 83. - P. 1165-83.

⁶ Shleifer, Andrei and Vishy, Robert W. Large Shareholders and Corporate Control // Journal of Political Economy. - June 1986. - V. 96(3); Bhidé, Amar. The Hidden Costs of Stock Market Liquidity // Journal of Financial Economics. - August 1993. - V. 34(2).

⁷ Дементьев В. Теория национальной экономики и мезоэкономическая теория // Российский экономический журнал, 2002, №4.

⁸ См., например, Дементьев В.Е. Некоторые уроки азиатского финансового кризиса для формирования национальной модели экономики России / Теория и практика институциональных преобразований в российской экономике. – М.: ЦЭМИ РАН, 2002.

В США 1990-е годы – период усиления банковского влияния на инвестиционные процессы, ревизии Закона Гласса-Стигала, когда в 1996 году предел выручки, которую можно получать от операций с ценными бумагами, был увеличен для коммерческих банков с 10 до 25%. За этим последовал бурный рост американских фондовых рынков и к концу 1990-х годов возник финансовый пузырь.

Именно реальные последствия институциональных заимствований оправдывают настороженное отношение к гипотезе о конвергенции моделей рыночной экономики. Таким образом, в условиях высокоразвитой рыночной экономики перспективы унификации посреднического сектора далеко не очевидны. Даже при тенденции к сближению этих секторов в лидирующих в мировой экономике странах правомерен вопрос о сравнительных преимуществах отдельных моделей рыночной экономики. Тем более правомерно сопоставление различных конфигураций посреднического сектора, когда рыночные институты еще проходят этап становления.

5.3. Конкретно-исторические факторы, определяющие конфигурацию посреднического сектора

Сравнительные преимущества моделей рыночной экономики, соответствующих конфигураций посреднического сектора носят не безусловный характер, являются потенциальными преимуществами. Реализация этих преимуществ зависит от государственной структурной политики, от того, сколь велики собственные инвестиционные ресурсы компаний, от остроты инновационной конкуренции, от исторических традиций страны, в частности, традиций в правовой сфере, от характера технологического развития (догоняющее или лидирующее).

Такая зависимость подтверждается реальным развитием экономик США и Японии. Банковское посредничество в сочетании с активной промышленной политикой государства сыграло свою роль в том, что до 1980-х годов японская экономика демонстрировала преимущество в темпах технологического обновления⁹. В конце минувшего века уже США предстали лидерами формирования «новой экономики»¹⁰.

Конкретно-исторические условия деловых сделок определяют уровень сопряженных с этими сделками транзакционных издержек. Посреднический сектор – производитель и продавец услуг по снижению транзакционных издержек¹¹. Вместе с тем, посредническая деятельность

⁹ См., Глазьев С.Ю. Теория долгосрочного технико-экономического развития. - М., ВлаДар, 1993.

¹⁰ Сергиенко Я.В. Институциональные основы взаимодействия финансового и реального секторов в России. Автореф. дисс. докт. эк. наук. – М., 2003.

¹¹ Казбакова Э.Л. Природа посредничества // Теория и практика институциональных преобразований в российской экономике. Сб. статей под ред. Б.А.Ерзнкяна, вып. 1. - М.: ЦЭМИ РАН, 2002. Казбакова Э.Л. Институт посредничества как феномен: транзакционный подход // Вестник Университета. Серия Институциональная экономика, 2001, №1(2).

может содействовать как снижению, так и росту трансакционных издержек вплоть до блокировки сделок¹². Как известно, в институциональной теории ориентиром рациональной организации производства служит минимизация суммы трансакционных издержек и производственных издержек неоклассического типа¹³. Такой подход приемлем и при сравнительном анализе различных конфигураций посреднического сектора. Речь может идти, в частности, о выявлении рациональной конфигурации этого сектора через сопоставление издержек (трансакционных и трансформационных) на единицу ВВП для стран, оказавшихся в относительно близких условиях.

Современные теоретические представления о становлении финансовых систем исходят из того, что в относительно неразвитых экономиках банки представляют по существу все организованные финансовые рынки. В частности, рынки акций и облигаций не играют большой роли¹⁴. Почти все экономики, включая США, имеют некоторый период в своей истории, когда важную роль играли более тесные связи между деловыми партнерами, чем характерные для рыночно-ориентированной модели отношения¹⁵.

Угнетающее воздействие на деятельность биржевых посредников оказывают характерные для развивающихся экономик слабости в юридической защите прав собственности и договорных обязательств, в информационном обеспечении инвесторов. Банки же даже в странах со слабыми юридическими и учетными системами способны принуждать клиентов к раскрытию информации и возврату кредитов, поддерживая тем самым финансирование промышленного развития¹⁶.

5.4 Банковское посредничество, характер бюджетных ограничений и качество инвестиций

При развитом банковском посредничестве фирмам, имеющим тесные связи с такими посредниками, легче компенсировать ограниченность собственных средств с помощью банковских кредитов. Ослабляется зависимость между инвестиционными расходами фирм и их денежными потоками. Когда банковское посредничество доходит до формирования финансово-промышленных групп, значительные масштабы приобретает внутригрупповое маневрирование инвестиционными ресурсами.

¹² См. там же.

¹³ Уильямсон О.И. Экономические институты капитализма: Фирмы, рынки, "отношенческая" контрактация (1985). - СПб.: Лениздат, 1996, с. 117.

¹⁴ См., например, Bencivenga, V. and B.D. Smith. Financial Intermediation and Endogenous Growth // Review of Economic Studies, April 1991, v. 58 (2).

¹⁵ См., например, Charles Calomiris and Carlos Rammirez. The Role of Financial Relationships in the History of American Corporate Finance // Journal of Applied Corporate Finance. - Summer 1996. - V. 9. - № 2. - P. 52-74.

¹⁶ Rajan, R. and L. Zingales. Which Capitalism? Lessons from the East Asian Crisis (<http://www.ssrn.com>).

Соответствующие отличия в инвестиционном поведении фирм, имевших близкие отношения с банками и без таких отношений, выявлены для японской японской экономики¹⁷. Инвестиции японских фирм, дистанцированных от банков, более чувствительны к потоку наличности. Подобная ситуация наблюдается и в российских ФПГ как до, так и после финансового кризиса 1998г.¹⁸. Ослабление связи между потоком наличности фирмы и ее инвестиционными расходами трактуется как мягкость бюджетных ограничений фирмы и нередко рассматривается в качестве принципиального свойства промышленных компаний-участников финансово-промышленных групп.

Однако, это уменьшение влияния уровня доходов на инвестиционную активность характерно для отдельных компаний ФПГ, но не для группы в целом. Анализ японских бизнес-групп выявил положительную зависимость их инвестиций от группового потока наличности¹⁹.

Вместе с тем, все чаще поднимается вопрос о том, как банковское посредничество и интеграция в ФПГ сказываются на качестве инвестиций. Фактически речь идет о сопоставлении регулирования инвестиционных потоков банками и фондовым рынком. Претензии к банковскому посредничеству в значительной мере связаны именно со смягчением бюджетных ограничений группирующихся вокруг банков фирм. Действительно, оно может иметь неоднозначные последствия.

С одной стороны, перераспределение ресурсов в рамках ФПГ способно внести позитивный вклад в реализацию интересов группы²⁰. При этом внутригрупповые кредиты оказываются дешевле внегрупповых уже потому, что цена последних учитывает информационную асимметрию между внешними кредиторами и заемщиками и более высокие агентские издержки²¹. Внутригрупповое кредитование снижает издержки, связанные с несовершенствами рынка капитала.

С другой стороны, наличие мягких бюджетных ограничений ослабляет мотивации отдельных фирм к росту рентабельности производства, повышает цену ошибок в определении стратегических задач группы, снижает влияние текущей рыночной конъюнктуры на инвестиционные решения.

¹⁷ Takeo Hoshi, Anil Kashyap, and David Scharfstein. Corporate Structure, Liquidity, and Investment: Evidence from Japanese Panel Data // Quarterly Journal of Economics. – 1991. - V. 27. - P. 33-60.

¹⁸ Perotti, Enrico C., and Stanislav Gelfer. Red barons or robber barons? Governance and financing in Russian financial-industrial groups // European Economic Review, 2001, v. 45, p. 1601-17; Volchkova Natalya. Does Financial-Industrial Group Membership Affect Fixed Investment: Evidence From Russia. New Economic School, #WP/2001/028; Черкашин И.В. Влияние финансового кризиса 1998 года на тенденции финансово-промышленной интеграции. Дипломная работа. – М.:ГУГН, 2003.

¹⁹ Walker M.D. Industrial Groups and Investment Efficiency, 2002 (www.ssrn.com).

²⁰ См., например, Stein, Jeremy C. Internal capital markets and the competition for corporate resources // Journal of Finance, 1997, v. 52, p. 111-133.

²¹ Jensen, Michael C., 1986, Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers // American Economic Review, 1986, v. 76, p. 323-329.

На основе изучения инвестиционной политики японских фирм в период 1993-1998 гг. утверждается, что группирующиеся фирмы по сравнению с независимыми проявляют более высокую инвестиционную активность в отраслях промышленности с низкими значениями q Тобина В отраслях с высокими значениями q ситуация противоположная²². Таким образом, фирмы ФПГ в рассматриваемый период в меньшей степени руководствовались q критерием принятия инвестиционных решений, чем независимые компании.

Коэффициент q - отношение оценки финансовым рынком воспроизводимых реальных капитальных активов к стоимости замещения этих активов. Считается, что поскольку q содержит оценку активов фирмы фондовым рынком, все предположения владельцев компании о будущем фирмы сосредоточены в этой переменной²³.

Оправданность применения такого ориентира для инвестиций, способность среднеотраслевых q характеризовать перспективы роста отрасли не является бесспорной²⁴. В условиях вызревания финансового пузыря коэффициенты q оказываются под влиянием ажиотажного спроса на акции, а отраслевая дифференциация коэффициентов в значительной мере сигнализирует о степени рискованности соответствующих инвестиций. Вместе с тем нет гарантий, что при отходе от ориентации на q возможности внутригруппового маневрирования ресурсами будут использованы для концентрации их в проектах с действительно наилучшими инвестиционными перспективами.

Как отмечалось, сомнения в эффективности банковского посредничества подпитываются тем, что такое посредничество сопряжено с мягкими бюджетными ограничениями. При этом сам характер бюджетных ограничений оценивается, исходя из чувствительности фактических инвестиций к потоку наличности и отвлекаясь от различий между желательным и фактическим уровнями инвестиции. Такой принцип оценки подвержен критике²⁵.

Снижение чувствительности фактических инвестиций к потоку наличности может быть проявлением не мягкости, но жесткости бюджетных ограничений. Во-первых, препятствием для инвестиционного использования этого потока способна стать обремененность фирмы платежами по долговыми обязательствами. Во-вторых, отказ от инвестиционной активности может быть продиктован несоответствием между доступным объемом ресурсов и необходимым для достижения эффективных масштабов производства. Слабая связь между фактическим уровнем инвестиций и потоком наличности в представленных ситуациях является следствием именно жесткости бюджетных ограничений.

²² Walker M.D.

²³ См. Хэй Д., Моррис Д. Теория организации промышленности. СПб., 1999, т. 2, с. 249.

²⁴ Chevalier, Judith A. What do we know about cross-subsidization? Evidence from the investment policies of merging firms, Working paper, University of Chicago, 2000.

²⁵ Kaplan, Stephen N. and Luigi Zingales, Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints? // Quarterly Journal of Economics, 1997, v. 112, №1, p. 169-216.

В качестве более корректного подхода предлагается оценивать характер этих ограничений по тому, как поток наличности влияет на соотношение между предпочтительным для фирмы и фактическим уровнями ее инвестиций²⁶. Если увеличение потока наличности помогает их сближению, бюджетное ограничение является жестким.

Вовлечение инвестиционных потребностей в анализ финансового посредничества естественным образом подводит к учету длинноволновой динамики этих потребностей.

5.5. Посреднический сектор и длинноволновая динамика

Осмыслению сравнительных преимуществ моделей рыночной экономики способно помочь обращение к роли посреднического сектора в приспособлении экономики к длинным волнам (большим циклам конъюнктуры Н.Д. Кондратьева), в ходе которых происходит радикальное обновление продукции и технологии.

На этапе подъема длинной волны, в условиях роста рыночной ниши новых продуктов и технологий, фактически имеет место гонка на опережение в заполнении открывающейся рыночной ниши. Банковское посредничество позволяет форсировать становление новых отраслей, рост их выпуска за счет банковских кредитов. Чем меньше собственных ресурсов у компаний, ослабленных, например, войной или радикальными реформами, тем большее значение имеет такая кредитная подпитка роста.

С другой стороны, при наличии мощных диверсифицированных компаний, развитый фондовый рынок облегчает сброс неперспективных активов и концентрацию ресурсов на новых направлениях деятельности.

Когда рост рыночной ниши завершается (в условиях приближения к пику длинной волны) банковское посредничество обладает, в принципе, определенными преимуществами в упреждающем торможении инвестиций в мощности текущей волны. Отказ банками кредитовать проекты создания дополнительных мощностей способен сдержать переинвестирование соответствующих отраслей. Кредитный механизм играет принципиальную роль в перераспределении ресурсов в зарождающиеся отрасли новой волны²⁷.

Однако, ошибки банков в прогнозных оценках отраслевой динамики чреватые усилением инвестиционной инерции ввиду возможности продолжения массированных инвестиций за счет банковских кредитов. Вместе с тем, партнерство между банковским и реальным секторами экономики может выступать и фактором ослабления инвестиционной инерции, усиливая

²⁶ Huang, Zhangkai. Financial Constraints and Investment-Cash Flow Sensitivity, 2002 (www.ssrn.com).

²⁷ См. Шумпетер Й. Теория экономического развития. - М.: Прогресс, 1982; Маевский В. Введение в эволюционную макроэкономику. - М.: Изд-во «Япония сегодня», 1997.

долгосрочные мотивации их деятельности и внимание к долгосрочным закономерностям технико-экономического развития.

Для биржевых посредников, обслуживающих чаще всего портфельных инвесторов, характерна оперативная переориентация инвестиционных потоков. Хотя и при таком посредничестве наблюдаются негативные инерционные тенденции уже в сфере инвестиций в финансовые активы, что проявляется в формировании финансовых пузырей на фондовом рынке. Сопряженные с этими пузырями потери можно рассматривать как цену, которую приходится платить за оперативное торможение реальных инвестиций в производственные мощности текущей волны с помощью фондового рынка.

По мере насыщения инвестициями производств текущей волны проблема использования имеющегося инвестиционного потенциала приобретает все более острый характер. Без широкого и целенаправленного вовлечения его в финансирование НИОКР и производств очередной длинной волны многое зависит от степени либерализации рынков капитала. Такая либерализация благоприятствует тому, что инвестиционный потенциал не только расходуется на спекулятивные активы, тратится на разогрев фондового рынка и рынка недвижимости, но и широкие масштабы приобретает вывоз капитала из страны.

Правомерна постановка вопроса о рациональной эволюции посреднического сектора в рамках длинной волны: усиление банковской ориентации в стадии быстрого роста, усиление рыночной ориентации в стадии зрелости. Когда отсутствует потребность в массированном перераспределении ресурсов между отраслями (в стадии их зрелости), рыночная ориентация посреднического сектора усиливает мотивации в сфере улучшающих нововведений и дифференциации продукции.

При радикальном обновлении технологической базы, при переключении на новую длинную волну существенное значение имеет то, идет ли речь о лидирующем или догоняющем технологическом развитии. Рыночная ориентация финансовой системы в условиях технологического лидерства означает, что ведущая роль в выявлении и поддержке новых перспективных направлений развития принадлежит фондовому рынку. В условиях догоняющего развития такая роль фондового рынка является менее актуальной.