

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

Е.В. Дорохов

канд. экон. наук, преподаватель кафедры статистики Московского государственного университета им. М.В. Ломоносова

РОЛЬ ГОСУДАРСТВА И СТРУКТУРЫ СОБСТВЕННОСТИ В ФОРМИРОВАНИИ НАЦИОНАЛЬНЫХ РЫНКОВ ЦЕННЫХ БУМАГ

Функционирование рынка ценных бумаг основано на децентрализованном принятии решений эмитентами (о привлечении финансирования) и инвесторами (о размещении временно свободных средств). При этом фондовый рынок получает более широкие возможности для развития в том случае, когда экономическая система в стране является рыночной, когда политические, экономические и другие решения относительно децентрализованы, когда степень огосударствления общества или влияния немногих крупнейших собственников или корпораций невелика, когда максимально возможное количество различных категорий лиц имеет право действовать на рынке и, наконец, когда большое количество ресурсов имеет товарную форму.

В противных условиях, когда управление и распоряжение ресурсами в обществе в значительной степени централизованы и находятся в руках крупных собственников (в том числе государства), когда для рыночного, основанного на частной инициативе перераспределения материальных и денежных ресурсов не находится места, когда отсутствуют потребности в ценных бумагах как в инструменте, обслуживающем перераспределение денежных ресурсов и прав собственности, фондовый рынок оказывается практически не развитым, а его объем — минимальным.

Характерным примером может выступать административная экономика, которая базируется на концентрации власти, собственности и денежных ресурсов в руках государства или узкой группы людей, ограничивает экономические и политические свободы населения, а также не имеет возможности создать массовый рынок ценных бумаг, основанный на розничных сбережениях и диверсифицированной собственности в акционерных капиталах. Не слишком значимым исключением при этом оказывается рынок государственных займов (внешних или принудительных внутренних).

Не следует думать, что приведенные характеристики применимы лишь к противопоставлению директивной и рыночной экономик и относятся к государствам социалистической формации, в которых движение основных материальных и денежных потоков определялось директивно (планы производства и снабжения, бюджет, кредитные планы), а для фондового рынка не было места. Аналогичное разделение возможно и в рамках широкого спектра видов рыночной экономики, которой в различных ее моделях (США, Германия, Япония, Швеция, Франция, индустриальные страны против развивающихся и т.д.) присуща различная степень централизации ресурсов, их огосударствления или концентрации в руках немногих крупных собственников (например, крупных корпораций).

С помощью статистического анализа несложно доказать тезис о сжати и упрощении рынка ценных бумаг под влиянием повышения роли государства в экономике, в том числе при рыночной форме ее организации. Для оценки степени огосударствления нами был использован показатель «доля обязательств правительства во внутреннем кредите», который может быть рассчитан по базе данных Международного валютного фонда IMF International Financial Statistics. Этот показатель отражает долю внутренних денежных ресурсов, направляемых на покрытие нужд государства.

Вместе с тем очевидно, что данный показатель не является синтетическим, так как охватывает лишь одну из многих сторон, характеризующих централизацию экономики. Степень развития рынков ценных бумаг в конкретной стране характеризуется отношением капитализации рынка акций к ВВП.

Результаты расчетов, проведенных по 71 стране (в том числе с развитыми (24) и формирующимися (47) фондовыми рынками, по состоянию на 2003 г.), свидетельствуют о снижении значения рынков ценных бумаг в экономике по мере роста влияния государства, концентрации в его руках материальных и денежных ресурсов, а также ослабления степени либеральности экономики. Наблюдается и обратная ситуация – с уменьшением доли правительства во внутреннем кредите возрастает роль рынка акций в хозяйственном обороте и более масштабной по отношению к ВВП становится капитализация этого рынка. Соответствующие данные, содержащиеся в табл. 1, носят, безусловно, больше иллюстративный характер и могут быть использованы лишь для демонстрации общей тенденции. Однако приведенные выше тезисы подтверждаются положением таких разных по степени влияния в экономике государства и крупных собственников стран, как США и Великобритания, с одной стороны, и Германия и Франция, с другой – более значительная степень централизации ресурсов. По данным табл. 1 можно сделать и такой вывод – при превышающей 25% доле правительства во внутреннем кредите вероятность того, что капитализация рынка акций превысит 40% ВВП, мала.

Таблица 1

Роль государства в экономике и ее влияние на значение и объем рынка ценных бумаг¹

Капитализация рынка акций / ВВП (2003 г.), %	Доля правительства во внутреннем кредите (2003 г.), %					
	< 0	0–10	10–25	25–40	40–70	70–90
0–10	Армения, Казахстан, Свазиленд	Болгария, Румыния	Бангладеш, Латвия, Монголия, Украина	Словакия	Киргизия	
10–20		Литва	Австрия, Польша, Хорватия	Колумбия, Чехия, Шри-Ланка		
20–40	Перу	Китай, Мальта, Новая Зеландия, Португалия	Италия, Кипр, Маврикий, Марокко, Словения	Венгрия, Иран, Кения, Филиппины	Мексика, Турция	
40–60	Норвегия	Ирландия, Корея	Германия, Россия	Бельгия, Греция, Пакистан	Бразилия, Египет, Индонезия	Аргентина
60–80	Израиль	Дания, Таиланд	Испания, Франция	Саудовская Аравия		
80–100	Швеция	Исландия, Нидерланды, Финляндия, ЮАР	Канада		Индия	
100–125		Австралия, Чили	Иордания	Япония		
> 125	Гонконг, Сингапур	Великобритания, Люксембург, Малайзия, Швейцария	США	Кувейт		

¹ Рассчитано по IMF International Financial Statistics, World Federation of Exchanges database (www.world-exchanges.org), FEAS Yearbook (www.feas.org). Показатель доли правительства во внутреннем кредите рассчитывается как «(Нетто-обязательства центрального правительства + обязательства региональных правительств + обязательства предприятий публичного сектора) / Внутренний кредит» (источник: International Financial Statistics).

На примере пяти крупнейших индустриальных рыночных экономик (см. табл. 2) указанная зависимость может быть представлена в еще более явном виде. Оцениваемое через долю заимствований из внутренних денежных ресурсов, а также долю в акционерных капиталах предприятий, незначительное по объему вмешательство государства в экономическую жизнь таких стран, как США и Великобритания, определяет большую капитализацию рынка и насыщенность хозяйственного оборота ценными бумагами. С другой стороны, увеличение степени указанного вмешательства (наиболее масштабно оно проявляется во Франции и в Германии) приводит к большей ограниченности фондового рынка. Заметим также, что хотя капитализация развитых рынков акций в последующие годы существенно выросла в сравнении с 1996 г. (прежде всего в связи с тем, что инвесторы в 1997–1998 гг. ушли с формирующихся рынков), тем не менее основные соотношения остались прежними: чем ниже степень государственного вмешательства в экономику (США и Великобритания), чем меньше доля денежных ресурсов, занимаемых (или изымаемых) государством, тем значительнее рынки ценных бумаг и масштабнее их роль в перераспределении денежных ресурсов.

Таблица 2

Зависимость рынков ценных бумаг от размеров вмешательства государства в экономику¹

	США	Велико- британия	Япония	Франция	Германия
1996					
Капитализация биржевых фондовых рынков акций / ВВП, % (внутренние эмитенты)	117,2	151,0	60,0	38,5	28,4
Доли государственных и муниципальных предприятий в акционерных капиталах, % (1995)	–	0,2	0,5	3,4	4,3
Доля правительства во внутреннем кредите, %	16,3	5,2	13,8	24,1	32,9
Доля государственных предприятий (включая акционерные общества с участием государства) в ВВП, % (1981)	1,3	10,4	н/д	13,3	10,4
1999					
Капитализация биржевых фондовых рынков акций / ВВП, % (внутренние эмитенты)	179,0	198,0	101,10	104,7	67,7
Доля правительства во внутреннем кредите, %	13,9	2,5	19,9	22,4	20,2
2003					
Капитализация биржевых фондовых рынков акций / ВВП, % (внутренние эмитенты)	129,6	125,3	105,5	62,9	40,1
Доля правительства во внутреннем кредите, %	11,2	1,3	34,9	15,9	17,9

Анализ тематики и содержания современных научных исследований в области экономической теории позволяет отметить существенную неполноту разделения индус-

¹ Данные по структуре собственности – Deutsches Aktieninstitut e.V. DAI – Factbook 2000 (Section 08.6–4); данные по внутреннему кредиту и рынкам акций – IMF International Financial Statistics, World Federation of Exchanges database (www.world-exchanges.org). Доля правительства во внутреннем кредите рассчитана как показатель «Нетто-обязательства центрального правительства + обязательства региональных правительств + обязательства предприятий публичного сектора / Внутренний кредит».

триальных рыночных экономик в рамках шкалы измерений «директивные – либеральные». Эти предельные случаи сами оказываются неоднородными и демонстрируют принципиально различные модели, например, англо-американскую модель (протестантский капитализм), «рейнский» капитализм германского образца, японскую или шведскую модели и др. Важнейшее различие между ними состоит в том, как, через какие финансовые инструменты и финансовые институты хозяйство получает денежные средства, что, в свою очередь, может зависеть от традиционных ценностей населения, от структуры собственности в экономике, от степени ее открытости и т.п.

Роль структуры собственности определяется ее воздействием на систему экономических интересов в стране, которая, в свою очередь, задает базовые параметры спроса на ценные бумаги, границу и структуру фондового рынка. В случае когда собственность собрана в крупные доли или даже принадлежит единому держателю (например, государству), остается меньше возможностей для объемного рыночного оборота ценных бумаг, являющихся титулами собственности, дубликатами ресурсов, находящихся в руках разных владельцев. Поэтому чем более укрупненной, объединенной в крупные доли является собственность на любые ресурсы (в особенности на предприятия), тем больше владельцы заинтересованы в том, чтобы привлекаемое финансирование не вело к ее перераспределению (что предполагает множественность, дробность товара), и соответственно тем меньше – в дроблении собственности. В результате преобладание крупных собственников и их экономических интересов с неизбежностью вызывает сжатие рынка ценных бумаг, а также упрощение его структуры (например, практически полное вымывание акций из оборота). С другой стороны, в случае сильной раздробленности собственности на экономические ресурсы (предприятия, земля и т.п.) представляющие движение прав на ценные бумаги фондовые рынки являются гораздо более объемными и сложными.

В качестве возможной причины возникновения отмеченных различий в структуре собственности и, как следствие, несопоставимости рынков многие исследователи называют несхожесть в экономическом поведении населения, зависящую, в свою очередь, от национального характера, религии, традиций и т.п. В частности, П. Фишер, обобщая результаты многих исследований взаимосвязи культуры и экономики, выделяет следующие основные культуры мира с их типичными странами-представителями: англосаксонская (Великобритания, США, Канада, Австралия, Новая Зеландия), североцентральноевропейская (Германия, Австрия, Швеция, Финляндия, Швейцария), восточноцентральноевропейская (Россия, Польша, Украина, Чехия, Болгария), романская (Франция, Италия, Испания, Португалия, Бразилия, Мексика, Аргентина, Перу), арабская (Саудовская Аравия, Сирия, Египет, Бахрейн), юго-восточная и восточноазиатская (Япония, Китай, Тайвань, Индонезия, Малайзия), южноазиатская (Индия, Пакистан), африканская (Нигерия, ЮАР). «Культура в современном мире может рассматриваться как комбинация или переменная двух типов: индивидуализм и коммунитаризм или коллективизм. Индивидуализм исповедует атомарную концепцию общества, делая упор на личной инициативе, единоличном принятии решений и личных достижениях. В противоположность этому коммунитаризм является более органичным, он подчеркивает важность группировок и организаций, которые принимают решения и защищают индивидуумов в обмен на их деятельность. Быстрое экономическое развитие восточноазиатских стран (Китая, Японии, Южной Кореи) было движимо сильной групповой ориентацией и межорганизационной кооперацией, с сильным акцентом на государственное планирование и стратегическое руководство. С другой стороны, англосаксонские культуры (Великобритания, США) исповедуют принцип *laissez-faire*, характеризующийся слабым вмешательством государства ... Такие экономики не используют активные промышленные стратегии, а национальные правительства в основном служат для того, чтобы охранять важные секторы экономики от всплесков международной конкуренции. Большинство стран континентальной Европы исповедуют социальную рыночную экономику, лежащую где-то между *laissez-faire* и стратегическим государственным макропланированием азиатского типа» (Фишер, 1999).

Структура собственности в стране, роль, объем и структура фондового рынка, как отмечается в этих исследованиях, напрямую зависят:

– от степени принимаемого населением риска, его активности, инновационной составляющей в его поведении, стремления к индивидуальной экономической свободе или, наоборот, к социальной опеке, иерархичности;

– степени подконтрольности и защищенности со стороны государства и корпораций, ожидаемой и принимаемой населением;

– влияния религиозного и социокультурного фактора (степени индивидуализма, закладываемой религией, философии активности или пассивности, одобрения религией деятельности, приносящей прибыль, степени иерархичности, степени личной свободы, целей, которые ставятся перед индивидом в жизни);

– склонности к сбережениям, к улучшению материальной стороны жизни, прагматичности, традициям выбора финансовых продуктов.

Рассмотренные предельные случаи, отражающие диаметрально противоположные варианты воздействия структуры собственности на фондовые рынки, находятся в определенном соответствии с национальными моделями. В частности, англо-американский капитализм определяется более дробной, розничной структурой собственности, для него характерно рискованное финансирование экономического роста через акции, меньшая роль долговых обязательств, крайняя диверсификация финансовых инструментов и институтов, вытеснение банков как собственников и операторов фондового рынка. В противоположность этому случаю признаками капитализма германского образца является более оптовая, состоящая из крупных кусков и контрольных пакетов структура акционерных капиталов в стране, для него характерна большая роль банков как собственников предприятий, более «долговой характер» экономики и меньшая значимость рынка акций и небанковских финансовых посредников.

Влияние, оказываемое структурой собственности на рынки ценных бумаг, показано в табл. 3.

Таблица 3

Характеристика связи структуры собственности с параметрами фондового рынка

	США	Великобритания	Япония	Франция	Германия
Структура акционеров (доли акционерных капиталов, находящихся в собственности), %, конец 1995 г.					
Государство	—	0,2	0,5	3,4	4,3
Население	36,4	29,6	22,2	19,4	14,6
Институциональные инвесторы, связанные с населением (в страховые компании, инвестиционные и пенсионные фонды)	44,3	50,1	22,5	3,9	20,0
Корпоративные инвесторы,	19,3	20,1	54,8	73,3	61,1
в банки	0,2	2,3	13,3	4,0	10,3
Параметры фондовых рынков, конец 2003 г.					
Капитализация биржевых рынков акций / ВВП, %	129,6	125,3	105,5	62,9	40,1
Внутренний кредит / Капитализация биржевых рынков акций, %	68,4	119,9	149,3	170,4	356,2
Рыночная стоимость непогашенных долговых ценных бумаг внутренних эмитентов / Капитализация биржевых рынков акций, %	123,7	51,8	165,9	149,1	193,8
Количество компаний — внутренних эмитентов, чьи акции прошли листинг на фондовой бирже	6159	2692	3346	723	866
Доля банков в финансовых активах страны (1996 г.) ¹ , %	26,0	53,0	н/д	70,0	76,0

Источники: Deutsches Aktieninstitut e.V. DAI — Factbook 2000 (Section 08.6–4), BIS, IMF International Financial Statistics, World Federation of Exchanges database (www.world-exchanges.org).

¹ Доля банков в финансовых активах страны рассчитана как отношение активов банков к сумме активов банков и небанковских финансовых институтов (White, 1998).

Доля индивидуальных инвесторов в структуре акционерных капиталов в конце 1995 г., по данным табл. 3, колебалась от 36,4% в США и 29,6% в Великобритании до 22,2% в Японии, 19,4% во Франции и 14,6% в Германии. Схожее распределение имела степень насыщенности хозяйственного оборота акциями, которая в конце 2003 г. варьировала от 130% в США и 125% в Великобритании до 106% в Японии, 63% во Франции и 40% в Германии. Ситуация со степенью насыщенности фондового рынка долговыми бумагами (менее рискованный для индивидуального инвестора финансовый инструмент в сравнении с акциями) была совершенно противоположной – в США и Великобритании она была наиболее низкой среди указанных стран, тогда как Германия имела самые объемные облигационные рынки. Это, в частности, можно объяснить тем, что, например, венчурное – очень рискованное – финансирование в акции молодых компаний высоких технологий является одним из наиболее интересных финансовых решений для инвесторов из США, в то время как германские розничные инвесторы в значительно большей степени предпочитают классические банковские продукты, связанные с наименьшей степенью риска (например, банковские депозиты).

Вывод о зависимости структур финансового рынка от структур собственности в стране может быть подкреплён содержащимися в табл. 4 результатами анализа воздействия структуры собственности на примере расширенного круга стран. Необходимость такого шага объясняется следующим образом. При сравнении разных типов финансовых систем обычно анализируют четыре страны – Германию и Японию как пример систем, ориентированных на банки, с одной стороны, и США и Англию – как систем, ориентированных на рынки капитала, с другой. Ограниченность таких исследований в том, что они пытаются сравнить страны со сходным уровнем ВВП на душу населения, и в этом случае оказывается, что тип финансовой структуры не имеет определяющего значения. Соответственно, чтобы получить данные об экономической значимости и детерминантах финансовой структуры, требуется включить в исследование более широкую совокупность национального опыта. Как видно, снижение склонности населения к вложению своих средств в акции и соответственно уменьшение доли инвесторов в акции в общем числе инвесторов – физических лиц (с 41% в Австралии до 6% в Австрии) сопровождается пропорциональным спадом в размере капитализации рынка акций относительно ВВП (от 100–200% до 20–40% ВВП, за исключением случая Новой Зеландии).

Таблица 4

Роль населения в формировании рынков акций¹

Страна	Доля инвесторов в акции в общем числе инвесторов – физических лиц, %, 1999–2000 гг.	Капитализация рынка акций / ВВП, %, 2003 г.	Капитализация рынка акций / Непогашенные долговые ценные бумаги внутренних эмитентов, обращающиеся внутри страны, %, 2003 г.
Австралия	41	101,1	191,7
Швеция	35	86,4	105,1
Швейцария	32	207,5	325,9
Новая Зеландия	31	37,1	138,9
Великобритания	30	125,3	193,0
США	26	129,6	80,9
Канада	26	94,6	125,2
Дания	22	63,4	30,5

¹ Отношение капитализации рынка к ВВП и отношение «Капитализация рынка акций / Непогашенные долговые ценные бумаги внутренних эмитентов, обращающиеся внутри страны» рассчитаны по данным BIS, IMF International Financial Statistics, World Federation of Exchanges database (www.world-exchanges.org)

Окончание табл. 4

Норвегия	21	41,0	99,9
Германия	10	40,1	51,6
Австрия	6	20,0	24,2

Источник: Сосса, Volkart, 2001.

Еще один вывод, который может быть сделан на основе анализа табл. 3 и табл. 4, состоит в том, что присущее ряду рынков преобладание акций по отношению к долговым ценным бумагам в случае, когда структура акционерных капиталов достаточно раздроблена и в них высока доля акционеров – физических лиц.

Ситуация преобладания акций в структуре финансирования хозяйства, в частности, характерна для развитых фондовых рынков стран англо-американского мира (США, Великобритания, Австралия, Канада), Швеции, Швейцарии, а также для финансовых центров, «городов-государств» (с британскими колониальными корнями). Насыщенность хозяйственного оборота акциями, как правило, больше насыщенности деньгами (коэффициент «Капитализация биржевых фондовых рынков / Валовой внутренний продукт» (по внутренним эмитентам), как правило, меньше коэффициента «Деньги + Квази-Деньги / Валовой внутренний продукт»), долговыми инструментами (коэффициент «Капитализация биржевых фондовых рынков / Валовой внутренний продукт» (по внутренним эмитентам), как правило, меньше коэффициента «Внутренний кредит / Валовой внутренний продукт») и, в частности, облигациями (коэффициент «Капитализация биржевых фондовых рынков / Валовой внутренний продукт» (по внутренним эмитентам), как правило, меньше коэффициента «Рыночная стоимость непогашенных облигаций внутренних эмитентов на биржевых фондовых рынках / Валовой внутренний продукт»). В то же время долговыми рынками, в структуре которых долговые ценные бумаги и соответственно внутренний кредит преобладают над акциями, отличаются европейские страны с оптовой структурой собственности в акционерных капиталах, создавшие «капитализм держателей крупных пакетов» (Австрия, Бельгия, Дания, Германия), а также Япония. В большинстве случаев насыщенность хозяйственного оборота акциями на таких рынках существенно меньше их насыщенности деньгами, долговыми инструментами и облигациями, что отражено в табл. 5.

Таблица 5

Сравнительная характеристика финансовых рынков различных групп стран¹

Страна	Капитализация биржевых фондовых рынков / ВВП, %, 2003 г.	Деньги + Квази-Деньги / ВВП, %, 2003 г.	Внутренний кредит / ВВП, %, 2003 г.	Непогашенные облигации внутренних эмитентов / ВВП, %, 2003 г.
Континентальные страны Европы и Япония («долговые фондовые рынки»)				
Австрия	20,0	90,8	122,7	82,5
Италия	37,4	59,0	105,3	127,0
Португалия	37,9	99,4	151,9	76,6
Германия	40,1	104,4	142,9	77,8
Бельгия	50,6	101,8	112,3	130,4
Япония	105,5	136,0	157,6	175,1
Англо-американские страны («акционерные фондовые рынки»)				
Канада	94,6	66,8	79,5	75,5
Австралия	101,1	78,4	109,0	52,7

¹ Рассчитано по данным BIS, IMF International Financial Statistics, World Federation of Exchanges database (www.world-exchanges.org).

Окончание табл. 5

Великобритания	125,3	118,0	150,3	64,9
США	129,6	67,4	88,7	160,3
«Государства-города» – финансовые центры				
Сингапур	158,7	122,4	84,2	62,3
Гонконг	454,7	262,1	147,8	28,6

Можно привести еще целый ряд дополнительных факторов, влияющих на рынок ценных бумаг, которые по своей сути относятся к структуре собственности:

– доля предприятий, имеющих организационно-правовую форму, схожую с обществами с ограниченной ответственностью, которые в структуре бизнеса выступают альтернативой акционерным обществам (чем выше эта доля, тем меньше остается места для акционерных обществ и, следовательно, для рынка акций). Так, например, доля крупных компаний, которые являются обществами с ограниченной ответственностью, достаточно высока в Германии, что служит одной из причин существования лишь небольшого количества внутренних (немецких) эмитентов, прошедших листинг, и отрицательно влияет на капитализацию рынка в целом;

– распределение акций внутри различных групп инвесторов. Воздействие этого фактора может приводить к весьма разнообразным эффектам. В частности, если при высокой доле розничных инвесторов значительная часть акций будет сконцентрирована в руках их небольшого числа, то на рынке будет существовать ситуация, схожая с оптовой структурой акционерных капиталов. Наоборот, при излишней диверсифицированности структуры собственности в случае, когда значительная доля населения имеет слишком мелкие портфели акций, массовость и ликвидность рынка также оказываются подвержены негативному влиянию (очень мелкие пакеты являются «нерыночными», ими невозможно торговать на таком оптовом рынке, как фондовая биржа).

Указанные эффекты хорошо видны на примере структуры розничной собственности на акции в США и Японии (табл. 6).

Таблица 6

Сравнительная характеристика структуры розничной собственности на акции в США и Японии

США (1995 г.) ¹ (более 69 млн акционеров)			Япония (1997 г.) ² (более 29 млн акционеров)		
Стоимость портфеля акций, тыс. долл.	Доля акционеров, имеющих данный портфель, в общем количестве акционеров, %	Доля стоимости акций, которые держат соответствующие акционеры, в общей стоимости акций, %	Количество акций в одном портфеле, ед.	Доля акционеров, имеющих данный портфель, в общем количестве акционеров, %	Доля акций, которые держат соответствующие акционеры, в общем количестве акций, %
Менее 5	26,6	0,5	1–4	79,5	7,2
5–10	12,9	1,0	5–9	10,2	3,5
10–25	19,5	3,4	10–49	8,8	8,3
25–50	14,4	5,5	50–99	0,6	2,4
50–100	10,6	7,6	100–499	0,7	6,8

¹ Индивидуальные акционеры, совместные фонды, пенсионные планы. *Источник:* сайт Нью-Йоркской фондовой биржи (www.nyse.com) с расположенным на нем обзором 1995 Survey of Consumer Finances.

² Индивидуальные и корпоративные акционеры, при этом индивидуальные акционеры составляют более 96% общего количества акционеров. *Источник:* сайт Токийской фондовой биржи (<http://www.tse.or.jp>), Shareownership Survey, 1998.

Окончание табл. 6

100 и более	16,0	82,0	500–999	0,1	4,6
			1000–4999	0,1	17,1
			Более 5000	0 (13,9 тыс. акционеров)	50,1
Итого	100	100	Итого	100	100

В США доля рыночной капитализации, приходящейся на розничных инвесторов, составляет 0,5%, в то время как сама доля акционеров, имеющих портфель акций стоимостью менее 5 тыс. долл., равна 26,6%. Более демократична структура розничных инвесторов в Японии, где количество акционеров, владеющих 1–4 акциями, составляет 79,5% всей численности акционеров, а их доля в рыночной капитализации – 7,2%. Следует отметить, что такого рода диверсифицированность размеров этих портфелей акций, оказывающихся слишком малыми для работы с ними на организованных фондовых рынках, может негативно влиять на массовость рынка. С другой стороны, розничная собственность на портфели акций других размеров в Японии более размыта. Исключение составляет группа держателей самых крупных акционерных капиталов. В результате можно утверждать, что в Японии 40–50 тыс. человек владеют примерно 67% розничных акций, а в США примерно 11 млн человек владеют 82% розничных акций.

Негативное воздействие на рынок акций Японии оказывает концентрация розничных инвесторов на двух полюсах шкалы объема (очень мелкие и очень крупные портфели). В США, напротив, инвесторы больше тяготеют к портфелям акций средней величины, и, кроме того, в структуре розничных инвесторов достаточно высока доля держателей очень крупных портфелей. Это приводит к тому, что масса акций, которые могут быть предложены организованному рынку, объемнее, а ликвидность рынка больше.

Приведенные выше рассуждения с очевидностью демонстрируют противоположность англо-американской модели финансирования хозяйства, основанной на раздробленных акционерных капиталах (shareholder capitalism), массовости розничных инвесторов в акции и преобладании рынков акций над долговыми обязательствами в структуре финансирования, и модели долговых экономик Японии, Франции и Германии, основанной на капитализме «держателей крупных пакетов акций» (stakeholder capitalism) и рынках долговых обязательств.

Выделение двух указанных моделей в зарубежной литературе связывается с различиями в структуре финансовой системы, факторах ее развития, взаимосвязи структуры финансовой системы с уровнем экономического развития, влиянии развития финансовой системы на экономический рост. При этом учитываются следующие элементы структуры финансовой системы:

– финансовый сектор и его структура (возможны два варианта – доминирование в финансовом секторе или банков, или рынков капитала в зависимости от их роли и «важности» для экономики той или иной страны);

– «канал», при помощи которого происходит перераспределение капиталов от тех, кто ими обладает, к тем, кто в них нуждается, т.е. данная подсистема характеризует то, как распоряжаются капиталом их владельцы и откуда проистекает основная масса финансирования инвестиций (в этом случае рассматривается сходная классификация, разграничивающая системы, ориентированные на банки или на рынки капитала);

– корпоративное управление (различается инсайдерская и аутсайдерская система корпоративного управления);

– корпоративные стратегии и структуры (системы различаются по степени инновационности и адаптивности, по уровню открытости) (Schmidt, 1999).

Как показывают исследования, лишь две указанные комбинации приведенных факторов из всех возможных образуют непротиворечивые системы, согласующиеся с реалиями, существующими в экономике (Rybcinski, 1984).

Первый тип финансовой системы – «германский», «европейский», «континентальный» (в зарубежной и отечественной литературе встречаются различные варианты названия данного типа), т.е. банковский, который характеризуется доминированием в экономике банков, так как система финансирования основана главным образом на банках, инсайдерской системе корпоративного управления и более консервативной корпоративной стратегии. Примером данного типа финансовой системы является Германия. Банковский сектор Германии весьма развит, в то время как рынки капитала и различные институты рынка, такие, как пенсионные фонды, недостаточно развиты, что измеряется такими показателями, как общая стоимость активов банков и капитализация рынка акций в процентах к ВВП соответственно. Корпоративное управление в Германии действует преимущественно через внутренние механизмы и включает «инсайдеров», т.е. людей и институты, которые имеют долговременный интерес в сохранении своих особых взаимоотношений с корпорацией и которые обычно лучше информированы о ее проблемах и перспективах, чем анонимные участники рынка.

Второй тип финансовой системы – «англосаксонский», т.е. биржевой, который характеризуется большей значимостью рынка капиталов в финансовом секторе, чем банков, преимущественным финансированием экономики посредством рынка капиталов, аутсайдерским типом корпоративного управления и гибкими, хорошо приспособляющимися к внешним изменениям стратегией управления и организационной структурой. Примером данного типа может служить Великобритания. Финансовая система Великобритании проявляет характеристики, противоположные тем, которые выявлены для Германии, – относительная важность банков в финансовом секторе не так значительна, рынки капиталов и институты, в особенности пенсионные фонды, которые ориентированы на рынок и в большинстве случаев независимы от банков, играют весьма важную роль, система корпоративного управления является аутсайдерской.

Возникает вопрос о преимуществах и недостатках того или иного типа финансовой системы, а также о том, зависит ли уровень экономического развития страны от типа финансовой системы. На основании масштабного исследования финансовой структуры (проведен анализ 150 стран мира) были сделаны следующие выводы: а) чем богаче страна, тем более развита ее финансовая система в целом; и банки, и небанковские финансовые институты (страховые компании, пенсионные фонды, взаимные фонды, другие небанковские финансовые посредники), и фондовые рынки в этих странах более активны и более эффективны; б) чем богаче страна, тем более активен и эффективен фондовый рынок по сравнению с банками; иными словами, выявлена тенденция, что национальная финансовая система начинает больше ориентироваться на рынок капитала по мере того, как становится богаче (Schmidt, 1999).

Финансовая структура важна для экономического развития, но ее тип сам по себе не способствует лучшему пониманию закономерностей и процесса развития. Иными словами, не существует жесткой связи между типом финансовой системы и темпом экономического роста страны, уровнем развития финансово-зависимых отраслей промышленности, числом вновь создаваемых компаний, темпом роста самих компаний. Все это скорее можно увидеть в странах с более высоким уровнем развития финансового сектора и в странах, где правовая система более эффективно защищает права акционеров. В самом деле, правовые традиции имеют определенное влияние на тип финансовой системы: на биржевой рынок больше ориентируются страны с традициями англосаксонского общего права (Common Law), те, в которых соблюдается защита прав акционеров, существуют строгие стандарты отчетности, низкий уровень коррупции, а на банки – страны с французским континентальным правом (French Civil Law). В этих странах сравнительно более слабо развита финансовая система, права акционеров и кредиторов защищены недостаточно, сохраняется высокий уровень коррупции и высокая инфляция (Rybcinski, 1984).

К характерным чертам англо-американской модели (США, Великобритания, Канада, Австралия) можно отнести значительно более высокую долю розничных инвесторов и представляющих их институтов коллективного инвестирования в общей структуре собственности, относительно низкий объем собственности, находящейся во владении государства и крупных корпоративных структур или банков, существенно меньшую роль контрольных пакетов в составе акционерных капиталов, а также высокую степень дробности в собственности на акционерные капиталы. Повышение рыночной стоимости компаний, выявляемой на открытом рынке акций, является важнейшим стимулом и источником доходов для акционеров и менеджмента. Традиционными отличиями англо-американской модели выступают большая открытость и меньший провинциализм (меньше ограничений на трансграничное движение капиталов, конвертируемость валюты, свободнее доступ иностранных эмитентов, инвесторов и финансовых посредников). В то же время честное ведение бизнеса и снижение рисков на таких либерализованных рынках обеспечивается сильным государственным надзором. Фондовый рынок является основным источником инвестиций в реальный сектор, тогда как доля банковских кредитов в финансировании сокращается. Наиболее крупный сегмент рынка ценных бумаг – рынок акций, долговые инструменты носят подчиненный характер, т.е. фондовый рынок носит долевого характер (стоимость акций, ценных бумаг с нефиксированным характером получения дохода формирует 60–90% ВВП (Пелих, Рачковская, 1999)). Финансовые институты являются более специализированными в сравнении, например, с моделью универсального банковского дела в Германии и в континентальной Европе в целом; широко используется концепция специализированных банков (например, инвестиционных банков, брокерско-дилерских компаний). При этом характерно отделение коммерческих банков от рынка корпоративных ценных бумаг, страховых продуктов и др. Возникает устойчивая тенденция к диверсификации структуры финансового рынка, к росту его объема, к позитивной конъюнктуре цен, к снижению рисков, возникновению новых сегментов и инновационных финансовых продуктов.

К характерным чертам германской модели (представителями которой являются Германия, Австрия, Япония) можно отнести: значительно более низкую долю розничных инвесторов и представляющих их институтов коллективного инвестирования в общей структуре собственности, относительно высокий объем собственности, находящейся во владении государства и крупных корпоративных структур, существенно большую роль контрольных пакетов и вертикальных частей в составе акционерных капиталов. Банки начинают приобретать важнейшее значение в качестве крупных инвесторов в акционерные капиталы хозяйства, очень высокой является их доля в финансовых активах страны. Действуя при этом и на рынке традиционных банковских продуктов (кредиты, депозиты, расчеты), и как профессиональные участники на рынке ценных бумаг (часто создавая при этом специализированные филиалы и дочерние компании по операциям с ценными бумагами), такие банки относятся к категории универсальных финансовых учреждений. В отличие от банков представляющих в конечном счете розничных инвесторов, институты коллективного инвестирования играют относительно меньшую роль. Основное внимание менеджмента уделяется не повышению рыночной стоимости компании на открытом рынке, а росту объемов производства, производительности, качеству продукции. Состоящая в финансировании венчурных проектов инновационная функция финансового рынка осуществляется, как правило, не через акции, а через долговые инструменты. В результате финансовый рынок носит преимущественно долговой характер с преобладанием банковского кредита и облигаций, тогда как рынок акций имеет подчиненное значение. В противоположность англо-американской модели, германская отличается большей простотой структуры финансовых продуктов, меньшей диверсифицированностью и менее инновационным характером финансовых рынков.

В то же время на основе сравнительного анализа деятельности банков, проведенного Т. Рыбчинским в более чем 60 странах, было выявлено следующее (Rybcinski, 1984):

– не найдено достоверных статистических связей между ограничениями на возможность коммерческих банков заниматься деятельностью, связанной с ценными бумагами, страхованием и недвижимостью и а) уровнем развития банковского сектора, б) развитием рынка ценных бумаг и небанковских финансовых посредников, в) уровнем промышленной конкуренции (исходя из этого трудно утверждать, что ограничение коммерческой деятельности банков влияет позитивно – или негативно – на финансовое развитие, развитие рынка ценных бумаг или конкуренцию);

– не обнаружено позитивного влияния запрета совмещать банковскую и коммерческую деятельности на уровень развития финансового сектора, развития рынка ценных бумаг и небанковских финансовых посредников;

– экономика стран, где действуют строгие запреты в отношении деятельности коммерческих банков с ценными бумагами, имеет значительно большую вероятность пострадать от масштабного банковского кризиса, т.е. финансовая система более хрупкая в тех странах, где банкам не предоставляется возможность заниматься андеррайтингом ценных бумаг, брокерской и дилерской деятельностью;

– чем больше в стране банков с государственной собственностью, тем слабее развиты банки, небанковские финансовые посредники и рынок ценных бумаг, т.е. финансовая система в целом.

Данный анализ показывает, что строгие ограничения деятельности банков, похоже, вовсе не благотворны, а, наоборот, в некоторых аспектах довольно пагубны.

В рамках интернационализации хозяйственной жизни, происходящей в последние годы, рассмотренные модели индустриальной рыночной экономики непрерывно сближаются, становится все существеннее схожесть или даже совпадение организации присутствующих им финансовых рынков. Примеры конвергенции обеих систем финансирования хозяйства, и германской (с преобладанием долгового финансирования, низкой ролью акций и их крупных пакетов в акционерных капиталах, универсальными банками), и американской (с преобладанием акций в источниках финансирования, раздробленными акционерными капиталами, массовым рынком акций, отделением коммерческих банков от рынка корпоративных ценных бумаг), демонстрируют как США, так и Германия. Более того, отмеченная тенденция является международной. Например, во Франции еще в 1984 г. было восстановлено универсальное банковское дело (после того как в 1945 г. инвестиционные и коммерческие банки были разделены). В Японии с 1993 г. коммерческие банки получили законодательное разрешение на создание дочерних компаний – профессиональных участников рынка ценных бумаг, с 1996 г. осуществляется переход к более широкому участию банков в операциях на рынке ценных бумаг, все более диверсифицированной становится структура собственности. В европейских странах сеть финансового посредничества расширяется, небанковские финансовые посредники играют все более важную роль в качестве мобилизаторов капитала из нефинансовых секторов. Как показывают проведенные оценки, в составе более чем 30 наиболее развитых рынков ценных бумаг примерно 40–45% приходится на рынки с четкой границей между коммерческим и инвестиционным банковским делом (англо-американская модель), столько же – на смешанные рынки и, наконец, 10–15% рынков носят преимущественно банковский характер (германская модель). В то же время, по данным сопоставления более 50 формирующихся рынков, приводимым рядом исследователей, смешанные рынки, на которых обороты банков могут достигать до 75% их объемов, составляют 50–51% от общего их числа, брокерские рынки, на которых значительную долю занимают дочерние компании иностранных банков, – 20–22%, брокерские рынки, на которых преобладают местные брокерские компании, – 27–30% (Schmidt, 1999).

Исследователи отмечают, что «в большинстве стран мира, включая преобладающую часть европейских стран... также, как в Латинской Америке, Восточной Азии и Африке, корпорации в типичном случае имеют контролирующих собственников, которые часто являются основателями корпораций или их потомством, или – в немногих случаях – внешними инвесторами и банками. В большей части континентальной Европы акцент делается на крупных инвесторов и банки» (Shleifer, Vishny, 1996). Типичным для формирующихся рынков является то, что «значительная часть акций держится семьями – контролирующими акционерами и их ассоциированными лица-

ми» (The LOT Guide... 1997). С некоторой долей условности такое мнение можно считать устоявшимся.

Американские экономисты в ряде работ подвели своеобразный итог многочисленным исследованиям последних лет в этой области (La Porta, Lopes de Silanes, Shleifer, 1998; Shleifer, Vishny, 1997). Исследовав структуру собственности 540 крупнейших акционерных компаний 27 наиболее развитых стран мира (по 20 компаний из каждой) и опираясь на достаточно жесткий критерий контроля как обладания не менее чем 20% голосующих акций компании (напрямую или через другие компании), авторы пришли к выводу, что в 36% из них собственность расплывлена (*widely-held*), т.е. доминирующий собственник отсутствует, в 30% контроль принадлежит семье, в 18% контроль принадлежит государству и в остальных случаях контроль принадлежит корпоративным со-бственникам.

В то же время истинно и то, что все 20 крупнейших компаний в Англии, 18 из 20 в Японии и 16 из 20 в США являются *widely-held*, в то время как таковых компаний просто не оказалось в Бельгии, Греции, Португалии, Австрии, Аргентине и Израиле.

При понижении планки критерия контроля до 10% «рассеянный» контроль наблюдался у 24% компаний, семейный – в 35% случаев, государственный – в 20%. При этом в Англии 90% компаний являются *widely-held*, в США – 80%, в Японии – 50%.

Для средних по размеру фирм доля компаний, контролируемых семьями, составляет 45% (при критерии контроля в 20%), но в Англии и США преобладает «рассеянная» собственность (La Porta, Lopes de Silanes, Shleifer, 1998).

На основании опубликованной статистики по структуре собственности можно сделать выводы о преобладании крупных пакетов акций повсеместно на формирующихся рынках и частично – на рынках ценных бумаг индустриальных стран. Так, средняя доля капитала, которой владеют три крупнейших акционера в нефинансовых компаниях-резидентах, имеющих наибольшую капитализацию в данной стране, превосходит 50% на 66% формирующихся рынков и на 29% развитых фондовых рынков (табл. 7).

Таблица 7

Средняя доля капитала, которой владеют три крупнейших акционера в нефинансовых компаниях-резидентах, имеющих наибольшую капитализацию в данной стране

Доля в капитале	Развитые рынки ценных бумаг	Формирующиеся рынки ценных бумаг
0–20	Великобритания, США, Япония	Тайвань
20–30	Австралия, Швеция	Южная Корея
30–40	Ирландия, Канада, Нидерланды, Норвегия, Финляндия, Франция	Индия, Нигерия, Пакистан
40–50	Германия, Дания, Новая Зеландия, Швейцария	Сингапур, Таиланд, Чили
50–60	Австрия, Бельгия, Испания, Италия, Португалия	Аргентина, Бразилия, Венесуэла, Гонконг, Зимбабве, Израиль, Индонезия, Малайзия, Перу, Турция, Филиппины, Шри-Ланка, ЮАР
60–70	Греция	Египет, Колумбия, Мексика
Итого	21 страна	24 страны

Источник: La Porta, Lopes de Silanes, Shleifer, 1998.

На формирующихся рынках «оптовая» структура собственности и преобладание крупных акционеров также вызывает переход к финансированию хозяйства преимущественно на основе долговых инструментов (кредита и долговых ценных бумаг). В результате большинству стран оказывается свойственна тенденция к созданию оптовой структуры собственности, основанной на доминировании крупных корпоративных, а в дальнейшем и фамильных, собственников, вместо более раздробленной и розничной англо-американской модели. Несложно понять природу этого явления – когда население страны было лишено частной собственности в течение двух–четырёх поколений,

когда существовала высокая концентрация производства, логика перехода к рынку предопределяет быстрое сосредоточение капиталов в руках немногих собственников, а также постоянное нарастание доли контрольных пакетов в структуре акционерных капиталов. Подтверждение подобному развитию событий мы неоднократно находим в новейшей истории – все переходные экономики 1990-х гг. проходили через стадию расширенного государственного вмешательства, формирования контрольных пакетов в структуре акционерных капиталов, отделения основной массы населения от собственности, так и не сумев воплотить в деле англо-американскую модель.

Не явилась исключением и Россия, где также сформировалась структура акционерного капитала со значительной и постоянно растущей долей контрольных или крупных пакетов акций (табл. 8). В то же время российский рынок изначально создавался на основе более современной идеологии, поэтому не несет в себе груза старых, отживших традиций и технологий, что должно способствовать более легкому процессу адаптации к происходящим институциональным изменениям.

Основными тенденциями в структуре российского акционерного капитала, подтверждаемыми статистическими наблюдениями за структурой собственности, некоторые отечественные исследователи считают: а) сокращение доли работников, темпы которого замедлились в 1995–1998 гг.; б) стабилизацию или рост доли администрации (менеджмента) (хотя можно предположить, что часть акций, полученных менеджерами, была «переведена» в другие компании – аффилированные лица); в) значительное увеличение доли внешних крупных инвесторов; г) стабилизацию или сокращение доли мелких внешних инвесторов (физических лиц); д) последовательное сокращение доли государства (Радыгин, 1999).

Таблица 8

Структура акционерного капитала по выборке российских предприятий¹

Доля отдельных групп собственников в акционерных капиталах, %	1995	1997	1999
Менеджеры	25,4	36,3	36,3
Персонал	26,0	23,3	15,6
Государство	23,5	14,7	15,0
Внешние отечественные инвесторы	23,4	21,5	22,8
Внешние иностранные инвесторы	1,6	3,8	7,6
Физические лица (не являющиеся персоналом)	0,1	0,4	2,7

По свидетельству экспертов, в настоящее время в России собрано в крупные или контрольные пакеты не менее 60–70% всех акционерных капиталов, причем доля контролирующих акционеров не снижается и, по всей видимости, даже растет. Для выборки из 77 ведущих предприятий, относящихся к категориям А и А+ в базе данных раскрытия информации РТС «СКРИН», были получены следующие результаты (табл. 9).

Таблица 9

Размеры участия крупных собственников в акционерных капиталах российских предприятий

Доля в капиталах предприятий акционеров, являющихся собственниками или номинальными держателями более 5% акционерного капитала, %							
20–60%	60–70%	70–75%	75–80%	80–85%	85–90%	90–95%	95–100%
3,9	9,1	11,7	10,4	16,9	24,7	10,4	13,0

¹ Данные за 1995–1997 гг. взяты из (Djankov, 1999) (на примере 682 российских предприятий, относящихся к 8 основным отраслям промышленности из 6 российских регионов). Данные за 1999 г. взяты из (Энтов, Радыгин, 1999) (на примере 139 предприятий промышленности).

Как видно, доля крупных акционеров в 75% рассмотренных предприятий составляла 75–100% от общего размера акционерного капитала. Более того, в 60% случаев собственность оказывалась в руках одного–трех акционеров или номинальных держателей (которые, представляя интересы собственников на собраниях акционеров, реально способны влиять на структуру корпоративного контроля и принимаемые менеджментом решения).

Роль уровня концентрации собственности отражают данные, приведенные в табл. 10.

Таблица 10

Показатели уровня концентрации собственности по сопоставимому кругу акционерных обществ

	Число ответивших	Доля в акционерном капитале, %					
		1995		1998		2000	
		средняя	медиана	средняя	медиана	средняя	медиана
Крупнейший акционер	213	26,2	22,0	27,6	23,0	28,8	24,2
Три самых крупных акционера	213	40,4	40,0	44,5	44,4	46,5	46,3

Источник: Долгоаятова, 2001.

Такая высокая концентрация собственности приводит к обращению лишь незначительной части акционерных капиталов. В результате на рынке акций наблюдается оптовая структура спроса и предложения, а население оказывается отделенным от организованного фондового рынка в принципе, что подтверждает неизменность природы российской экономики как stakeholder capitalism.

Еще одним из важнейших факторов, определяющих уровень доверия инвесторов к рынку определенной страны и возможность появления на нем долгосрочных прямых и портфельных инвестиций, ориентированных не на краткосрочные спекуляции, а на длительный рост рынка, наряду с влиянием государства и структурой собственности является политическая и социальная стабильность, действующая в направлении минимизации странового риска.

Новейшая история 1990-х гг. подтверждает всю значимость политической и социальной стабильности, выступающей в качестве одного из ключевых критериев успеха тех рынков, которые привлекли в это время наибольший объем долгосрочных иностранных инвестиций. Например, несмотря на то что в долгосрочной перспективе политические риски, а также неопределенность в социально-экономическом выборе Китая очень велики, политическая стабильность стала важнейшим фактором успеха этой азиатской страны и ряда других формирующихся рынков в привлечении прямых инвестиций в конце XX в. С другой стороны, объем прямых инвестиций в Россию был в 1990-е гг. минимален, а преобладающая часть иностранных портфельных вложений в ценные бумаги носила краткосрочный и спекулятивный характер, т.е. наша страна проиграла конкуренцию за инвестиции своим соседям, причем политическая нестабильность явилась одной из причин такого положения дел (табл. 11). В частности, за период с 1996 г. по 2003 г. прямые инвестиции в Китай составили 346 млрд долл., в Бразилию – 173 млрд, в Венгрию, Польшу и Чехию – 107 млрд, Финляндию – 44 млрд, в страны СНГ и Балтии – 42 млрд. На долю России пришлось лишь 30 млрд долл.

К схожему выводу приводят и результаты анализа в относительном выражении (табл. 11). При доле в ВВП по рассматриваемой группе стран 14,3% Россия получила всего лишь 4,1% прямых инвестиций, приходящихся на указанную группу стран. По Китаю аналогичные показатели составляют: доля в ВВП по группе стран – 46,6%, прямые инвестиции (по группе стран) – 46,6%, по странам Восточной Европы (Венгрия, Польша, Чехия) – 12,6% (доля в ВВП) и 14,4% (доля в прямых инвес-

тициях), по Финляндии – 5,3% и 6,0%, по Азербайджану – 0,2% и 1,1%, по Казахстану – 1,0% и 1,9%, по странам Балтии – 1,3% и 1,3% соответственно.

Таблица 11

Сравнительная характеристика прямых инвестиций на формирующихся рынках

Страна	Прямые инвестиции в экономику, млрд долл.										ВВП (2003)	
	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	Всего	Доля, %	Млрд долл.	Доля, %
Китай	40,2	44,2	43,8	38,8	38,4	44,2	49,3	47,1	345,9	46,6	1412,3	46,59
Бразилия	11,2	19,7	31,9	28,6	32,8	22,5	16,6	10,1	173,3	23,3	492,3	16,24
Финляндия	1,1	2,1	12,0	4,6	9,1	3,7	8,2	3,4	44,4	6,0	161,1	5,32
Восточная Европа												
Венгрия	3,3	4,2	3,3	3,3	2,8	3,9	2,9	2,5	26,2	3,5	82,8	2,73
Польша	4,5	4,9	6,4	7,3	9,3	5,7	4,1	4,1	46,4	6,2	209,5	6,91
Чехия	1,4	1,3	3,7	6,3	5,0	5,6	8,5	2,5	34,4	4,6	89,8	2,96
Итого Восточная Европа									106,9	14,4	382,1	12,60
Балтия												
Латвия	0,4	0,5	0,4	0,3	0,4	0,1	0,3	0,3	2,7	0,4	11,1	0,36
Литва	0,2	0,4	0,9	0,5	0,4	0,4	0,7	0,2	3,6	0,5	18,3	0,60
Эстония	0,2	0,3	0,6	0,3	0,4	0,5	0,3	0,9	3,4	0,5	9,1	0,30
Итого по странам Балтии									9,7	1,3	38,4	1,27
Россия	2,6	4,9	2,8	3,3	2,7	2,7	3,5	8,0	30,4	4,1	432,8	14,28
Страны СНГ (исключая Россию)												
Украина	0,5	0,6	0,7	0,5	0,6	0,8	0,7	1,4	5,9	0,8	49,5	1,63
Белоруссия	0,1	0,4	0,2	0,4	0,1	0,1	0,2	0,2	1,7	0,2	17,5	0,58
Армения	0,0	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,8	0,1	2,8	0,09
Грузия	0,0	0,2	0,3	0,1	0,1	0,1	0,2	0,3	1,3	0,2	4,0	0,13
Азербайджан	0,6	1,1	1,0	0,5	0,1	0,2	1,4	3,3	8,3	1,1	7,3	0,24
Казахстан	1,1	1,3	1,2	1,6	1,3	2,8	2,6	2,1	14,0	1,9	29,7	0,98
Киргизия	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,0	1,8	0,06
Итого по странам СНГ (исключая Россию)									32,4	4,4	112,6	3,72
Итого по группе стран									743,1	100,0	3031,6	100,00

Источник: IMF International Financial Statistics.

Как видно, среди стран, привлечших прямые инвестиции в доле, меньшей размеров их относительного участия в создании ВВП, Россия находится в наихудшем положении. Доля России в прямых инвестициях почти в 3,5 раза уступает ее доле в объеме ВВП по рассмотренной группе стран (в случае Белоруссии – в 2,5 раза, Украины – в 2,1 раза, Киргизии – в 1,3 раза).

Поэтому правомерно говорить о существенном значении, которое политическая и социальная стабильность имеет для развития рынка ценных бумаг. Страны с открытыми рыночными экономиками, подобные России, в которых вопрос о предпочтительной модели экономической и политической системы решается во время каждых очередных выборов или через частые социальные взрывы и политические перевороты, не способны создать у себя масштабные рынки ценных бумаг, удовлетворяющие спрос на инвестиции. Из-за слишком больших рисков потери инвестиций фондовые рынки таких стран с неизбежностью приобретают черты спекулятивности и оказываются незначительными по объему.

Источники

- Долгопятова Т.* Модели и механизмы корпоративного контроля в российской промышленности. // Вопросы экономики. 2001. № 5.
- Пелих С.А., Рачковская О.С.* Две концепции развития фондового рынка // Финансы. 1999. № 10.
- Радыгин А.* Собственность и контроль в российской промышленности // Материалы конференции «Корпоративное управление в России» (Москва, 31 мая – 2 июня 1999 г.). М., 1999.
- Фишер П.* Прямые иностранные инвестиции для России: стратегия возрождения промышленности. М., 1999.
- Энтов Р.М., Радыгин А.Д.* Структура собственности и проблемы корпоративного контроля в российской экономике. М., 1999.
- Cocca T.D., Volkart R.* Equity Ownership in Switzerland 2000. Zurich, 2001.
- Djankov S.* Ownership Structure and Enterprise Restructuring in Six Newly Independent States / Policy Research Working Paper. N 2047. Washington, 1999.
- La Porta R., Lopes de Silanes F., Shleifer A.* Corporate Ownership around the World. National Bureau of Economic Research / NBER Working Paper. N 6625. Cambridge (Mas.), 1998.
- Shleifer A., Vishny R.* A Survey of Corporate Governance // Journal of Finance. 1997. Vol. 52.
- Rybcinski T.* Industrial Financial Systems in Europe, U.S. and Japan // Journal for Economic Behaviour and Organization. 1984. Vol. 5.
- White W.R.* The Coming Transformation of Continental European Banking? Basle: Bank for International Developments / Working Papers. N 54. 1998.
- Shleifer A., Vishny R.W.* A Survey of Corporate Governance. US: National Bureau of Economic Research / NBER Working Papers. 1996.
- Schmidt R. H.* Differences between Financial Systems in European Countries: Consequences for EMU. Johann Wolfgang Goethe Universitat / Working Paper, Series: Finance & Accounting. N 35. 1999.
- The LOT Guide to World Equity Markets 1997. London, 1997.