

Германская и англосаксонская финансовые модели в мире и в России



Семенов В.А.

аспирант кафедры экономической теории и права
Казанского государственного технического университета им. А.Н. Туполева,
начальник отдела коммерческой недвижимости ООО «Стройград»

Институциональный подход к пониманию экономики, к ее регулированию и трансформации является сегодня наиболее востребованным и актуальным. В статье рассматривается место института рынка ценных бумаг в финансовой системе государства. Цель – понять, в какой степени финансовая модель России близка к германской или к англосаксонской модели и спрогнозировать стратегический вектор развития экономической системы с точки зрения доминирования одной, либо другой финансовой модели.

С точки зрения роли рынка ценных бумаг в институциональном устройстве экономик различных стран, финансовые системы в самом общем виде разделяют на две модели. Первую модель финансовой системы чаще всего называют «германской», хотя иногда ее называют «европейской» или «континентальной». Эта модель характеризуется доминированием в экономике института банка. В странах с германской моделью экономической системы система финансирования основана прежде всего на институте банка. Вторая модель финансовой системы – «англосаксонская», или «биржевая». Данная модель характеризуется высокой значимостью института рынка капиталов в финансовой системе, при этом роль института банка менее значима.

Цели данной статьи – рассмотреть эти две противоположенные друг-другу модели, выявить их преимущества и недостатки, понять, как эти модели влияют на развитие государства и оценить степень взаимного проникновения моделей в современных мировых экономиках. Мы также ставим целью оценить, какой из этих двух моделей придерживается в своем развитии Россия, и определить возможный вектор ее институционального развития с этой точки зрения.

Англосаксонская модель имеет следующие основные характеристики:

1. *Страны доминирования.* Англосаксонская модель фондового рынка характерна для США, Великобритании, Канады, Австралии.

2. *Источник инвестиций.* Основным источником инвестиций в реальный сектор экономики является фондовый рынок.

3. *Инструменты фондового рынка.* Такая модель характеризуется большим количеством финансовых инструментов, обращающихся на рынке, однако особенное значение имеют облигации. Даже банковский кредит часто оформляется в виде облигаций.

4. *Институты фондового рынка.* Характеризуется большим количеством специализированных финансовых организаций, например, хедж-фонды, рейтинговые агентства (Standard and Poor's, Moody's, Fitch). Среди банков большую долю занимают специализированные банки, например, инвестиционные, ипотечные и т.д.

5. *Структура собственности.* Англосаксонская экономическая модель характеризуется распыленной структурой собственности корпораций. Очень часто в американских или британских компаниях никто не владеет контрольным

пакетом акций. Среди крупных миноритариев много институциональных инвесторов, которые в конечном счете представляют интересы мелких инвесторов – физических лиц.

6. *Степень открытости рынка.* Данная модель характеризуется высокой степенью открытости рынка. Это проявляется в том, что на биржу могут выйти сравнительно небольшие компании. При этом, чтобы попасть в листинг, они автоматически раскрывают информацию о своей деятельности, а рейтинговые агентства оценивают их кредитоспособность и инвестиционную привлекательность. Подобная система создает внутренние предпосылки к возникновению инновационных финансовых инструментов. Рынок ценных бумаг становится массовым и ликвидным, но при этом он все в большей мере отчуждается от реальной экономики.

Германская (европейско-континентальная) модель характеризуется следующими особенностями:

1. *Страны доминирования.* Германская модель финансовой системы распространена в странах континентальной Европы и в Японии.

2. *Источник инвестиций.* Основным источником инвестиций – это банковский кредит.

3. *Инструменты фондового рынка.* Рынок ценных бумаг развит равномерно, однако отношение капитализации и оборотов рынка ценных бумаг к ВВП ниже, чем в странах с англосаксонской моделью. Объем рынка облигаций гораздо меньше объема коммерческого кредита. Еще одна особенность – относительная простота финансовых продуктов.

4. *Институты фондового рынка.* На фондовом рынке в качестве участников торгов часто представлены крупные банки, причем, как правило, они универсальны и могут осуществлять любую деятельность. Что касается институтов коллективного инвестирования, то они играют относительно меньшую роль, по сравнению с англосаксонской моделью.

5. *Структура собственности.* В германской финансовой модели акционерный капитал корпораций более консолидирован. Доля розничных инвесторов и представляющих их институтов коллективного инвестирования отно-

сительно невысока, в то время как в структуре собственности часто присутствуют крупные мажоритарные инвесторы. Среди владельцев мажоритарных портфелей часто бывают государственные образования и крупные банковские группы.

Таким образом, экономические системы различных стран тяготеют к одной из двух описанных моделей или представляют из себя некий синтез двух крайностей. При этом разница между «англосаксонским» и «рейнским» капитализмом не связана исключительно с каналами распределения инвестиционных средств в экономиках стран, придерживающихся различных моделей, – отличается экономическое поведение человека, отличается степень и формы общественного контроля за деятельностью корпораций. Можно утверждать, что «англосаксонский» и «рейнский» капитализм – это не только экономические, но и культурологические понятия. Приверженность к одной из двух моделей отражается во многих сферах общественной жизни.

Существует несколько экономических показателей, которые наглядно иллюстрируют, какая система превалирует в экономике страны. Одним из них является удельный вес различных источников удовлетворения потребностей компаний в инвестициях. Если говорить о развитых странах, то можно сказать, что независимо от доминирования англосаксонской либо германской модели вплоть до 1990-х годов почти во всех странах доля банковских кредитов во внешнем финансировании превышала долю средств, получаемых от эмиссии ценных бумаг, а после 1990-х ситуация поменялась на противоположную. Тем не менее, удельный вес все равно существенно отличался для стран с различными типами экономик. Так, в США и Канаде в 1970–1980-х гг. инвестиции, привлекаемые по средствам эмиссии и размещения ценных бумаг, составляли 50–70% от всего объема внешних инвестиций, в то время как в континентальной Европе и в Японии этот показатель не превышал, как правило, 30% [1].

Также очень иллюстративным является такой показатель, как отношение размера суммарного капитала коммерческих банков к размеру ВВП.

В странах репрезентативных для англосаксонской модели этот размер меньше, чем в странах с германской моделью. Например, в начале этого десятилетия в США суммарный капитал всех коммерческих банков составлял около 4–5% ВВП, в Великобритании – 5%. В таких странах как Канада, Новая Зеландия, а также в скандинавских странах этот процент был чуть выше – 5–6%. В Германии и Бельгии он достигал 7–8%, в Италии – 9%, во Франции – 10%, в Австрии и Нидерландах – 11–12% [2, с.66].

Различия между моделями также проявляются в доминировании инсайдерской или аутсайдерской модели управления. Так, в управлении корпорациями в Америке доминирует аутсайдерская модель менеджмента. Это означает, что компанией де-факто управляет группа независимых директоров, которые не являются крупными собственниками компании. В Германии и других странах с континентальной экономической моделью оперативным управлением компанией очень часто занимаются представители крупных мажоритарных акционеров. При превалировании германской модели контроль над компанией сохраняется у одного или нескольких стратегических инвесторов.

Безусловно, обе модели имеют свои преимущества и недостатки, которые становятся особенно заметными, если речь идет о странах, где превалирует одна из систем в чистом виде. Мы попробуем провести краткий сравнительный анализ двух моделей на основе выявления их наиболее проблемных элементов.

Основной проблемой англосаксонской модели является так называемая «близорукость рынка». Она проявляется в том, что капитал частных инвесторов направляется, прежде всего, туда, где можно максимально заработать в минимальные сроки. Таким образом, в англосаксонской модели не создается предпосылок для инвестирования в инновационные области, так как частный инвестор, в большинстве своем, не готов ждать несколько лет, прежде чем его инвестиции начнут окупаться. Он настроен на быструю прибыль.

Данная проблема не является настолько актуальной для континентальной Европы или Японии. Там в структуре собственников вели-

ка доля стратегических инвесторов, тех, кто создает мощный бизнес, а не краткосрочную прибыль. Однако подобная ситуация имеет оборотную сторону. В странах репрезентативных для германской модели часто случается, что недовольными остаются миноритарные инвесторы. В то время как крупные держатели акций, представленные в совете директоров, принимают решение перенаправить прибыль на развитие бизнеса, миноритарии хотят, чтобы эта прибыль была потрачена на выплату дивидендов.

Говоря о проблемах англосаксонской модели, нельзя не сказать об ипотечном кризисе, разразившемся в США во второй половине 2007–2008 гг. Мы придерживаемся мнения, что одной из причин данного кризиса является система распределения инвестиций, основанная на рынке ценных бумаг. Дело в том, что в Европе, и в частности в России, носителем основного риска является учреждение, непосредственно выдавшее ипотечный кредит, как правило, это коммерческие банки, а в Америке носителем риска является учреждения, купившее облигации, обеспеченные ипотечным займом у учреждения, которое выдало кредит. То есть в Америке существует механизм, когда банки и ипотечные агентства выдают населению ипотечные кредиты, которые затем формируются в пул и продаются более крупным финансовым учреждениям в виде облигаций, обеспеченных ипотечными займами, которые, как правило, обладают низкой надежностью и называются *subprime bonds* (второсортные облигации – *англ.*). До определенного момента этот механизм работал отлично и устраивал всех – заемщики легко получали ипотечные кредиты, банки и ипотечные агенты получали высокую прибыль, а застройщики наращивали объемы строительства. Но в сентябре 2007 года в этом механизме произошел сбой, из которого можно сделать вывод: эффективность функционирования конкретной финансовой модели не является постоянной и при изменении внешних или внутренних условий может изменяться.

Мы придерживаемся мнения, что доминирование одного или другого института (банка или фондового рынка) в экономике очень важно, од-

нако само по себе оно не предрешает высокий уровень экономического развития. Обе модели могут эффективно обслуживать нужды реальной экономики и финансового сектора. Благополучная экономика может развиваться как в рамках одной из описанных моделей, так и в виде их сочетания [5; 6]. Компании Demirgüç-Kunt и Levine провели исследование институциональных структур 150 стран мира, и пришли к следующим выводам [5]:

1. Чем богаче страна, тем более развита ее институциональная структура финансовой системы в целом. В этих странах более активны и более эффективны институт банка и небанковские финансовые институты (страховые компании, пенсионные фонды, взаимные фонды, другие небанковские финансовые посредники), а также фондовые рынки.

2. Чем богаче страна, тем более активно и эффективно взаимодействие институциональных структур фондового рынка по сравнению с институтом банка. Иными словами, национальная финансовая система больше ориентируется на рынок капитала по мере того, как становится богаче.

Современный мир – это мир эпохи глобализации и взаимного интегрирования экономик разных стран. В этих условиях экономическая мысль не может и не должна развиваться отдельно от мирового опыта. Поэтому, говоря о двух моделях, мы должны сказать, что сегодня они редко функционируют в чистом виде – происходит их постоянное сближение.

Одним из признаков сближения двух финансовых моделей стало стирание границ между различными видами банков – инвестиционными, коммерческими, брокерскими. С другой стороны – многие небанковские организации начинают выполнять функции, которые раньше были присущи только банкам. В результате рождаются новые финансовые продукты, удовлетворяющие самым изысканным инвестиционным запросам. В настоящее время очень многие банки, в том числе и в России, начинают все более активно заниматься инвестиционным бизнесом на фондовом рынке. Так, например, многие крупные германские и швейцарские банки вышли на этот рынок пу-

тем создания или приобретения отдельных инвестиционных банков. В 1999 году, чтобы выйти на этот рынок немецкий Deutsche Bank приобрел один из ведущих американских инвестиционных банков Bankers Trust. В 2000 г. UBS – крупнейший швейцарский банк купил за 11 млрд. долл. американский инвестиционный банк Paine Webber. Не все крупнейшие банки пошли по пути слияний и поглощений, некоторые предпочли создать инвестиционный институт на базе имевшихся инвестиционных подразделений. Например, немецкий Dresdner Bank выделил в юридически самостоятельную структуру инвестиционное подразделение Dresdner Kleinwort Benson.

Процесс интеграции традиционного банковского и инвестиционного видов деятельности активно происходил и в странах с англосаксонской моделью институционального посредничества – в США, Великобритании и Канаде. Активизация этого процесса связана с отменой в 1999 году закона, запрещавшего сочетание любых двух из трех видов финансовой деятельности – кредитно-депозитную деятельность, страховую деятельность и осуществление операций на фондовом рынке (речь идет о Законе Гласса–Стигла, принятом после Великой депрессии). Отмена Закона Гласса–Стигла повлекла за собой целую серию сделок по слиянию и поглощению в США. Так, в 2000 году третий по величине американский банк Citigroup приобрел инвестиционные подразделения частной британской финансовой группы Schroders. Другой американский финансовый гигант Chase Manhattan получил контроль над британским инвестиционным банком Robert Fleming.

Процесс интеграции различных видов деятельности банков влияет на структуру прибыли материнских компаний. Налицо наличие следующей тенденции: доля прибыли от кредитно-депозитной деятельности постоянно снижается, а доля прибыли от инвестиционной деятельности растет. Однако, также явной является и та закономерность, что у банков, представляющих страны, репрезентативные для германской финансовой модели процент, прибыли от операций на фондовом рынке по-прежнему меньше, чем у банков из стран с англосаксон-

ской моделью распределения финансовых ресурсов. По различным данным, в начале XXI века американские банки получали от традиционных видов деятельности лишь около 40% прибыли. А иногда и меньше. Например, в 2000 году в структуре прибыли американской Citigroup доля доходов от традиционной банковской деятельности достигла лишь 30,6%, а 69,4% прибыль банк получил от инвестиционного и страхового бизнеса [3].

Будет справедливо сказать, что за последние несколько десятилетий многие развитые страны, где традиционно доминировал «рейнский» капитализм трансформируют свои финансовые институты в сторону англосаксонской модели. Эта тенденция воплощается в виде постоянно возрастающей роли института рынка ценных бумаг как источника привлечения (или размещения) инвестиций. Один из признаков этого процесса – возрастание роли небанковских финансовых посредников, в частности, различных институциональных инвесторов, которыми могут быть фонды коллективных инвестиций, пенсионные и страховые фонды, хедж-фонды. В этих фондах сконцентрированы колоссальные финансовые ресурсы. Например, так называемые фонды хедж-фондов (ФХФ) контролируют около 900 млрд долларов США, или около 50% общих активов всей хедж-фонд индустрии. Наиболее крупными ФХФ являются: Man Investments (39,8 млрд долларов), UBS Global Asset Management A&Q (37,8 млрд долларов), Union Bancaire Privee Asset Management (30 млрд долларов), Permal Asset Management (26 млрд долларов) [4].

Итак, рассмотрев особенности двух основных финансовых моделей – англосаксонской и германской, которые существенно отличаются своим институциональным устройством, можем сделать следующие выводы:

1. При изменении внешних обстоятельств может измениться и эффективность финансовой модели, вне зависимости от того, идет ли речь об англосаксонской или германской системе.

2. На сегодняшнем историческом отрезке наблюдается сближение двух моделей, при чем сближение идет не равномерно, а в основном за

счет изменений в развитых странах, репрезентативных для германской финансовой модели.

Далее проанализируем сложившееся институциональное устройство *российской экономики с точки зрения роли рынка ценных бумаг в распределении инвестиционных потоков.*

1. *Источник инвестиций.* В российской экономике спрос в инвестиционных ресурсах удовлетворяется, в основном, за счет банковского кредита. Роль рынка ценных бумаг как канала распределения инвестиций сравнительно мала. Это может быть объяснено многими факторами, укажем на главные:

– общий низкий уровень развития института рынка ценных бумаг;

– низкий уровень инвестиционной активности населения (в России по данным на 2006 год только 2% населения являлись держателями акций, в то время как в США этот показатель опосредственно достигает 50%);

– высокие трансакционные издержки при выходе компании на биржу;

– российские компании не спешат сделать свой бизнес прозрачным, а без этого компания не станет публичной, и ее акции не будут котироваться на бирже.

2. *Инструменты фондового рынка.* Здесь сложно говорить о приверженности одной из двух финансовых моделей, скорее, надо сказать о том, что российский фондовый рынок является развивающимся, и более или менее развитые стороны рынка ценных бумаг свидетельствуют не о доминировании конкретной финансовой модели, а об общем институциональном несовершенстве рынка.

3. *Институты фондового рынка.* В России относительно слабо развиты как институт рынка ценных бумаг, так и банковская система, поэтому говорить о доминировании определенной финансовой модели в России, опираясь на данный критерий, очень сложно.

4. *Структура собственности.* Структура собственности российских акционерных обществ характеризуется высокой степенью концентрации капитала. Это обусловлено спецификой исторического развития России, традиционно высокой степенью присутствия государства в экономике, а также результатами реформ начала 1990-х го-

дов. Подобная ситуация приближает нашу страну в институциональном устройстве экономики к странам «рейнского» капитализма.

По нашему мнению, структура собственности российских акционерных обществ может измениться в будущем, но в какую сторону, зависит от позиции государства. Если государство не будет наращивать свое присутствие в экономике и будет выполнять свои функции по антимонопольной политике, то структура собственности рано или поздно станет более распыленной. В пользу такого развития событий говорит опыт развитых мировых держав. Однако, существует вероятность, что государство предпочтет пойти по другому пути, и доминантами российской хозяйственной системы станут государственные корпорации, в которых до 100% акций будут принадлежать государству. В этой ситуации степень концентрации собственности сохранится, и финансовая модель в России по данному критерию будет оставаться более близкой к германской, чем к англосаксонской.

5. *Степень открытости рынка.* Одной из характерных черт российской экономики, является свойственная многим развивающимся странам высокая степень монополизированности. Монополизированная экономика априори не может быть открытой. Она характеризуется низким уровнем раскрытия информации. Даже у крупнейших публичных компаний России бывают проблемы с прозрачностью структуры собственности и хозяйственной деятельности. Большое количество естественных и искусственных монополий в России создают барьеры для выхода на рынок новых компаний – это одна из причин малого количества высоколиквидных акций – «голубых фишек» на российских биржах.

Обобщая вышесказанное, можно сделать вывод, что на сегодняшний день в России доминирует германская финансовая модель. Это вполне логично и объясняется спецификой исторического развития России. К основным причинам, которые способствовали становлению данной модели мы относим следующие факторы:

– Россия всегда имела крепкие политические, торговые, культурные и научные связи с

такими странами как Германия, Голландия, Франция;

– для России всегда была характерна важная роль государства в регулировании экономики;

– в России не существовало никаких объективных причин для того, чтобы у нас прижилась англосаксонская модель. Англосаксонская финансовая модель основана на англосаксонской морали и протестантской этики.

Еще один важный тезис. Как уже было сказано выше, даже в развитых странах, таких как Франция, Германия, Япония, институциональное устройство финансовых систем постепенно меняется. Российский рынок ценных бумаг – это развивающийся рынок, его институциональное устройство менее совершенно, чем в развитых странах. Поэтому справедливо предположить, что модель распределения инвестиционных ресурсов будет изменяться в будущем и в России. Мы считаем, что финансовая модель в России будет постепенно изменяться в сторону англосаксонской. Роль рынка ценных бумаг в экономике вырастет. Произойдут и другие изменения, которые будут приближать нас к англосаксонской модели, увеличивая распыленность структуры собственников российских акционерных обществ. Эта тенденция подтверждается фактами. За последние несколько лет резко увеличилось количество первичных и вторичных размещений акций российских компаний. Например, в одном только 2006 году объем IPO и SPO российских эмитентов составил 17 млрд. долларов США, по сравнению с 2005 годом он вырос в четыре раза.

Таким образом, проанализировав роль института рынка ценных бумаг в распределении инвестиционных ресурсов в России, можно сделать два вывода:

– на сегодняшний день в России доминирует германская финансовая модель;

– финансовая модель в России будет постепенно меняться в сторону англосаксонской. Данная трансформация российских институтов будет укладываться в рамки общемировых тенденций.

Литература:

1. Антонов Г. Эксперт // Эксперт. – 1999. – 11 окт.
2. Михайлов Л., Сычева Л. Казенная помощь // Эксперт. – 2000. – №22 (235).
3. Резник С. Царство онлайн-брокеров // Эксперт. – 2000. – №36 (248).
4. Рубцов Н. Алхимики инвестиций // «D`» – 2006. – №12 (15). – 4 дек.
5. Demirguc-Kunt Asli, Levine Ross. Bank-based and Market-Based Financial 6. Systems: Cross-Cultural Comparisons.
6. Levine Ross., Zervis Sara. Stock Market Banks and Economic Growth // American Economic Review. – 1998. – № 88.

