

## **Теория национальной экономики и мезоэкономическая теория**

Экономические изменения в современном мире поставили перед экономической теорией такие задачи, для решения которых оказалось явно недостаточно тех общих представлений о рациональном использовании ресурсов, что содержатся в традиционных теориях макроэкономики и микроэкономики. Этим во многом объясняется своеобразный ренессанс институциональной теории, большой интерес к ней, объединяющий страны с весьма отличающимися путями рыночных преобразований (от России до Китая<sup>1</sup>).

Одновременно, все чаще преодоление ограниченности макро и микроэкономического анализа связывают с теорией национальной экономики. Как показывает обсуждение теории и преподавания «национальной экономики»<sup>2</sup>, на эту научную и учебную дисциплину возлагаются большие надежды на преодоление дистанции между макро и микроэкономическими трактовками и реальным своеобразием воспроизводства экономических структур в рамках государственных образований. Новая дисциплина рассматривается в качестве методологической основы экономической политики государства. Похожие ожидания сопровождают становление и мезоэкономической теории<sup>3</sup>. Такое сходство представляется не случайным. Осмысление глубокой связи между мезоэкономической теорией и теорией национальной экономики имеет принципиальное значение для развития последней.

### **1. Осмысление типов современной смешанной экономики – основа теории национальной экономики**

Сведение теории национальной экономики к иллюстративному набору национальных спецификаций по всем разделам стандартного курса экономической теории вызывает обоснованные возражения. Даже очень широкий спектр фрагментарных уточнений не удовлетворяет потребность в целостной картине своеобразного развития экономики конкретной страны.

---

<sup>1</sup> К сожалению, роль институциональной теории в прокладке курса китайских реформ, как и многие другие их аспекты, редко рассматриваются в отечественных публикациях. Об этой роли см. Борох О.Н. Современная китайская экономическая мысль. — М.: Издательская фирма «Восточная литература» РАН, 1998.

<sup>2</sup> См., например, Национальная экономика: вопросы теории и проблемы преподавания // Российский экономический журнал. – 2001. - № 10.

Жизнеспособность, конкурентоспособность теории национальной экономики зависит от того, выработает ли она результативную методологию создания такой картины. Когда задача развития такой теории уже поставлена, любые неудачи в ее решении могут восприниматься как доводы в пользу традиционных подходов и их иллюстративной конкретизации. Пока преобладает ориентация на следующую методологическую схему: структуризация совокупности внутренних и внешних конкретно-исторических обстоятельств, определяющих развитие национальной экономики; адаптация к этим обстоятельствам общих представлений о господствующем типе экономической системы. В качестве такого рода типа, воплощающего тенденции XXI столетия, рассматривается смешанная экономика.

Еще недавно вопрос о том, какая система институтов, обеспечивающая функционирование смешанной экономики, трансформируется под влиянием конкретно-исторических обстоятельств в национальную экономическую систему, казался довольно простым. На фоне финансового кризиса, поразившего страны Юго-Восточной Азии, во многом ориентировавшиеся на японскую модель смешанной экономики, устойчивое экономическое развитие США способствовало восприятию ее модели смешанной экономики как общего ориентира для глобализующейся мировой экономики. Однако, как стало ясно в последнее время, эта модель, несмотря на длительную ее отладку, допускает возникновение финансовых пузырей, не исключает подмены информационной открытости компаний псевдооткрытостью, позволяющей манипулировать инвесторами.

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. Так, финансовый пузырь в японской экономике вызрел к концу 1980-х после ревизии отношений в рамках бизнес-групп (кейрецу), заметного дистанцирования с 1975 года промышленных компаний от банков, ослабления стратегического взаимодействия между бизнес-группами и правительством. С другой стороны, бурный рост американских фондовых рынков в 1997-1999 годах последовал за ревизией закона Гласса-Стигала в 1996 году, когда предел выручки, которую можно получать от операций с ценными бумагами, был увеличен для коммерческих банков с 10 до 25%.

---

<sup>3</sup> См., например, Клейнер Г. Мезоэкономика переходного периода: рынки, отрасли, предприятия // Российский экономический журнал. – 2001. - № 11-12.

Последствия такого рода шагов по сближению моделей экономики побуждают, с одной стороны, к более осторожным оценкам перспектив конвергенции этих моделей, с другой – к выделению мезоэкономического аспекта воспроизводства в качестве основополагающего в развитии отдельных моделей рыночной экономики, в формировании принципиальных свойств национальной экономики. Представленные заимствования фактически были мерами по изменению мезоэкономических качеств соответствующих национальных экономик.

Целесообразна корректировка методологической схемы анализа современной национальной экономики, выделение в этой схеме (а) процесса воспроизводства (становления – для стран с переходной экономикой) под влиянием внутренних и внешних обстоятельств некоторого типа (модели) рыночной экономики; (б) процесса развития своеобразных черт соответствующей модели в конкретной стране. Крупные (мезоэкономические) хозяйственные структуры играют существенную роль в обоих этих процессах. Вместе с тем, именно по мезоэкономическим характеристикам обычно происходит разграничение моделей рыночной экономики. Соответственно, мезоэкономическая теория предстает прежде всего в качестве научного описания процесса воспроизводства (становления) этих моделей.

## **2. Мезоэкономические основания типизации моделей рыночной экономики**

Крупный бизнес формирует своего рода экономический каркас индустриально развитых стран. Недавние исследования<sup>4</sup>, охватывающие 43 страны, свидетельствуют о том, что на 2/3 промышленный рост определяется укрупнением уже существующих фирм и лишь на 1/3 – созданием новых. Уже на этом основании можно говорить о формировании макроэкономических характеристик под влиянием мезоэкономических структур.

Вместе с тем, своеобразие моделей рыночной экономики раскрывается прежде всего через формирующие такие структуры механизмы укрупнения бизнеса и консолидации ресурсов экономических субъектов. Для англо-американской (англо-саксонской) модели рыночной экономики характерны более жесткие схемы консолидации, экономическая интеграция через рынок корпоративного контроля (слияния и поглощения). Соответственно, можно говорить о рыночно-ориентированной модели экономики. При этом банки выполняют главным образом посреднические

функции и дистанцированы от реального сектора экономики. Во взаимодействии экономических партнеров преобладает рыночная координация.

Для экономик Японии и Германии свойственно укрупнение бизнеса не только через более тесные связи банков с промышленными компаниями, но и в форме углубления сотрудничества между такими компаниями. Активная координирующая роль банков позволяет говорить о банковско-ориентированной модели экономики.

Механизмы укрупнения бизнеса определяют принципиальные черты корпоративного управления в соответствующих странах. В англо-американской модели рынок акций (корпоративного контроля) – это не только инструмент консолидации бизнеса, но и средство влияния на действия управляющих. Интеграция через отношенческие контракты в японо-германской модели переводит фокус корпоративного управления с интересов акционеров на интересы сообщества заинтересованных лиц<sup>5</sup>. Таким образом, можно говорить о формировании микроэкономических характеристик под влиянием мезоэкономических структур.

### **3. Мезоэкономика: в фокусе анализа новое качество экономических отношений**

Принципиальную специфику мезоэкономики по отношению к микро и макроэкономике можно представить как отход экономической теории от обезличенности экономических субъектов. Микроэкономическая установка на обезличенность экономических субъектов очевидна. Идеальной для микроэкономической теории является ситуация совершенной конкуренции, когда, во-первых, на рынке одновременно присутствует большое количество продавцов и большое количество покупателей (т.н. полиполия), во-вторых, рынок имеет совершенный характер, т.е. предлагаемые товары и услуги полностью одинаковы (гомогенны) у всех продавцов и не существует никаких причин предпочесть одного участника другому (отсутствуют предпочтения). Проявлением микроэкономической обезличенности служит единая цена на продукцию, даже когда одной из сторон выступает конкретный монополист. При микроэкономическом анализе дифференциации цен, они остаются едиными для отдельных групп потребителей.

---

<sup>4</sup> Rajan, R. and L. Zingales. Financial Dependence and Growth // The American Economic Review. – 1998. - V. 88. - P. 559-586.

<sup>5</sup> Такого рода «расширительную», по выражению Винслава Ю. (Утверждая научные принципы управления интегрированными корпорациями // Российский экономический журнал. – 2001. - №10. – С. 8), трактовку корпоративного управления можно назвать и мезоэкономической.

Макроэкономическая установка на обезличенность проявляется в единых нормативах, формируемых государством для экономических субъектов.

Вместе с тем становится все очевидней, что развитая рыночная экономика – это не только отношения обезличенной регламентации и конкуренции, административного подчинения (прежде всего, внутрифирменного). Существует целый спектр отличных от перечисленных отношений (толлинг, бартер, совместная деятельность и др.). Такого рода отношения означают квазиинтеграцию экономических субъектов, поскольку связи между ними еще не приобретают внутрифирменный характер, но уже более тесные по сравнению с классическими рыночными отношениями.

Мезоэкономический анализ, нередко смыкаясь с институциональным, ведет к ревизии ряда устоявшихся представлений о рыночной экономике. Например, выявляется роль доверия во взаимоотношениях деловых партнеров, во многом определяющего конфигурацию деловых связей в условиях неполноты контрактов<sup>6</sup>. Недооценка доверия, включая доверие к судебной-правовой системе, способна привести к тупику в решении проблемы защиты прав собственности и договорных обязательств. Уместно вспомнить роль внутреннего (т.е. внутригруппового) кредитования в становлении капитализма.

Роль специфических отношений вновь проявляется при становлении постиндустриального общества. Речь идет о переменах, когда преобладание массового производства для обезличенного потребителя сменяется производством под конкретного потребителя. Для современной экономики характерно сужение доли биржевых товаров (т.е. товаров обезличенных производителей). Растет влияние брендов, выделяющих отдельных производителей из их обезличенной массы. Разного рода сетевые структуры, стратегические альянсы, финансово-промышленные группы – ведущие действующие лица глобализующейся мировой экономики. Можно сказать, что именно мезоэкономический анализ закладывает основы экономической теории постиндустриального общества.

Вместе с тем, воспроизводство и изменение мезоэкономических отношений – лишь один из аспектов экономического развития. На формирование реальной картины национальной экономики оказывают влияние не только мезоэкономические факторы. Однако трактовка роли этих факторов во многом определяет различия между

---

<sup>6</sup> О неоднозначной роли доверительных деловых связей в российской экономике см. Сергиенко Я. Феномен использования «доверительных» стратегий предприятиями реального сектора экономики // Российский экономический журнал. – 2002. - №1.

отдельными концепциями экономического развития, фактически претендующими на раскрытие его национальной специфики, на объяснение истоков экономического лидерства и отставания .

#### 4. Концепции развития национальной экономики

**1. Рыночно-ориентированная концепция развития** акцентирует внимание на созидательных функциях рынков акций, рыночного перераспределении ресурсов. На первый план выдвигается роль фондового рынка в фиксации и наращивании экономических достижений<sup>7</sup>. Повышение ликвидности фондовых рынков благоприятствует инвестициям в долгосрочные проекты, поскольку инвесторы могут легко продать свою долю в проекте при возникновении у них потребности в денежных средствах<sup>8</sup>. При этом усиливается и дисциплинирующее воздействие рынка акций на управляющих, что уменьшает агентские издержки. Отмечается вклад этого рынка в диверсификацию риска.

Одновременно подчеркиваются изъяны банковско-ориентированных систем. Во-первых, приобретая дорогую информацию относительно предприятий, банки могут извлекать большую ренту от обладания такой информацией. Это уменьшает стимулы фирм к тому, чтобы участвовать в рискованных проектах с большой отдачей, поскольку фирмы чрезмерно большую долю потенциальной прибыли вынуждены будут уступить банкам<sup>9</sup>. Во-вторых, предоставляя ссуды, банки склонны к низкому риску, и поэтому, к проектам с низкой отдачей. Таким образом, банковско-ориентированные системы могут тормозить инновации и экономический рост<sup>10</sup>.

Кроме того, сговор мощных банков с менеджерами против других инвесторов создает тупики в корпоративном управлении, формировании новых фирм, и экономическом росте<sup>11</sup>. Таким образом, сторонники рыночно-ориентированного

---

<sup>7</sup> 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.

<sup>8</sup> См. Levine, Ross. Stock Markets, Growth, and Tax Policy // Journal of Finance. - September 1991. - V. 46(4). Bencivenga, Valerie R., Smith, Bruce D., and Starr, Ross M. Transactions Costs, Technological Choice, and Endogenous Growth // Journal of Economic Theory. - October 1995. - V. 67(1).

<sup>9</sup> Rajan, Raghuram G. Insiders and Outsiders: The Choice Between Informed and Arms Length Debt // Journal of Finance. - September 1992. - V. 47(4). - P. 1367-1400.

<sup>10</sup> 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.

<sup>11</sup> Hellwig, Martin. On the Economics and Politics of Corporate Finance and Corporate Control. - Working paper, University of Mannheim, 1998.

представления подчеркивают, что рынки уменьшают свойственную банкам неэффективность и способствуют экономическому развитию.

**2. Банковско-ориентированная концепция развития** акцентирует внимание на положительной роли банков, на внутригрупповых кооперации и маневрировании ресурсами. На первый план выдвигается вклад банков в мобилизацию ресурсов, выявление перспективных инвестиционных проектов, контроль за действиями менеджеров и управление рисками<sup>12</sup>. Предложенная Бенсивенга и Смитом теоретическая модель<sup>13</sup> показывает, что деятельность банков как финансовых посредников позволяет ускорять экономический риск даже без увеличения нормы сбережений.

Одновременно подчеркиваются недостатки рыночно-ориентированных систем. Отмечается, что, с одной стороны, ликвидные рынки ценных бумаг побуждают инвесторов к поискам такой информации относительно инвестиционных возможностей, которая еще не отражена в ценах соответствующих активов и сулит прибыли ее обладателю. С другой стороны, высокоразвитые рынки характеризуются быстрым приспособлением цен к новой информации, что ограничивает возможности извлечения прибыли из этой информации. Тем самым ослабляются стимулы к выявлению перспективных инновационных проектов, что может препятствовать эффективному перераспределению ресурсов<sup>14</sup>. Сторонники банковско-ориентированной концепции указывают, что ликвидные рынки создают близорукий климат для инвесторов<sup>15</sup>.

Неоднозначное влияние оказывает повышение ликвидности фондового рынка и на корпоративное управление. Шляйфер и Вишну, а также Бхайд обращают внимание на то, что у акционеров могут при этом ослабляться мотивации к решению дорогостоящих задач по контролированию менеджеров<sup>16</sup>. На ликвидных рынках инвесторы могут легко продавать свои акции и у них меньше стимулов строго

---

<sup>12</sup> Levine, Ross. Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda // Journal of Economic Literature. - June 1997. - P. 688-726.

<sup>13</sup> См. Bencivenga, V. and B.D. Smith. Указ. соч.

<sup>14</sup> 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.

<sup>15</sup> Bhidé, Amar. The Hidden Costs of Stock Market Liquidity // Journal of Financial Economics. - August 1993. - V. 34(1). - P. 1-51.

<sup>16</sup> 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).

контролировать менеджеров. Изъяны в корпоративном управлении препятствуют эффективному распределению ресурсов и замедляют экономический рост. Таким образом, развитие фондовых рынков оказывает неоднозначное влияние на корпоративное управление и национальную производительность факторов производства.

Кроме того, преимущества банковской ориентации могут быть связаны с институциональными обстоятельствами. Рыночно-ориентированные системы успешно функционируют в условиях сильной юридической защиты прав собственности и договорных обязательств, где достаточно оперативно и непредвзято действует судебная система. Вместе с тем, в контрактах трудно предусмотреть все детали, необходимые для полного контроля над сделками. В рамках обычного права суд стремится следовать скорее за духом, чем за буквой контракта. Это усиливает судебную защиту контрактов. Неудивительно, что рыночно-ориентированные системы характерны для стран с традицией обычного права.

Другое различие между банковско- и рыночно-ориентированными системами – относительное значение информационной прозрачности. Она играет большую роль в обеспечении судебной защиты контрактов. Мощные же банки даже в странах со слабыми юридическими и учетными системами способны принуждать клиентов к раскрытию информации и возврату кредитов, тем самым облегчая промышленное развитие<sup>17</sup>. С этих позиций, рыночно-ориентированные системы могут быть менее эффективны, чем банковско-ориентированные системы в перераспределении капитала к новым инновационным фирмам.

**3. Финансово-ориентированная концепция развития.** И рынок акций, и банки – составляющие финансовой системы. На роль более общего описания факторов экономического развития претендует концепция, в которой экономический рост соотносится не с отдельными составляющими финансовой системы, а с общим уровнем ее развития, с качеством предоставляемых финансовых услуг. Банки и рынки акций предстают в этой концепции как взаимодополняющие, а отчасти и взаимозамещающие структуры.

Эта концепция подчеркивает, что качество финансовых услуг имеет критическое значение для формирования фирм, индустриальной экспансии и экономического роста. Разделение между банками и рынками в обеспечении этих услуг имеет подчиненное



значение. Другими словами, финансово-ориентированная концепция утверждает, что для экономического развития важно общее состояние финансовой системы, а ее конфигурация – лишь средство минимизации транзакционных издержек в конкретных условиях функционирования этой системы.

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.

Вместе с тем, ведущая роль финансовой системы в экономическом развитии не является бесспорной. Так, Лукас полагает, что экономисты переоценивают роль финансовой системы<sup>18</sup>, а Робинсон рассматривает банки как пассивно сопровождающие экономический рост<sup>19</sup>.

**4. Юридически-ориентированная концепция развития** рассматривает финансовую систему не как самостоятельный фактор экономического развития, но объект определяющего влияния юридической системы.

Ла Porta и др. недавно указали на ограниченность дискуссии относительно преимуществ банковско-ориентированных и рыночно-ориентированных систем<sup>20</sup>. Вместо этого они доказывают, что юридическая система - первичный детерминант эффективности финансовой системы в облегчении инноваций и роста. Соответственно, особенности юридической системы оказываются основой национальной модели экономики.

**5. Эволюционная концепция** в определенной мере объединяет многие факторы экономического развития. При анализе его национальных особенностей внимание фокусируется на механизмах технологического обновления производства. Однако, в отличие от неоклассической теории роста, учитывается неравномерность экономического развития, его циклический, волновой характер. Национальные модели предстают вариантами приспособления экономики к жизненному циклу технологий,

---

<sup>17</sup> Rajan, R. and L. Zingales. Which Capitalism? Lessons from the East Asian Crisis (<http://www.ssrn.com>).

<sup>18</sup> Lucas, Robert E. On The Mechanics of Economic Development // Journal of Monetary Economics. - June 1988. - V. 22(3).

<sup>19</sup> Robinson, Joan. The Rate of Interest, and Other Essays. - London: Macmillan, 1952.

<sup>20</sup> La Porta, Rafael; Lopez-de-Silanes, Florencio; Shleifer, Andrei; and Vishny, Robert W. Investor Protection and Corporate Governance // Journal of Financial Economics. – 2000.

отраслей. Специфика национальной модели развития проявляется и в технологическом и в организационном аспектах инноваций. Большой вклад в становление эволюционной концепции внесли исследования Кондратьева<sup>21</sup> и Шумпетера<sup>22</sup>. Как известно, в теории экономического развития Шумпетера банковская система играет исключительно большую роль в экономическом росте, в перераспределении ресурсов от старых к новым производствам.

Вместе с тем, принципиальным достоинством эволюционного подхода является соотнесение возможностей банковско-ориентированных и рыночно-ориентированных систем (моделей национальной экономики) не с технологическим развитием вообще, но с отдельными его этапами.

### **5. Модели национальной экономики и финансирование молодых фирм**

В рыночно-ориентированной системе норма процента за кредит отражает условия конкуренции между заемщиками и между кредиторами. В банковско-ориентированной системе при оценке заемных потребностей фирмы и ее способности оплачивать проценты банк учитывает не только текущее состояние фирмы, но и потенциал ее долгосрочного развития, доступные банку рычаги влияния на фирму. Норма процента за кредит для конкретного проекта может отклоняться от нормы, соответствующей рискованности проекта.

И заемщик, и кредитор имеют свои мотивы для отхода от рыночных принципов во взаимоотношениях между ними. Заемщик заинтересован в поддержке, которую ему могут оказать другие группирующиеся вокруг банка компании. Банк рассчитывает в конечном итоге перекрыть потери при предоставлении кредита под норму процента, уступающую рыночной.

Выплата рыночной нормы процента может существенно ограничивать текущие инвестиционные возможности молодой фирмы, препятствуя реализации высокодоходных в перспективе проектов. Банковско-ориентированная система допускает дифференциацию норм процента за кредит во времени. Банк, уверенный в устойчивости кредитных отношений, способен предложить относительно дешевые кредиты (под норму процента, ниже рыночной) на ближайший период, будучи уверен в использовании дорогих кредитов (под норму процента, выше рыночной) тем же

---

<sup>21</sup> Кондратьев Н.Д. Большие циклы конъюнктуры // Избранные сочинения. – М., Экономика, 1993 (1925).

<sup>22</sup> Шумпетер Й.А. Теория экономического развития. – М., 1982 (1934); Капитализм, социализм и демократия. – М., Экономика, 1995 (1950).

клиентом в дальнейшем. Таким образом, кредитная поддержка обычно испытывающих временные трудности молодых фирм более вероятна в банковско-ориентированной, чем в рыночно-ориентированной системе.

Связь между ослаблением конкурентных принципов распределения кредитных ресурсов и снижением процентных ставок для молодых фирм обнаруживается даже в рыночно-ориентированной экономике США. Установлено, что на "концентрированных" кредитных рынках, где большинство займов предоставляется узким кругом банков, молодым фирмам легче получить кредиты, чем на конкурентных рынках<sup>23</sup>.

## **6. Модели национальной экономики и инвестиции по этапам жизненного цикла производства**

Способность банковско-ориентированных систем превращать краткосрочные потери в долгосрочные выгоды сопровождается ослаблением и искажением ценовых сигналов. Менее тесной оказывается связь между инвестиционными расходами и денежным потоком. Сопоставление японских фирм, имевших близкие отношения с банками и без таких отношений, выявило следующие отличия в инвестиционном поведении<sup>24</sup>. Инвестиции фирм, дистанцированных от банков, очень чувствительны к потоку наличности. Инвестиции тесно связанных с банками фирм гораздо меньше зависят от этого потока. Ограниченность собственных средств таких фирм компенсируется банковскими кредитами. Это свойство банковско-ориентированных систем может приводить к неоднозначным последствиям на разных этапах жизненного цикла производства.

*Формирование новых отраслей.* Значение ценовых сигналов в этот период существенно зависит от того, идет ли речь о лидирующем или догоняющем развитии.

В последнем случае неточность ценовой информации может не иметь критического значения для инвестиционных решений. Текущая рентабельность обычно не играет ведущей роли при выборе и реализации стратегии догоняющего развития. Во многом имитируются уже апробированные лидерами решения, хотя поиск и реализация сравнительных преимуществ национальной экономики – необходимое условие приближения к лидерам. Повышение доступности заемных средств при тесных связях с

---

<sup>23</sup> Mitchell Petersen and Raghuram Rajan. The Effect of Credit Market Competition on Lending Relationships // Quarterly Journal of Economics. – 1995. - V. 110. - P. 407-443.

<sup>24</sup> 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.

банком, наблюдаемое в банковско-ориентированных системах, способствует форсированному становлению новых отраслей.

Иная ситуация в лидирующей экономике, вынужденной «нащупывать» новые перспективы производства. Здесь повышение точности ценовой информации существенно сказывается на качестве оценки рыночных ниш отдельных продуктов и технологий. С этой точки зрения, рыночно-ориентированная система обнаруживает определенные достоинства.

С другой стороны, инновационные процессы в лидирующей экономике характеризуются высокой степенью неопределенности. Как следствие, заключаемые в этот период контракты отличаются неполнотой. Банковско-ориентированная модель экономики с ее более тесными отношениями между экономическими партнерами лучше приспособлена к условиям неполноты контрактов.

*Переход от этапа быстрого роста отрасли к этапу ее зрелости.* Ценовые сигналы, наряду с динамикой сбыта, помогают выявить такую ситуацию. Вместе с тем, до момента насыщения рынка уровень отраслевой рентабельности может быть выше среднего уровня. Привязка инвестиций к текущей рентабельности, чаще наблюдаемая в рыночно-ориентированных системах, способна обернуться вхождением отрасли в этап зрелости вместе с грузом избыточных инвестиций. После окончания быстрого роста более масштабный характер в рыночно-ориентированной экономике может принять и ревизия рыночной капитализации отраслевых активов.

Инвестиционной инерции подвержена и банковско-ориентированная система. Этому способствует как неточность ценовой информации, так и возможность продолжения массивных инвестиций за счет банковских кредитов. Однако партнерство между банковским и реальным секторами экономики может выступать и фактором ослабления инвестиционной инерции, усиливая долгосрочные мотивации их деятельности и внимание к долгосрочным закономерностям технико-экономического развития.

*Этап зрелости отрасли.* Внутриотраслевая конкуренция в этот период смещается в сферу улучшающих инноваций. Точность ценовой информации приобретает в этих условиях исключительно большое значение для точной дозировки инвестиций, для оценки потребностей в различных улучшающих инновациях. Соответствующее преимущество имеет в таком случае рыночно-ориентированная система.

Вместе с тем, в преддверии окончания этого этапа целесообразно упреждающее сокращение инвестиций в воспроизводство отраслевых активов. Банковско-ориентированная система, в принципе, лучше приспособлена к таким действиям, к ограничению инвестиций, не дожидаясь явного спада в отраслевой рентабельности.

*Этап спада отрасли.* В рыночно-ориентированной системе сокращение инвестиций в отрасль сопровождается снижением объемов реализации ее продукции. Отрыв инвестиций от потока наличности на завершающих этапах жизненного цикла производства, наблюдаемый в банковско-ориентированной системе, может вести как к избыточными капиталовложениями в заходящие отрасли, так и к ускоренному перераспределению ресурсов в новейшие отрасли.

Итак, на всех этапах жизненного цикла отрасли **каждая из моделей рыночной экономики имеет свои сравнительные преимущества. В условиях догоняющего развития соотношение этих преимуществ смещается в сторону банковско-ориентированной модели.** Вместе с тем, реализация преимуществ банковско-ориентированной модели экономики во многом зависит от качества стратегических решений.

## **7. Особенности переходной экономики и становление национальной модели экономики**

Объектом анализа довольно часто являются сравнительные преимущества банковско-ориентированной модели при малой информативности ценовых сигналов, слабости договорной «инфраструктуры», облегчающей сделки, обеспечивающей защиту прав и договорных обязательств. Такая ситуация характерна для стран с еще формирующимися рыночными институтами. 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 отношения<sup>25</sup>.

Современные теоретические представления о роли банков в экономическом росте исходят из того, что в относительно неразвитых экономиках банки представляют

---

<sup>25</sup> См., например, Charles Calomiris and Carlos Ramirez. 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.

по существу все организованные финансовые рынки. В частности, рынки акций и облигаций не играют большой роли<sup>26</sup>.

Если слаба и банковская система, большая часть капиталовложений осуществляется в режиме самофинансирования, что сопряжено со значительными трудностями при длительном цикле производства. Поскольку между инвестиционными расходами и получением прибыли от них имеются длительные временные разрывы, инвесторы могут сталкиваться с непредсказуемыми потребностями в ликвидности, способными привести к срыву реализации проекта. Экономические субъекты вынуждены самостоятельно подстраховываться на случай неожиданной потребности в ликвидности. Это ведет к чрезмерным инвестициям в непроизводительные ликвидные активы. Таким образом, слабость банковского сектора сказывается на структуре сбережений весьма неблагоприятно для накопления капитала. Обеспечение ликвидности часто рассматривается в качестве наиболее важной роли банков в содействии экономическому росту.

Странам с переходной экономикой приходится решать свои проблемы, как правило, при слабости и национального фондового рынка, и национальной банковской системы. Выбор путей финансирования модернизации в условиях конкретной страны – одна из тех проблем, решению которых призвана помочь теория национальной экономики. Однако современный уровень аналитического развития этой теории не вполне отвечает ее нормативным функциям. Тем большее внимание привлекают эмпирические сопоставления моделей национальной экономики, факторов экономического развития.

## **8. Эмпирический анализ факторов развития национальной экономики**

Число эмпирических исследований различных моделей экономики быстро увеличивается. Большое внимание уделяется сопоставлению банковско-ориентированных и рыночно-ориентированных систем. Эмпирические исследования проводятся по данным на уровне фирм<sup>27</sup>, промышленности<sup>28</sup>, отдельных стран<sup>29</sup>, включают анализ временных рядов<sup>30</sup>, межстрановой анализ<sup>31</sup>.

---

<sup>26</sup> См., например, Bencivenga, V. and B.D. Smith. Financial Intermediation and Endogenous Growth // Review of Economic Studies. - April 1991. - V. 58 (2).

<sup>27</sup> Demirgüç-Kunt, Asli and Maksimovic, Vojislav. Law, Finance, and Firm Growth // Journal of Finance. - December 1998. - V. 53(6). - P. 2107-2137; Institutions, Financial Markets and Firm Debt Maturity // Journal of Financial Economics. - 1999.

<sup>28</sup> Rajan, Raghuram G. and Zingales, Luigi. Financial Dependence and Growth // American Economic Review. - June 1998. - V. 88(3) - P. 559-586; Wurgler, Jeffrey. Financial Markets and the Allocation of Capital // Journal of Financial Economics – 2000. - V. 58. - P. 187-214.

**Эволюцию экономических систем** Демиргас-Кант и Левайн рассматривают, используя данные относительно примерно 150 стран для сопоставления финансовых систем. Анализируется, какие финансовые системы характерны для групп стран с разным подушевым доходом<sup>32</sup>.

Обнаруживается, что банки, другие финансовые посредники, фондовые рынки растут по мере того, как страны становятся богаче. Тем не менее, хотя рыночная капитализация активов коррелирована с ВВП, ряд развитых стран (Германия, Южная Корея) имеют относительно небольшую капитализацию фондового рынка.

Индексом банковской концентрации служит доля активов трех самых крупных банков в общих активах банковского сектора. По мере перехода от стран с более низким душевым ВВП к странам с более высоким концентрация банков имеет тенденцию падать. Однако это снижение концентрации банковского сектора не является статистически значимым.

Страны со слабо развитыми финансовыми системами склонны накладывать больше ограничений на действия банков. Имеется сильная положительная связь между коррупцией и слабостью развития финансовой системы.

В странах с более высоким душевым доходом рынки акций становятся более активными и эффективными, чем банки. Возрастает, причем и относительно банков, роль небанковских посредников (страховых компаний, пенсионных и инвестиционных

<sup>29</sup> Haber Stephan H. Industrial Concentration and Capital Markets: A Comparative Study of Brazil, Mexico and the United States, 1830-1930 // *Journal of Economic History*. - September 1991. - V. 51(3). - P. 559-80.

<sup>30</sup> Neusser, Klaus and Kugler, Maurice. Manufacturing Growth and Financial Development: Evidence from OECD Countries // *Review of Economics and Statistics*. - November 1998. - V. 80. - P. 636-46; Rousseau, Peter L. and Wachtel, Paul. Financial Intermediation and Economic Performance: Historical Evidence from Five Industrial Countries // *Journal of Money, Credit, and Banking*. - November 1998. - V. 30(4). - P. 657-78.

<sup>31</sup> King, Robert G. and Levine, Ross. Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right // *Quarterly Journal of Economics*. - 1993. - V. 108. - P. 717-38; Finance, Entrepreneurship, and Growth: Theory and Evidence // *Journal of Monetary Economics*. - 1993. - V. 32. - P. 513-42; Levine, Ross and Zervos, Sara. Stock Markets, Banks, and Economic Growth // *American Economic Review*. - June 1998. - V. 88(3). - P. 537-558; Levine, Ross. The Legal Environment, Banks, and Long-Run Economic Growth // *Journal of Money, Credit, and Banking*. - August 1998. - V. 30 (pt.2). - P. 596-620; Law, Finance, and Economic Growth // *Journal of Financial Intermediation*. - 1999. - V. 8(1/2). - P. 36-67; Beck, Thorsten; and Levine, Ross. Stock Markets, Banks and Growth: Correlation or Causality? - World Bank, July 2001 (<http://www.ssrn.com>); Beck, Thorsten; Levine, Ross; Loayza, Norman. Finance and the Sources of Growth // *Journal of Financial Economics*. - 2000. - V. 58(1); Levine, Ross; Loayza, Norman; and Beck, Thorsten. Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes // *Journal of Monetary Economics*. - 2000. - V. 46. - P. 31-77; Rousseau, Peter L. and Wachtel, Paul. Equity Markets and Growth: Cross-Country Evidence on Timing and Outcomes, 1980-1995 // *Journal of Business and Finance*. - November 2000. - V. 24. - P. 1933-57; 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); Leahy, Michael; Schich, Sebastian; Wehinger, Gert; Pelgrin, Florian and Thorgeirsson Thorsteinn. Contribution of Financial Systems to Growth in OECD Countries. OECD Working Paper 280 (<http://www.oecd.org/eco/eco>).

фондов). Таким образом, экономические системы имеют тенденцию к усилению рыночной ориентации по мере роста подушевого ВВП.

Однако этот вывод не вносит определенности в то, является ли финансовая система катализатором экономического развития или только сопровождает рост ВВП.

При анализе **связи между финансовой системой и экономическим ростом** в центре внимания оказывается следующий вопрос. Растут ли страны с банковско-ориентированными финансовыми системами быстрее, чем страны с рыночно-ориентированными системами, или принципиальным фактором экономического развития является не тип финансовой системы, а общий уровень ее развития?

Среди показателей развития финансовой системы фигурируют ее активность и размер.

*Активность финансовой системы* оценивается по произведению:

$$\frac{\text{Оборот рынка акций}}{\text{ВВП}} \times \frac{\text{Обязательства частного сектора перед финансовыми институтами}}{\text{ВВП}}$$

Первый множитель является индикатором ликвидности рынка акций.

*Размер финансовой системы* определяется по соотношению:

$$\frac{\text{Рыночная капитализация} + \text{Обязательства частного сектора перед финансовыми институтами}}{\text{ВВП}}$$

Показатели финансовой структуры характеризуют близость финансовой системы к банковско-ориентированной или к рыночной ориентированной модели.

*Показатель активность финансовой структуры* выражает соотношение:

$$\frac{\text{Оборот рынка акций}}{\text{Кредиты коммерческих банков частному сектору}}$$

*Размер финансовой структуры* оценивается по соотношению:

$$\frac{\text{Рыночная капитализация}}{\text{Кредиты коммерческих банков частному сектору}}$$

Чем больше значение представленных показателей финансовой структуры, тем ближе финансовая система к рыночно-ориентированной модели.

---

<sup>32</sup> См. Demirgüç-Kunt, Asli and Levine, Ross. Bank-Based and Market-Based Financial Systems:



При изучении 48 стран в период 1980-1995 гг. установлено, что характеристики финансовой структуры не обнаруживают статистически значимой связи с темпами долгосрочного экономического роста. Таким образом, близость экономической системы к рыночно-ориентированной или банковско-ориентированной модели сама по себе не является залогом увеличения подушевого ВВП. Вместе с тем, общий уровень финансового развития положительно связан с темпами экономического роста<sup>33</sup>.

Ранее Левайн и Зеврос выявили такую связь для отдельных составляющих финансовой системы<sup>34</sup>. Было показано, что ликвидность рынка акций и уровень развития банковской системы положительно коррелированы как с текущими, так и будущими нормами экономического роста, накопления капитала, повышения производительности факторов. Этот результат сохраняется при варьировании набора регрессоров, включении в него многих других объясняющих переменных. Следовательно, по индикаторам уровня банковского развития и ликвидности рынка акций можно предсказывать динамику ряда важнейших экономических показателей.

*Индикатором уровня банковского развития* служит сумма банковских ссуд частным предприятиям относительно ВВП. *В качестве индикаторов ликвидности рынка акций* рассматриваются: оборот рынка акций относительно суммарной капитализации листинговых компаний и относительно ВВП.

Другие характеристики рынка акций, включая его размер (отношение суммарной капитализации листинговых компаний к ВВП), степень интеграции в мировые рынки, изменчивость отдачи от инвестиций в акции, не обнаружили значимой связи с долгосрочным ростом, накоплением капитала и повышением производительности факторов. Ни один из финансовых индикаторов не обнаруживает значимой связи с частными нормами сбережения.

Хотя такого рода анализ не раскрывает причинно-следственных связей между развитием финансовой системы и экономическим ростом, его результаты показывают, что рынок акций и банковский сектор не просто следуют за экономическим ростом, но и в существенной мере влияют на него.

---

Cross-Country Comparisons. World Bank Group, Policy Research Working Paper 2143 (July 1999).

<sup>33</sup> Beck, Thorsten; Demirgüç-Kunt, Asli; Levine, Ross and Maksimovic Vojislav. Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Cross-Country Comparisons. World Bank Group, Policy Research Working Paper 2423.

Анализ **влияния юридической среды на экономическое развитие** опирается на характеристики этой среды, отражающие:

- степень защиты кредиторов в случае реорганизации или ликвидации компании;
- уровень защиты прав миноритарных акционеров;
- силу права, традиций законопослушания,
- происхождение юридической системы (4 главные юридические системы: английское обычное право, французское, немецкое, скандинавское гражданское право).

Установлено, что происхождение юридической системы существенным образом влияет на юридическую поддержку кредиторов и акционеров<sup>35</sup>, на договорную дисциплину и развитие рынка акций<sup>36</sup>. В целом подтверждается, что юридическая система облегчает экономический рост.

При анализе **связи между финансовой системой и развитием промышленности** в центре внимания находятся следующие вопросы:

Растут ли отрасли промышленности, которые сильно зависят от внешних финансов, быстрее при банковско- или при рыночно-ориентированной финансовой системе?

Формирование новых фирм в этих отраслях более вероятно в банковско- или в рыночно-ориентированных финансовых системах?

Анализ 36 отраслей промышленности в 34 странах не выявил влияния финансовой структуры на темпы роста зависимых от внешнего финансирования отраслей промышленности. На уровне этих отраслей подтвердилось, что принципиальное значение для их роста имеет общий уровень развития юридической и финансовой систем, а не банковско- или рыночно-ориентированный характер последней. Аналогичные факторы определяют и возникновение новых фирм в рассматриваемых отраслях<sup>37</sup>.

---

<sup>34</sup> Levine, Ross and Zervos, Sara. Stock Markets, Banks, and Economic Growth // American Economic Review. - June 1998. - V. 88(3). - P. 537-558.

<sup>35</sup> La Porta, Rafael; Lopez-de-Silanes, Florencio; Shleifer, Andrei; and Vishny, Robert W. Law and Finance // Journal of Political Economy. – 1998. - V. 106(6). - P. 1113-1155; Legal Determinants of External Finance // Journal of Finance. - July 1997. - V. 52(3). - P. 1131-1150.

<sup>36</sup> Levine, Ross; Loayza, Norman; Beck, Thorsten. Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes // Journal of Monetary Economics. – 2000. - V. 46. - P. 31-77.

<sup>37</sup> Beck, Thorsten; Demirgüç-Kunt, Asli; Levine, Ross and Maksimovic Vojislav. Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Cross-Country Comparisons. World Bank Group, Policy Research Working Paper 2423.

Изучение **влияния финансовой и юридической систем на уровне отдельных фирм** сосредоточивается на следующих вопросах:

Имеют ли фирмы в банковско-ориентированных системах больший доступ к внешнему финансированию и растут ли фирмы быстрее в таких системах, чем фирмы в рыночно-ориентированных финансовых системах?

Оказывает ли составляющая финансовой системы, определяемая юридической окружающей средой, влияние на деятельность фирм?

Статистика фирм по 40 странам в период 1989-1996 гг. позволяет заключить, что на уровне отдельных фирм действуют те же закономерности, что и на отраслевом уровне. Быстрый рост фирм, доступность для них внешнего финансирования определяются не финансовой структурой, а уровнем развития финансовой и юридической систем<sup>38</sup>.

## **9. Ограниченность имеющихся эмпирических оценок моделей экономики и экономическая политика**

Представленный очерк эмпирических исследований говорит о наличии определенных свидетельств в пользу финансово-ориентированной и юридически-ориентированной концепций экономического развития. Вместе с тем, современный уровень теоретической разработки моделей национальной экономики и их эмпирической проверки оставляет простор для дальнейших дискуссий.

Так, выделение зависимых от внешнего финансирования отраслей промышленности проводилось в рассмотренных публикациях на основе американской статистики для периода 1980-1989 гг. Во-первых, довольно спорно предположение о том, что потребность отраслей во внешнем финансировании носит естественный характер, не зависит от модели национальной экономики. Оценки отраслевой зависимости от внешнего финансирования обнаруживают значительные расхождения, если сопоставляются оценки для всех компаний США в 80-е годы, для молодых компаний в эти годы, всех компаний в 70-е и канадских компаний в 80-е годы<sup>39</sup>.

Во-вторых, рассматриваемый период соответствует завершению этапа быстрого роста 5-ой технологической волны и переходу к этапу зрелости. Сопоставление же банковско-ориентированной и рыночной ориентированной систем представляют

---

<sup>38</sup> Demirgüç-Kunt, Asli and Maksimovic, Vojislav. Funding Growth in Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Evidence from Firm Level Data. World Bank Group, Policy Research Working Paper 2432.

наибольший интерес именно для этапов зарождения и быстрого подъема длинной волны технико-экономического развития. Соответственно, наиболее зависимые от внешнего финансирования отрасли целесообразно выделять именно для этих этапов. Эмпирический анализ моделей национальной экономики до сих пор не привязан к этапам циклического развития технологии, к фазам длинных волн экономического развития.

Недостаточно учитываются особенности догоняющего и лидирующего развития. Такого рода обстоятельства могут иметь решающее значение при выборе национальной модели экономического развития.

С позиций анализа тенденций формирования национальной модели экономики и выбора соответствующих ориентиров для стран с переходной экономикой допустима следующая интерпретация представленных эмпирических результатов. В этой экономике фондовый рынок в силу своей относительно низкой ликвидности не может служить катализатором роста. Попытки компенсировать слабую ликвидность фондового рынка увеличением его размеров, углублением интеграции в мировые рынки малоперспективны.

Высокая ликвидность фондовых рынков в высокоразвитых странах опирается не только на организацию самих этих рынков, но на всю институциональную структуру. Попытки форсировать повышение качества фондового рынка игнорирует ту закономерность, что оно меняется в значительной мере синхронизировано с ростом душевого ВВП. Обращает на себя внимание то, что в регрессии для душевого ВВП положительные коэффициенты при индикаторах ликвидности рынка акций примерно в полтора раза меньше, чем при индикаторах развития банковского сектора<sup>40</sup>. Пока отставание России по ВВП от стран-лидеров еще велико, в большей степени следует ориентироваться на использование возможностей не рынка акций, а банковской системы.

К такому выводу подводит и учет влияния на экономику юридической среды. Совершенствование этой среды требует определенного времени. При неразвитости юридической защиты прав собственности и договорных обязательств снижается эффективность рыночно-ориентированной экономической системы. Банковско-ориентированная система – опробованный вариант приспособления к такой ситуации.

---

<sup>39</sup> Rajan, Raghuram G. and Zingales, Luigi. Financial Dependence and Growth // American Economic Review. - June 1998. - V. 88(3). - P. 559-586.

<sup>40</sup> См. 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).

В заключение следует отметить, что активизация исследований по теории национальной экономики позволит подвести под эмпирический анализ моделей экономики более глубокую концептуальную базу.