

Франсуаза Ранверсе 

РЫНОЧНОЕ ПОСРЕДНИЧЕСТВО И ФИНАНСИРОВАНИЕ ПРЕДПРИЯТИЙ ЧЕРЕЗ РЫНОК АКЦИЙ¹

В статье на примере развития экономик Франции и Германии анализируются роль и функции посреднического сектора в связи с повышением значимости рынка акций в финансировании экономики, рассматриваются отношения между развитием рынка акций (с высокой ролью посредничества на нем) и эволюцией управления предприятиями.

В 90-е годы финансовые системы Франции и Германии пережили бурное развитие, которое вначале охватило Францию, а затем с 1995 г., набрав более высокие темпы, Германию. Изначально доминирующая роль банков в системе финансирования экономики, быстрый рост финансовых рынков и прогрессирующее открытие экономик активизировали и в Германии, и во Франции участие финансовых посредников на рынках как со стороны предложения, так и спроса. Хотя процесс финансового посредничества способствует относительному сокращению традиционных банковских кредитов для финансирования деятельности предприятий, он остается единственно доступным для многих предприятий и домашних хозяйств. В самой функции посреднического сектора происходит, скорее, изменение, чем сокращение его роли: он эволюционирует от балансового к рыночному посредничеству. При этом значительные изменения претерпевает процесс функционирования рынка капиталов. Кроме того, в обеих странах значительно выросли масштабы участия нерезидентов на финансовых рынках.

Таким образом, архитектура финансовых систем продолжает изменяться, в частности, в связи с процессами слияния банков со страховыми компаниями и объединениями биржевых площадок. Последние (например, объединение в рамках Euronext – Евронекст) в свою очередь изменяют финансовую географию, что в будущем должно привести к специализации биржевых площадок.

Эволюция финансовых структур оказала значительное воздействие на формы и цели управления предприятиями. Важное значение приобретает изменение процессов принятия решений и обеспечения контроля в связи с прогрессирующим финансированием предприятий через рынок акций, приобретший в настоящее время сугубо международный характер. Опыт Франции и Германии последних лет по финансированию предприятий с помощью акций наглядно продемонстрировал возможность возникновения и степень рисков в экономике финансовых рынков в условиях глобализации, в частности, касающихся обеспечения прав собственности и контроля над предприятиями. Если собственные средства образуются посредством обращения к рынку, то для эффективного управления предприятиями важно, в каких пределах это может происходить.

Изменение функций посредничества при развитии финансирования через рынок акций. Современные финансовые системы Франции и Германии сочетают традиционно высокую значимость финансовых посредников, имеющую исторические корни, с прогрессирующей ролью финансовых рынков,

¹ Пер. с франц.

поддерживаемой политическими решениями последних двух десятилетий. Соответственно те же факторы в обеих странах накладывают отпечаток на отношения между банками и рынками.

Новые сегменты рынка капитала организованы с учетом активного участия финансовых посредников. Однако роль последних весьма высока и на традиционных рынках, что подтверждается сравнительным анализом.

Посредничество на традиционных рынках. Во Франции с 1990 г. предприятия диверсифицировали источники финансирования, в меньшей степени прибегая к банковским кредитам и в большей – обращаясь к рынку акций. Этот процесс не отвергает участия банков в финансировании предприятий, но приводит к серьезным изменениям в отношениях между банками и предприятиями. Двусторонние отношения между банком и бенефициаром кредита, в которых большую роль играет ноу-хау банка [1], заменяются приобретением ценных бумаг, в частности, акций, выпускаемых предприятиями на рынки капиталов. Такой источник финансирования доступен только в том случае, если предприятие достигло определенного размера, поэтому французская финансовая статистика показывает в сбережениях домашних хозяйств значительный объем (приблизительно 30%) не котируемых на бирже акций, паев и долевых частей. В то же время большинство крупных предприятий вступило на путь финансирования через эмиссию обращаемых на рынках акций, при этом с 1993 г. первичный рынок был заметно расширен и укреплен вследствие проведенной приватизации.

В настоящее время во Франции финансовые рынки – пространство банковских интервенций, где банки действуют через спрос и предложение финансовых активов, ценных бумаг, а не через кредиты. Некоторые рынки, в частности фьючерсные и опционные, превратились в настоящие межбанковские рынки, точнее, в рынки финансовых посредников, поскольку банки, конечно, не единственные финансовые агенты на соответствующих рынках.

Финансовые посредники являются держателями четверти французских акций, котируемых на бирже (25,7% в 1999 г., как следует из доклада Conseil National du Crédit et du Titres – Национального совета по кредитам и ценным бумагам – НСКЦБ [2]). В частности, чрезвычайно активны Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières – организации коллективного размещения в ценные бумаги (ОКРЦБ), т. е. самостоятельные субъекты права, часто управляемые банками, которые создают диверсифицированные портфели ценных бумаг, включающие акции, а иногда состоящие исключительно из акций.

До сих пор речь шла исключительно о финансовых посредниках-резидентах. На самом деле финансовыми посредниками являются нерезиденты (например, пенсионные фонды). Они держат, по данным НСКЦБ, значительную и возрастающую долю акций, котирующихся на французской бирже, – 35,3% в 1999 г. по сравнению с 32,4% в 1998 г.

Кроме того, финансовые посредники значительно опережают прочих экономических агентов по объему инвестиций в облигации (72,5% общей суммы в 1999 г.), оставляя далеко позади нерезидентов, которые удерживают лишь 15% общей суммы облигационных займов.

В Германии в 90-е годы произошел значительный рост рынка акций, наивысшие темпы обозначились после 1995 г. За период с 1991 по 1999 г. общая сумма эмиссии увеличилась более чем в 4,5 раза. Такая динамика объясняется прогрессом в открытии рынков, который наблюдался и ранее, хотя и в меньших масштабах, в части сделок с иностранными ценными бумагами. Отметим, что финансовая статистика Франции относит деятельность нерезидентов (главным образом,

финансовых учреждений) к институциональному сектору «остальной мир». На немецком рынке объем акций «остального мира», обращаемых в Германии, возрос на 84,3% с 1991 по 1999 г. Иностранная эмиссия в 1999 г. составила 23,8% немецкого рынка. В результате, «остальной мир» как эмитент занимал второе место на первичном рынке после сектора нефинансовых предприятий, удерживающих 55,6% этого рынка. Эмиссия акций нефинансовыми компаниями начиная с 1998 г. является основным источником их финансирования, превышая банковское кредитование. Иными словами, в структуре источников финансовых ресурсов предприятий кредитование более не доминирует. В то же время, если оценивать годовой поток финансирования, банковский кредит остается главным способом аккумуляции средств – 65,1% в 1999 г. по сравнению с 9,9% – эмиссии акций.

Наконец, финансовый сектор как эмитент занимает последнее место среди институциональных секторов, удерживая своей эмиссией 20,6% первичного рынка (11,1% – монетарные финансовые посредники и 9,5% – страховые предприятия). Его доля на рынке колебалась от 18,1% в 1991 г. до 25,5% в 1997 г.

Что касается подписки на акции, то самым крупным покупателем в 1999 г. оставался нефинансовый сектор – 47,8% (29,3% – нефинансовые предприятия, 17,5% – домашние хозяйства, 1% – государство), хотя его доля постоянно снижалась. Финансовый сектор – второй из крупнейших держателей акций. Его доля постоянно возрастала за рассматриваемый период и достигла 36,2% в 1999 г. (13,5% – монетарные финансовые посредники, 13,6% – финансовые учреждения и 9% – страховые компании). И наконец, «остальной мир» (16%), хотя и занимает третье место среди рассматриваемых институциональных секторов, демонстрирует явное повышение активности с 1995 г.

Итак, рост рынка акций происходил частично в ущерб монетарным финансовым посредникам, поскольку с 1998 г. нефинансовые компании оказались перед реальным выбором между банковскими кредитами и эмиссией акций.

Наконец следует отметить, что анализ данных в терминах годового потока показывает чрезвычайно высокую долю «остального мира» как эмитента – 77% эмиссии, размещенной в 1999 г., по сравнению с 17,6% – по нефинансовым предприятиям и 5,6% – по финансовому сектору. Аналогично «остальной мир» как подписчик приобрел 31,6% эмиссии 1999 г., и теперь его доля полностью сопоставима с долей нефинансового (31,9%) и финансового (36,5%) секторов.

В целом, используя информацию в терминах остатков средств, можно заключить, что финансовый сектор за период с 1990 по 1999 г. укрепил свои позиции на рынке при средней доле эмиссии – 21,1% и подписки – 28,7%.

Таким образом, на традиционных финансовых рынках, краткосрочных (на денежном рынке) или средне- и долгосрочных происходит усиление роли посредничества. В результате сужается сфера деятельности нефинансовых агентов на основных рынках за исключением эмиссии нефинансовых предприятий на первичном рынке акций и государства – на первичном рынке облигаций.

Эволюция финансовых рынков обеих стран за последние годы связана в первую очередь с динамикой рынка акций. Отметим, что акции являются основным направлением деятельности Парижской биржи, и это закреплено в ее специализации в Евронекст. Рассмотренное участие посредничества на традиционных рынках дополнялось активной работой на новых сегментах рынка капиталов.

Посредничество на новых сегментах рынка капиталов. В статье Аллена и Сантомеро [3] подчеркивалось, что хотя транзакционные издержки и асимметрия информации уменьшились, посредничество на рынке укрепилось вопреки

сторонникам концепции эффективных рынков и роли финансовых посредников. Сокращение транзакционных издержек и повышение качества информации были связаны, главным образом, с совершенствованием техники и технологии обработки данных. Это оказало положительное влияние на развитие посредничества, поскольку заметно упростило управление сложными финансовыми инструментами при одновременном снижении соответствующих затрат финансовых посредников. В частности, Аллену и Сантомеро в большей мере рынками посредников представляются фьючерсные и опционные рынки, чем рынки частных сбережений.

Эту точку зрения можно подтвердить на примере *Франции*, где *Marché A Terme d'Instruments Financiers* (МАТИФ) и *Marché des Options Négociables de Paris* (МОНЕП) (соответственно биржа срочных финансовых инструментов и Парижская опционная биржа) являются, главным образом, рынками финансовых посредников. МАТИФ и МОНЕП были созданы в середине 80-х годов с тем, чтобы на Парижской биржевой площадке был представлен полный спектр фьючерсных и опционных сделок, и с самого начала развивались весьма успешно. Так, МАТИФ по существу стал третьим рынком срочных контрактов в мире. Хотя сейчас, учитывая новое распределение компетенции в рамках соглашения Париж – Брюссель – Амстердам (март 2000 г.) и создание Евронекст, будущее МАТИФ кажется весьма неопределенным.

Усиление европейской конкуренции стимулировало банки к использованию различных форм поддержки французского рынка срочных финансовых инструментов и привело к созданию структуры, объединившей крупные учреждения, контролирующие этот рынок (BNP, CDC Marchés, Crédit Agricole, Indosuez-SG). В результате рынок производных инструментов укрепил репутацию межбанковского.

Обследование, проведенное НСКЦБ в 1999 г., показало преобладание на этих рынках контрактов на процентные ставки и срочных валютных сделок (23,3%). При этом количество межбанковских операций постоянно растет. Так, в 1998 г. они составляли почти $\frac{3}{4}$ рынка процентных ставок (74,4%). Биржевыми партнерами банков являются прочие финансовые посредники (брокерские конторы, страховые компании, ОКРЦБ). Так же обстоит дело и с «новым рынком» – сегментом рынка акций высокотехнологичных компаний, который в настоящее время выглядит, главным образом, как рынок финансовых посредников. Для покрытия специфического риска, связанного с особенностями деятельности (высокая доля инноваций) и возраста (как, правило, это молодые компании) предприятия-эмитента, за финансовыми посредниками закрепляется доминирующая роль на рынке: им заведомо отводится особая роль – маркет-мейкеров и андеррайтеров.

В *Германии* в последние годы, после замедленных темпов в начале 90-х годов произошел беспрецедентный рост новых рынков капитала. Одним из объяснений этого явления служит высокая потребность институциональных инвесторов (страховых компаний, ОКРЦБ и пенсионных фондов) в инструментах для инвестирования на немецких финансовых рынках.

Эта группа инвесторов выдвигает следующие требования к рынку: во-первых, наличие широкого спектра продуктов, позволяющего диверсифицировать портфель; это означает, что имеющиеся на рынке ценные бумаги должны покрывать собой высокую степень доходности и риска; во-вторых, возможность гибкого управления рисками, которую предоставляют, например, фьючерсные контракты; в-третьих, прозрачность рынка, т. е. его доступность в любое время (трейдинг достаточно продолжителен).

Deutsche Termine Börse – Германская биржа срочных контрактов (ДТБ) смогла привлечь новых операторов, расширив спектр продуктов, для оживления рынка и сохранения за собой статуса главного рынка опционов на акции в Европе. Успех ДТБ связан с высоким уровнем развития инфраструктуры. Все трейдеры имеют прямую связь с ДТБ независимо от реального местоположения. Электронная система охватывает все контракты, обращающиеся на бирже; 165 банков и брокеров обеспечивают высокую ликвидность, а прямой доступ и качественный интерфейс – быструю визуализацию «вилки» цен, а также высокую скорость проведения операций.

ДТБ успешно сотрудничает с другими биржами. Сотрудничество со швейцарской биржей Swiss exchange привело к созданию одного из крупнейших рынков производных инструментов в Европе – Eurex (Еврекс). Успешно развивается и сотрудничество с сингапурской биржей Simex (Singapore International Monetary Exchange – Сингапурская международная финансовая биржа) в части обращения в Азии срочных контрактов на немецкие долгосрочные процентные ставки (от 2 до 10 лет), а также с Лондонскими биржевыми площадками в целях создания единого рынка основных европейских ценных бумаг (акций).

В число финансовых продуктов, котирующихся на Еврекс, кроме контрактов на процентные ставки Euribor² – своего рода базового финансового продукта для данной биржевой площадки, – входят также срочные контракты на некоторые фондовые индексы (например, на немецкий фондовый индекс DAX) и на акции в основном эти индексы образующих европейских компаний, а также на долго- и среднесрочные облигации ФРГ (Euro Bund и Euro Bobl). Как объем торгов, так и открытые позиции по последней группе контрактов наиболее высоки. Таким образом, государственный долг, а точнее долг федерального правительства, существенно способствует динамике развития рынка.

Оценка уровня финансового посредничества. Его измерение с помощью построения соответствующих коэффициентов дает возможность разработать общий подход к оценке роли финансовых посредников в части как выполнения ими функции распределения кредитов, так и деятельности на финансовых рынках. Такое измерение имеет двойное значение: дает возможность количественно оценить уровень участия финансовых посредников в финансировании экономики и одновременно уточнить роль банков в этом посредничестве. Последнее особенно важно, поскольку во всех странах с развитой экономикой в настоящий период отмечается возрастание роли небанковских финансовых посредников, количественная оценка деятельности которых отсутствует. Заметим также, что при оценивании необходимо принимать во внимание участие иностранных финансовых посредников (в особенности американских пенсионных фондов) в финансировании национальной экономики. Подобное участие, без сомнения, весьма изменчиво. Так, в отдельные годы, например, на долю иностранных пенсионных фондов приходилось до четверти всех сделок, заключенных на финансовых рынках Франции. С аналитической точки зрения эти пенсионные фонды являются финансовыми посредниками, но во французской статистике они учитываются НСКЦБ как нерезиденты, т. е. в составе институционального сектора «остальной мир».

Оценка уровня посредничества поднимает широкий круг вопросов методического и методологического характера, в частности, перечень показателей, которые необходимо учитывать для измерения участия банковских финансовых посредников в финансировании экономики; обязательность (необязательность)

² Euribor (European interbank offered rate) – европейская межбанковская ставка денежного предложения.

различия банковского и небанковского финансового посредничества; влияние (или его отсутствие) регулирования процентных ставок со стороны Европейского Центрального Банка на ожидания небанковских финансовых посредников и др. На наш взгляд, значение ликвидности, предоставляемой банками (с возможностью обращения к кредитору в последней инстанции – центральному банку – для ее поддержания), для функционирования экономики очень велико, что говорит в пользу разграничения банков и «небанков» в составе финансового посредничества.

Измерение уровня финансового посредничества – важная составная часть финансовой статистики в стандартных системах экономического учета.

Во Франции в ежегодных докладах НСКЦБ [2] предлагаются способы оценки уровня финансового посредничества, при этом методики построения таких оценок значительно меняются по мере улучшения статистической информации. Например, в последнее время удалось во многом уточнить данные о размещении средств ОКРЦБ. В последнем из опубликованных отчетов НСКЦБ предлагаются два подхода к оценке процесса посредничества и соответственно два различных коэффициента уровня посредничества.

Коэффициент финансового посредничества *в узком смысле* (по терминологии НСКЦБ) представляет собой отношение предложения финансовых посредников исключительно в виде кредита к общей сумме финансирования, собираемой нефинансовыми агентами либо производственными предприятиями (нефинансовыми компаниями). Этот коэффициент позволяет отслеживать эволюцию банковского кредита, который долгое время играл основную роль во французской системе, в финансировании экономики.

Коэффициент финансового посредничества *в широком смысле* представляет собой отношение суммы финансирования, направляемой финансовыми посредниками нефинансовым агентам, независимо от формы этого финансирования (кредит или приобретение кратко- и долгосрочных ценных бумаг), к общей сумме финансирования, собираемой нефинансовыми агентами или предприятиями. Этот коэффициент оценивает уровень финансового посредничества, учитывая деятельность страховых компаний и ОКРЦБ, а также участие банков в финансировании экономики через рынок ценных бумаг.

Если оценивать соответствующие коэффициенты через годовые потоки финансирования, то в 90-е годы можно наблюдать резкие колебания их значений, что ставит под сомнение аналитическую ценность этих показателей. Так, коэффициент финансового посредничества в узком смысле, составивший, например, по нефинансовым объединениям -85% в 1993 г. [2], без сомнения, показывает резкое годовое снижение кредитной деятельности банков, но скрывает при этом объемы кредитов, накопленных на балансе банков. На наш взгляд, коэффициент, исчисленный исходя из балансовых остатков финансирования, отражающих соотношение между кредитами, накопленными на балансе банков, и общим объемом внешнего финансирования, аккумулированного предприятиями либо совокупностью нефинансовых агентов, обладает значительно более высокой аналитической ценностью.

В узком смысле, т. е. сведенный исключительно к банковскому кредиту, коэффициент финансового посредничества по совокупности нефинансовых агентов во Франции, без сомнения, демонстрировал тенденцию к снижению. При этом процесс шел крайне неравномерно, что отражается в колебаниях коэффициента посредничества, исчисленного в терминах потоков: -30,9% в 1992 г.; -1,1 в 1994 г.; +23,6 в 1995 г.; -2% в 1996 г. В терминах балансовых остатков снижение коэффициента финансового посредничества в узком смысле в 90-е годы

демонстрировало высокую стабильность. Однако в целом его уровень показывает, что относительная доля банковского кредита в финансировании французской экономики, которая сократилась с 58,8% в 1992 г. до 45,6 в 1998 г. и 45,5% в 1999 г., остается пока достаточно высокой.

Коэффициент в широком смысле финансового посредничества, т. е. включающего банки, страховые компании и ОРКЦБ, на финансовых рынках в 1992-1999 гг. существенно не менялся и составлял около 75%. Другими словами, хотя финансовые рынки растут, как и общий объем финансирования экономики, 3/4 этого финансирования по-прежнему осуществляется через финансовых посредников. Если раньше посредничество осуществлялось, главным образом, через банковский кредит и соответственно в рамках банковского баланса, то теперь оно перемещается на финансовые рынки, что расширяет сферу функционирования банков и ОРКЦБ. При этом рыночное посредничество охватывает как традиционные рынки, так и новые сегменты рынка капитала.

В Германии оценка уровня посредничества, аналогичная проводимой НСКЦБ во Франции, позволяет прийти к заключению, что предоставление кредитов нефинансовым агентам все еще превалирует в деятельности немецких монетарных финансовых посредников. Однако с 1990 г. ее доля постоянно снижалась: с 53,7% по отношению к совокупным активам в 1990 г. до 47% в 1999 г. Это снижение, особенно значительное в 1995 г., лишь частично было компенсировано кредитами, предоставляемыми через покупку ценных бумаг. Действительно, задолженность нефинансовых агентов банкам снизилась с 57,9 в 1990 г. до 55,1% в 1999 г. Эти тенденции нашли отражение в динамике коэффициентов финансового посредничества, как в узком, так и в широком смысле, исчисленных на основе финансовых счетов, опубликованных Бундесбанком [4].

Коэффициент финансового посредничества в узком смысле определялся как отношение суммы кредита, предоставленного монетарными финансовыми посредниками нефинансовым агентам-резидентам, к сумме внешнего финансирования нефинансовых агентов, которая в новой, несколько иначе учитываемой немецкой статистической отчетности заметно возросла по сравнению со старой.

При оценке коэффициента финансового посредничества в широком смысле в числителе к кредитам добавлены ценные бумаги, эмитированные нефинансовыми агентами и приобретенные монетарными финансовыми посредниками, при неизменном знаменателе. В Германии в отличие от Франции невозможно (по доступной автору информации) определить объем выпущенных предприятиями ценных бумаг (главным образом акций), на которые подписались прочие финансовые посредники, в частности страховые компании и ОКРЦБ. Поэтому соответствующий коэффициент для Германии недооценен (табл. 1).

Несмотря на приведенные оговорки статистического характера, все же можно говорить о том, что уровень финансового посредничества в Германии в 90-е годы снижался. Это снижение более заметно, если исходить из динамики уровня посредничества, понимаемого в узком смысле, и гораздо менее – если рассматривать его в широком смысле (особенно до 1995 г.). Отметим, что после 1995 г. тенденция к снижению проявилась достаточно четко.

Таблица 1

Динамика коэффициента финансового посредничества,
исчисленного по балансовым остаткам во Франции и в Германии

Коэффициент	1992 г.	1993 г.	1994 г.	1995 г.	1996 г.	1997 г.	1998 г.	1999 г.
-------------	---------	---------	---------	---------	---------	---------	---------	---------

Франция								
В узком смысле	58,8	56,2	53,4	51,9	48,8	47,6	45,6	45,5
В широком смысле	76,2	75,0	75,7	75,0	75,8	76,0	73,3	73,6
кредитные учреждения	63,4	60,9	59,7	59,5	57,7	56,6	54,2	54,0
ОРКЦБ	7,0	7,7	8,3	7,1	7,3	6,7	7,1	7,2
страховые компании	5,8	6,4	7,6	8,4	10,8	12,6	12,0	12,3
Германия								
В узком смысле	57,3	54,0	53,8	54,0	53,5	52,8	51,4	49,6
В широком смысле	60,5	57,7	58,9	58,6	57,8	56,7	55,9	52,5

Источник: НСКЦБ [2] и Бундесбанк [4].

В последнее время во Франции и Германии заметны общие черты эволюции систем финансирования. Оценивая нынешние финансовые структуры и особенно те усилия, которые предпринимаются для организации эффективных рынков, можно с высокой вероятностью предполагать, что эволюция продолжится в том же направлении, т. е. в перемещении посредничества на рынки. Однако это не означает отказа от финансового посредничества. На самом деле, в Германии 50% финансирования по-прежнему обеспечиваются кредитованием, а во Франции – не менее 45%, причем финансирование через посредничество в широком смысле охватывает во Франции, например, $\frac{3}{4}$ всего финансирования – сами рынки все более становятся посредническими.

Массовое присутствие финансовых посредников на рынках сказывается на работе самих рынков и, в частности, на их волатильности, что происходит вследствие стремления финансовых посредников как операторов рынка к получению прибыли при проведении краткосрочных операций, даже если работают с долгосрочными бумагами или акциями.

Рынки акций с преобладанием посредников и управление предприятиями. Особенности экономической истории Франции и Германии способствовали созданию специфических систем управления предприятиями и контроля за ними со стороны акционеров. В результате недавних изменений рынка акций произошло некоторое их сближение на международном уровне.

Традиционные различия систем управления и контроля. Последнее десятилетие ознаменовано общим ростом рынков в целом и биржевой торговли, однако в разных странах Европы скорость этого роста и начальный его уровень во многом различались. В 2002 г. рыночная стоимость акций по отношению к ВВП составила 67% в Германии, 110 во Франции и 170 в Великобритании, а рост капитализации рынка за 1990-2000 гг. соответственно 258, 364 и 207% [5].

Финансовые структуры имеют глубокие различия, при этом они характеризуются специфическими формами отношений между компаниями и их акционерами. Участие рынка в принятии решений и(или) контроле за деятельностью компаний ни в Германии, ни во Франции традиционно не играет особой роли. Французские и немецкие системы управления, имеющие определенные различия, в целом организованы на принципах долевого участия. Такая модель основана на представительстве участников (партнеров) компании в ее административном совете. В настоящее время идут споры о том, как широко следует толковать понятие партнеров (участников): надо ли в него включать, например, наемных работников, как это делается в Германии, где профсоюзы участвуют в процессе принятия решения через законодательно установленную процедуру переговоров, или стоит ограничиться членами административного совета, которые представляют акционеров. Для настоящей статьи это не принципиально, заметим лишь, что подобная модель контроля (внутреннего) применяется в Германии, Нидерландах, Швеции, Швейцарии, Японии.

Во Франции процессы контроля и принятия решений акционерами блокированы от внешнего воздействия рынка благодаря тому, что компании на взаимной основе предоставили свои полномочия на управляемых предприятиях руководящим командам, в результате в административных советах создалось своего рода «ядро». Следует добавить, что некоторые уставные положения усиливают эти структуры защиты от влияния рынка, хотя используются практически только в случае действий по захвату компаний. Речь идет, например, об акциях с двойным правом голосования – «отравленных пилюлях», как их назвали американские институциональные инвесторы. Массовый выход на рынки в качестве заемщиков подобного рода компаний, особенно в условиях финансовой глобализации, вступает в противоречие с моделью внешнего акционерного контроля, характерной для развитого рынка, и требует развития традиционных систем контроля.

В Германии банки участвуют в принятии решений, являясь держателями 10% капитала предприятий; французские банки, владея 16% капитала предприятий, скорее, способствуют созданию вышеуказанного «ядра»³. До 1998 г. немецкие банки также могли пользоваться правом голоса своих клиентов и по закону консолидировать все эти голоса, даже не являясь акционерами.

Рост компаний, сопровождающийся сокращением в акционерном капитале доли частных лиц, в меньшей степени наблюдался во Франции, где существует значительный капитал в форме учредительских долей, паев и акций, не котируемых на бирже (в 2000 г. он составлял 30% сбережений домашних хозяйств [2]). Тем не менее и во Франции, и в Германии происходит сокращение доли частных инвесторов в пользу институциональных инвесторов как резидентов, так и нерезидентов. Сбережения же домашних хозяйств переориентируются на подписку на ОКРЦБ или страхование жизни, т.е. в определенной мере уходят с рынка к финансовым посредникам. Инвестиции домашних хозяйств в акции все в большей степени становятся косвенными.

Процессы развития рынков и эволюция деятельности финансовых посредников на этих рынках связаны между собой. Некоторые авторы [6] усматривают здесь реальную взаимодополняемость. За пределами рынка капитала, в части управления компаниями, деятельность финансовых посредников оказывает все более заметное влияние через систему контроля не только по модели долевого участия (внутренний контроль), но и в возрастающей степени по модели акционерного участия (внешний контроль). Последнюю принято называть англосаксонской, поскольку она наиболее развита в США и Великобритании. При ее использовании контроль административного совета достаточно слаб, реальный же контроль, нацеленный на поиск максимальной доходности, осуществляет финансовый рынок. Исходя из этого критерия, акционеры продают свои акции, если не достигают максимизации их рыночной стоимости и соответственно доходности. Вытекающее из подобного экономического поведения снижение курса акций оказывается благоприятным для действий по захвату компании и смены руководства. Действие такой системы основано на высоком качестве информации, ее прозрачности и доступности, чему должны способствовать разного рода рейтинговые агентства и финансовые консультанты.

Усилению роли финансовых рынков в Германии и во Франции способствовало значимое присутствие на них иностранных инвестиционных и пенсионных фондов. При этом если пенсионные фонды стремятся к стабильной доходности и сохранению или росту стоимости капитала в долгосрочной перспективе, то

³ Страховые компании в Германии владеют 10% капитала немецких предприятий, во Франции – лишь 3%.

акционерные компании получают приток крупных инвестиций. Часто пенсионные фонды, исходя из логики конкуренции, стремятся к превосходящей возможности компании максимизации текущих доходов от размещенного капитала. Риск потери рыночной стоимости вынуждает предприятия прибегать к заимствованиям, чтобы сохранить доходность акций со всеми вытекающими последствиями. Такая практика недавно оказалась фатальной для одной из французских компаний (*Vivendi*) международного уровня.

Глобализация и изменение контроля со стороны акционеров. Глобализация 90-х годов затронула как производственный, так и финансовый секторы экономики. Предприятия испытали давление со стороны международных рынков, правила функционирования которых не обязательно соответствовали их национальным моделям. Отметим при этом, что финансовая глобализация привела к росту присутствия в континентальной Европе англосаксонских и, особенно американских, институциональных инвесторов (табл. 2).

Таблица 2

Динамика иностранных (британских и американских) инвестиций в капитале немецких компаний, млрд. марок

Год	Иностранные инвесторы, всего			Британские инвесторы			Американские инвесторы		
	сумма покупок	сумма продаж	разница	сумма покупок	сумма продаж	разница	сумма покупок	сумма продаж	разница
1988	53,9	48,3	5,6	-	-	-	-	-	-
1989	105,9	83,1	22,8	-	-	-	-	-	-
1990	125,0	128,0	-3,0	-	-	-	-	-	-
1991	86,0	82,9	3,1	-	-	-	-	-	-
1992	102,0	106,3	-4,3	-	-	-	-	-	-
1993	171,3	162,7	8,6	-	-	-	-	-	-
1994	167,0	165,7	1,3	-	-	-	-	-	-
1995	160,9	162,6	-1,7	87,4	87,5	-0,1	15,2	14,6	0,6
1996	237,8	215,5	22,1	133,1	120,4	12,7	27,8	19,4	8,4
1997	385,8	358,0	27,3	187,9	182,8	5,1	39,9	40,7	-0,8
1998	658,8	557,9	100,9	312,0	294,1	17,9	116,5	63,8	52,6
1999	393,3	365,8	27,5	209,8	193,0	16,8	35,5	31,9	3,6

Источник: [7].

Присутствие нерезидентов на национальных финансовых рынках, точнее, массовое участие в компаниях акционеров, действующих в соответствии с нормами англосаксонского права, способствовали эволюции корпоративного управления в части установления определенного типа взаимосвязей между реальными руководителями компаний, их менеджментом и органами осуществления контроля, какими являются административные советы.

Во Франции в 1985 г. нерезидентам принадлежало 10% акций французских компаний, но в 2000 г. их доля составила уже 36%. Что касается самых крупных компаний, входящих в Eurostoxx 50, то в 2000 г. 45% их капитала во Франции и только 16% в Германии принадлежали нерезидентам (табл. 3).

Таблица 3

Доля иностранных инвестиций в капитале крупнейших французских компаний, сентябрь 1999 г., %

Компания	Иностранные инвесторы	Англо-саксонские инвесторы
<i>Банки, страховые компании</i>		

BNP	45,0	20,4
Société Générale	50,1	29,0
CCF	68,8	10,0
AXA	44,0	28,0
AGF	25,0	16,5
<i>Промышленность</i>		
Elf-Aquitaine	56,0	39,0
Rhône-Poulenc	59,6	14,4
Vivendi	51,5	27,0
Alcatel	49,0	30,0
Accor	48,0	30,0

Источник: [8].

Возможности приобретения капитала нерезидентами связаны с объемом свободно обращающихся акций. Она составляет 50% капитала котирующихся компаний в Германии и 60 – во Франции, 75 – в Нидерландах и 87% – в Великобритании [8]. Этот показатель наиболее ярко демонстрирует роль рынка в управлении компаниями.

В добавление к сказанному отметим, что если доля акций в свободном обращении ограничена, в частности в связи с их закреплением в контрольных пакетах, то институциональные структуры, в особенности нерезиденты, стремятся к быстрому извлечению прибыли и принимают решения, исходя из краткосрочной (даже сиюминутной) перспективы, что может быть весьма рискованно для компаний. Риск снижения рыночной стоимости компании стимулирует попытки регламентировать эту проблему на институциональном уровне, что имеет особое значение для Германии и Франции.

В 1999 г. ОЭСР сформулировала пять принципов, касающихся корпоративного управления:

- право акционеров на справедливое обращение. Институциональные инвесторы и индивидульные акционеры должны иметь равные права;
- право акционеров влиять на центральные органы компании в решении существенных вопросов;
- признание прав на управление всех участников компании, т.е. установление принципов, близких к принципам управления компаниями в Германии. К участникам компании относятся работники, кредиторы, органы государственной власти;
- информационная открытость и прозрачность компании;
- ответственность административного совета или эквивалентной структуры.

Во Франции в настоящее время продолжается дискуссия об ответственности администраторов. Общественное мнение склоняется в пользу независимых наемных администраторов, которые отдают своей деятельности достаточное время.

В Германии в соответствии с законом от 1 мая 1998 г. был введен механизм выявления рисков снижения рыночной стоимости компании, а также было предоставлено право на реализацию ими специальных программ выкупа акций в связи с действиями по захвату контроля над компанией. О таких действиях Германия узнала на собственном опыте лишь недавно, после захвата контроля над *Mannesmann* со стороны *Vodafone* и над *Thyssen* со стороны *Krupp-Hoesh*.

В настоящее время в обеих странах в управлении компаниями по-прежнему доминирует традиционная модель внутреннего контроля. Кроме того, во Франции сейчас много говорится о необходимости учета социальных интересов, что свидетельствует о тенденции к дальнейшему сближению с Германией в этом отношении.

К настоящему времени еще не сделан окончательный выбор между пассивным мониторингом, стимулирующим увеличение активов и ограничение вознаграждения руководителей в связи с риском захвата компании, с одной стороны, и активным мониторингом, направленным на прямое вмешательство в решения руководителей компании с другой. На наш взгляд, разумное управление со стороны инвестиционных фондов, в особенности самых крупных из них – англосаксонских, означает управление на базе долгосрочных решений с учетом стратегии компании. При наличии тенденций к изменению внешнего контроля в данном направлении их можно было бы подкрепить нормативными актами, например в части расширения прав миноритарных акционеров.

В работе [7] показаны изменения во Франции, Германии и Великобритании в переориентации компаний на учет интересов акционеров (табл. 4). Однако трудно представить, что в этих странах в обозримой перспективе будут игнорироваться права иных участников компаний, учет которых имеет повышенное социальное значение.

Таблица 4

Ответы на вопрос: «По какому принципу управляется ваша компания?»
(% выбравших соответствующий вариант ответа)

Страна	Год	Вариант ответа**	
		I	II
Франция (50)*	1990	22	78
	2000	36	64
Германия (110)*	1992	17	83
	2000	33	67
Великобритания (78)*	1992	71	29
	2000	46	54

* Количество компаний по выборке Йошिमори.
** I – компания должна отдавать предпочтение интересам акционеров; II – компания должна в равной мере учитывать интересы всех участников.

Источник: [7].

* * *

Французские и немецкие предприятия являются активными участниками процесса интернационализации производства, крупнейшие банки Германии и Франции стремятся занять достойное место на мировом рынке. Иными словами, компании стран зоны евро все более позиционируются на уровне мировой экономики в целом и соответственно используют международный капитал. Кроме совершенно очевидного риска для собственности и контроля за предприятием, появляется риск противоречий между долгосрочной стратегией развития компаний и стратегией сиюминутного принятия решений со стороны крупнейших их акционеров – инвестиционных фондов. Учет позиции всех участников компании в процессе принятия решений открывает дорогу такому управлению, которое сочетало бы соблюдение интересов акционеров-инвесторов со стратегическими целями развития компаний.

Литература

1. Guille M. *Savoir bancaire spécifique, marché du crédit et intermédiation financière // Economie Appliquée, 4-1994.*
2. *Conseil National du Crédit et du Titre (CNCT) // Rapports annuels. France.*
3. Allen F., Santomero A. *The theory of financial intermediation // Journal of Banking and Finance, 21, 1998.*
4. *Deutsche Bundesbank // Banken-Statistik, Statistisches Beiheft zum Monatsbericht, Reihe 1, Reihe 2, janv, 2000.*
5. Boutillier M., Labye A., Lagoutte C., Levy N. et Oheix V. *Financement et gouvernemenent des entreprises – exceptions et convergences européennes // Revue d'Economie Politique, juillet-août 2002.*
6. Schmidt R.H., Hackethal A. et Tyrell M. *Disintermediation and the Role of Banking in Europe: An international Comparison // Journal of Financial Intermediation. n° 8, 1999.*
7. Plihon D. *La montée en puissance des fonds d'investissement – quels enjeux pour les entreprises // La Documentation française. Note et études documentaires, n°5146, janvier 2002.*
8. Jeffers E. et Plihon D. *Investisseurs institutionnels et gouvernance des entreprises // Revue d'Economie Financière, n°63, 2002.*