

ПОЛИТИКА И ФИНАНСЫ

Рубен Ениколопов

Российская экономическая школа

«Экономика: просто о сложном»

Политехнический музей

20 апреля 2011

Связь политики и финансов

- Финансы – кровеносная система экономики
- Контроль над финансами дает экономическую власть
- Политическая и экономическая власть всегда идут рука об руку
- Влияние в обе стороны
 - Политика определяет финансовую систему
 - Финансовые ресурсы позволяют влиять на политику
 - В этой лекции, мы будем говорить прежде всего о первом

Политика и финансовые рынки

- Различные каналы влияния политики на финансовые рынки:
 - Макроэкономическая политика
 - Инфляция/процентная ставка
 - Валютный курс
 - Торговая политика
 - Налогообложение
 - Обеспечение правопорядка и обеспечение прав собственности
 - Регулирование отдельных индустрий
 - В частности, финансовой
 - Поддержка отдельных фирм

Общий подход в анализе

Стандартный подход в политической экономике

- Государство далеко не всегда руководствуется заботой об общем благосостоянии
- Все участники процесса преследуют собственные интересы
- Государственная политика определяется двумя основными факторами
 - Желанием политиков получить поддержку избирателей и влиятельных элит
 - Лоббированием своих интересов со стороны групп специальных интересов

План на сегодня

В сегодняшней лекции мы подробнее рассмотрим три вопроса:

- Как политические факторы влияют на развитие финансовой системы в стране?
- Как связаны корпоративное управление и налогообложение?
- Какова была роль политических факторов в ипотечном кризисе в США?

Финансовое развитие и политика

- Финансовое развитие:
 - Насколько легко предпринимателю обеспечить финансирование хорошего проекта
- Основные составляющие финансового рынка:
 - Банковская система
 - Рынок облигаций
 - Рынок акций



RUSSIAN
VENTURE
CAPITAL
ASSOCIATION

Луиджи Зингалес

Рагхурам Раджан

СПАСЕНИЕ КАПИТАЛИЗМА ОТ КАПИТАЛИСТОВ

СЕРЬЕЗНЫЕ ОБЪЕМЫ ФИНАНСИРОВАННЫХ РЫНКОВ - СОЗДАНИЕ БОГАТСТВА И РАСШИРЕНИЕ ВОЗМОЖНОСТЕЙ

SAVING CAPITALISM

FROM THE CAPITALISTS



UNLEASHING THE POWER
OF FINANCIAL MARKETS
TO CREATE WEALTH AND
SPREAD OPPORTUNITY

RAGHURAM G. RAJAN & LUIGI ZINGALES

Ценность финансового развития

- Финансовое развитие крайне важно для экономического развития
- От развития финансовых рынков выигрывают прежде всего менее обеспеченные слои населения
 - Мохаммед Юнус получил Нобелевскую премию за развитие программы микрокредитования в Бангладеш
- Негативное отношение к финансовым рынкам – во многом следствие их недоразвитости

Государство и финансовое развитие

- Влияние государства:
 - Регулирование финансовых рынков
 - Обеспечение прав миноритарных акционеров
 - Банковское регулирование
 - Законодательство о банкротстве
 - Контроль за движением капитала
 - Программы льготного кредитования
 - и т.д.

Немного истории – XX-й век

Существенные изменения в финансовом развитии

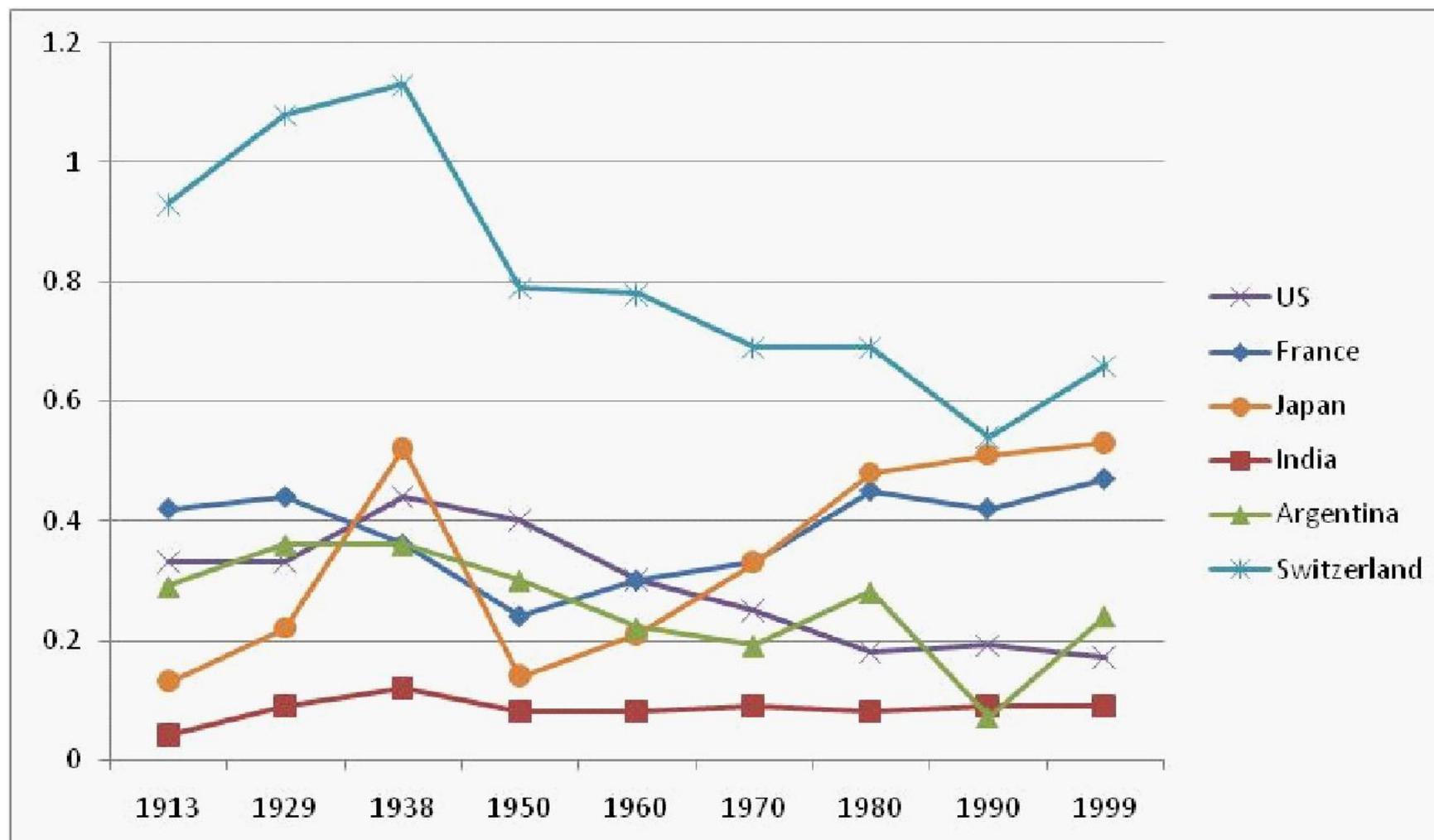
- Во времени

- В 1913 г. финансовые рынки большинства стран были более развитыми, чем в 1980 г.

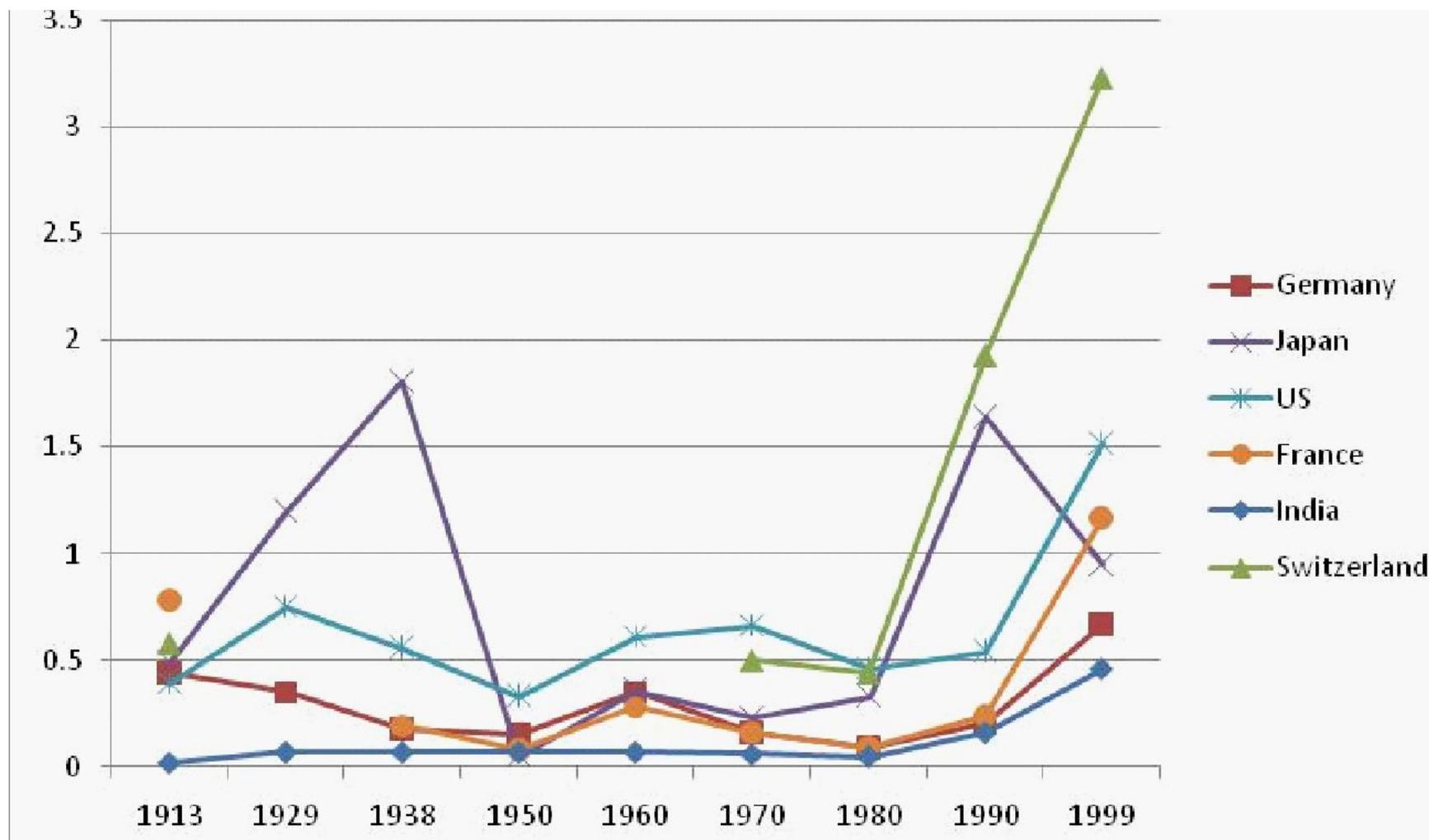
- Между странами

- В 1913 г. финансовые рынки во Франции были гораздо более развитыми, чем в США
- Сейчас картина противоположная

Объем депозитов к ВВП



Капитализация рынка к ВВП



«Плохие парни»

- Кто может выступать против развития финансовых рынков?
- Инкумбенты
 - Индустриальные (крупные производители)
 - Финансовые (крупные инвесторы)
- Почему они против
 - Барьеры на вход обеспечивают высокую ренту
 - Финансовое развитие усиливает конкуренцию
 - Конкуренция уменьшает ренту инкумбентов
- Доступ к рынку капитала становится привилегией

Эффект кризисов

- Во время экономического кризиса инкумбентам легче «продать» идею ограничения конкуренции
- Их союзниками часто становятся профсоюзы
- Результат:
 - Торговые барьеры
 - Ограничения на финансовых рынках
- «Временные меры» могут действовать долгие годы

Пример: Япония

- Во время Великой Депрессии крупными банками был создан Комитет по облигациям
- Без его разрешения выпуск облигаций не допускался
- Официально должен был защищать инвесторов от рисков
- На деле - защищал монополию крупных банков
- Даже корпорации Hitachi с идеальной кредитной историей выпуск облигаций был запрещен
- Просуществовал до середины 80-х

Пример: Италия

- Перед войной государство выделило крупнейшим компаниям крупные суммы денег
- Стандартный сюжет - спасение за счет налогоплательщиков
- Был основан институт, дававший крупным компаниям доступ к госфинансированию
- «Временная» мера просуществовала до 90х

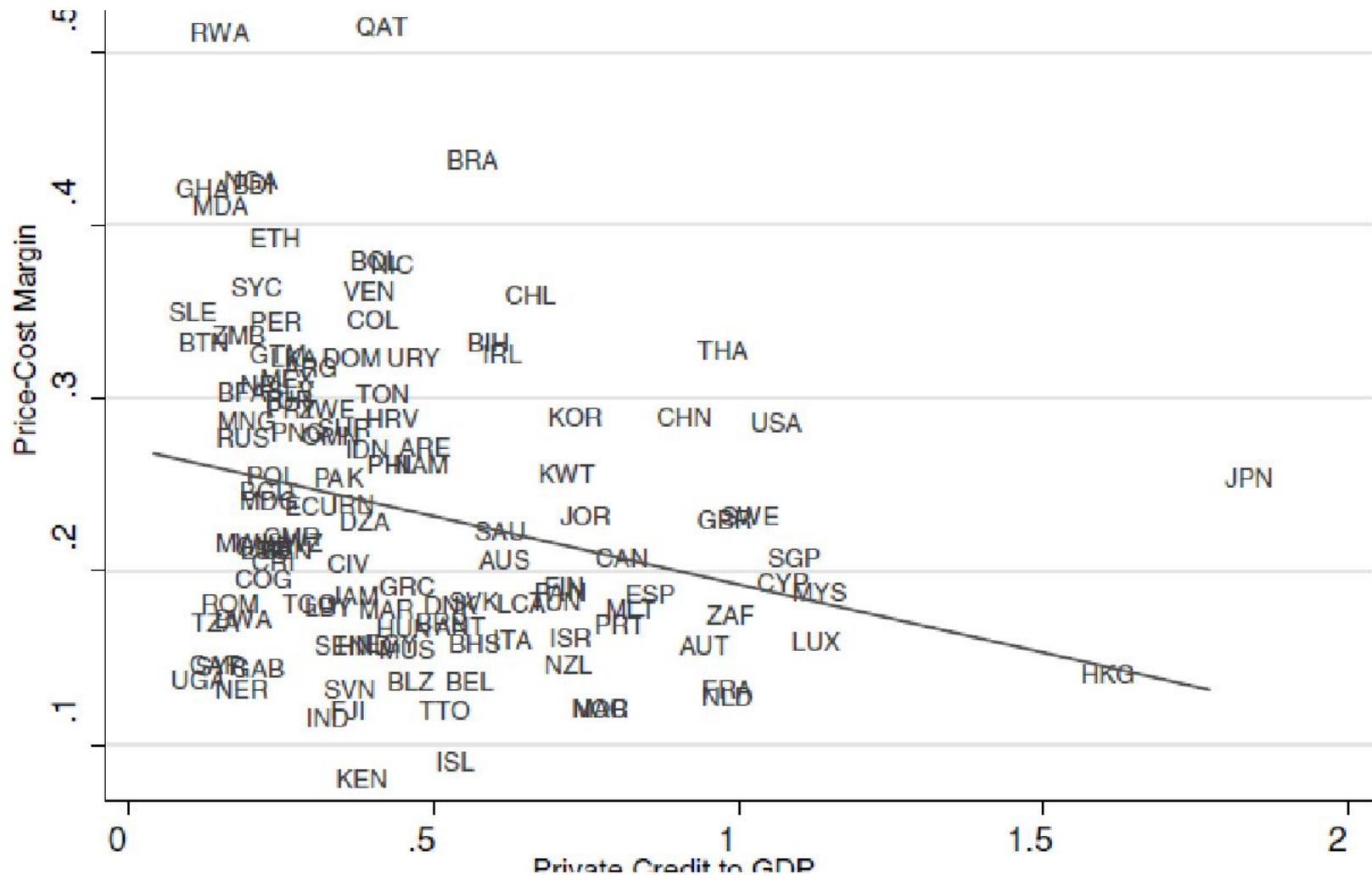
Развитие финансовой системы

- Что способствует развитию финансовой системы?
- Важный фактор - либерализация внешней торговли
- Внешняя конкуренция снижает размер ренты, получаемой инкумбентами -> меньше сопротивления
- Для конкурентоспособных инкумбентов открываются новые рынки
- Необходимость внешнего финансирования делает их сторонниками развития финансовой системы

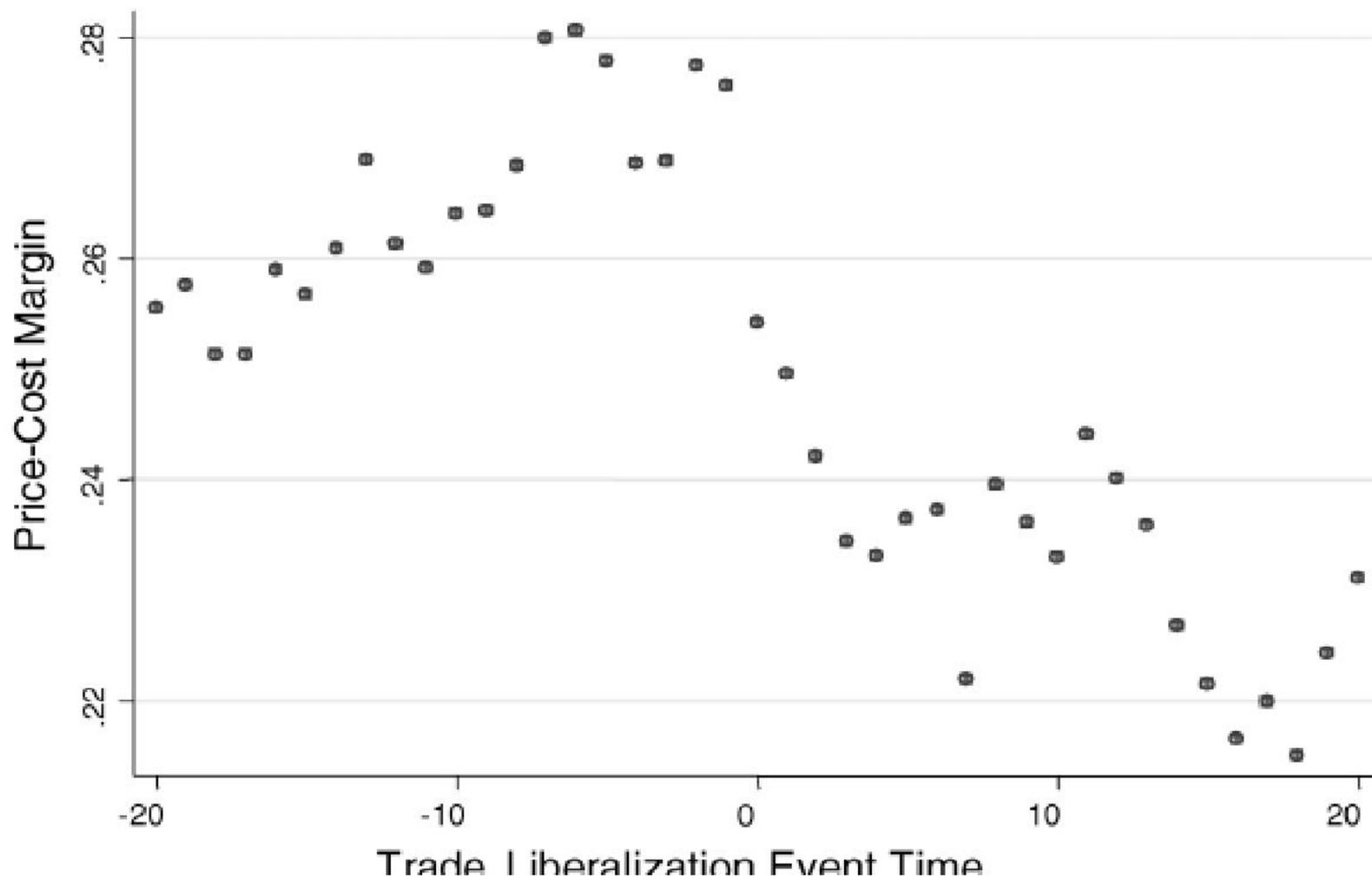
Эмпирическая проверка

- Braun and Raddatz (2008) "Politics of Financial Development: Evidence from Trade Liberalization" Journal of Finance, 63(3)
- Либерализация торговли уменьшает ренту
- Эффект зависит от отрасли
- Может усилить влияние отраслей, нуждающихся в развитых финансовых рынках -> подтолкнет их развитие

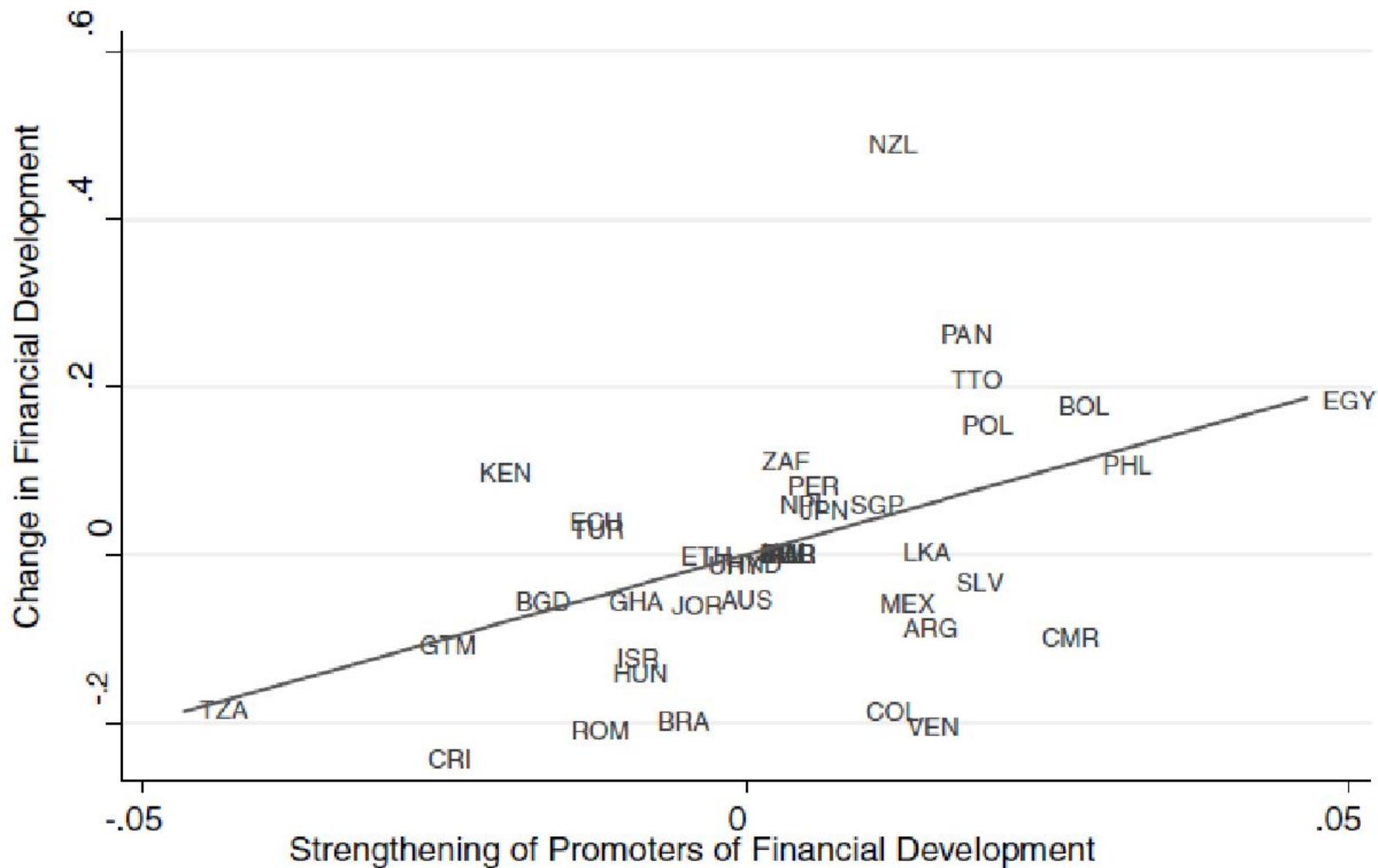
Финансовое развитие и рента



Либерализация торговли и рента



Эффект победителя



Финансовое развитие: выводы

- Финансовое развитие может тормозиться крупным бизнесом и финансистами, боящимися конкуренции
- Их влияние особенно важно во время экономических кризисов
- Либерализация торговли может уменьшить их негативное влияние

Налогообложение и корпоративное управление

- Все доходы компаний делятся между несколькими заинтересованными сторонами
 - Государством (налоги)
 - Кредиторами (процентные выплаты)
 - Миноритарными акционерами (дивиденды)
 - Контролирующими акционерами (дивиденды и «частные выгоды контроля»)
- Корпоративное управление определяет то, насколько миноритарии и кредиторы защищены от контролирующих акционеров
- По факту, государство является крупнейшим миноритарием

Влияние налогов

- Чем выше ставка налогов, тем выше стимулы у собственников к выводу денежных потоков из компании
- Выигрывают от этого только контролирующие собственники
- Миноритарии могут выиграть от усиление контроля за выплатой налогов
- т.е. Налоговая система влияет на корпоративное управление
- Обратное тоже верно – собираемость налогов выше, если корпоративное управление лучше
- Desai, Dyck, Zingales (2007) “Theft and Taxes”, Journal of Financial Economics, 84(3)

Пример: Сибнефть

- В 2000 г. эффективная ставка налогообложения Сибнефти была одной из самых низких в индустрии
- Основной механизм – трансфертное ценообразование
- Уменьшают не только налоги, но и долю миноритариев
- Первая компания, в которую нанесли визит налоговые органы в 2000 г.
- Сибнефть изменила систему продажи нефти
- Налоговые выплаты существенно возросли
- Но и рыночная цена компании росла быстрее рынка

Другие факты

- «Премия за контроль» в начале 2000х существенно снизилась в добывающей отрасли
- В других отраслях она осталась неизменной
- Чем ниже была официальная цена продажи нефти у компании в 1999 г., тем больше росла ее рыночная стоимость в ответ на заявления об ужесточении сбора налогов
- В межстрановом сравнении – изменение ставки налогообложения влияет на налоговые доходы сильнее в странах с хорошим корпоративным управлением

Налоги и корпоративное управление:

ВЫВОДЫ

- Налоговый режим и корпоративное управление тесно связаны
- Хорошее корпоративное управление способствует собираемости налогов
- Ужесточение сбора налогов может улучшить качество корпоративного управления
- Но когда режим становится слишком жестким, эффект будет противоположным, так как страдают и миноритарии

Ипотечный кризис в США

- Мировой финансовый кризис был спровоцирован ипотечным кризисом в США
- Какую роль сыграли политические факторы в расширении высокорискованной (subprime) ипотеки?
- Как политические факторы влияли на антикризисные меры в этой сфере?
- Пример того как политические факторы определяют регулирование

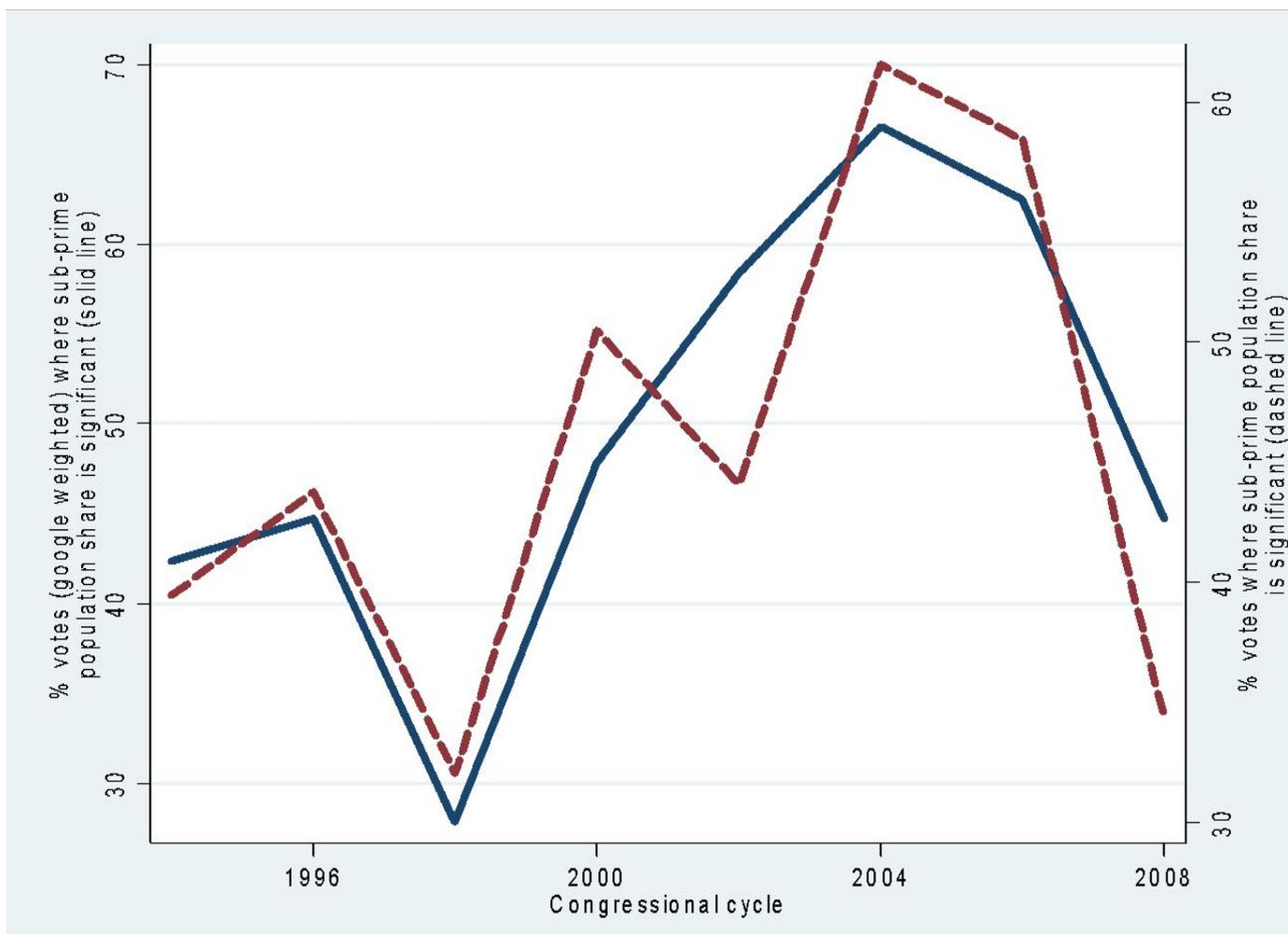
Высокорискованная ипотека

- Выдача высокорискованных ипотечных кредитов в США активно росла с начала 2000х
- Этому способствовала политика «доступного жилья»
- С 1993 по 2007 гг. в Конгрессе прошло более 700 голосований, связанных с доступным жильем
- Например, American Dream Downpayment Act (2003)
- В то же время, ужесточение регулирования ипотечных компаний планомерно отвергалось

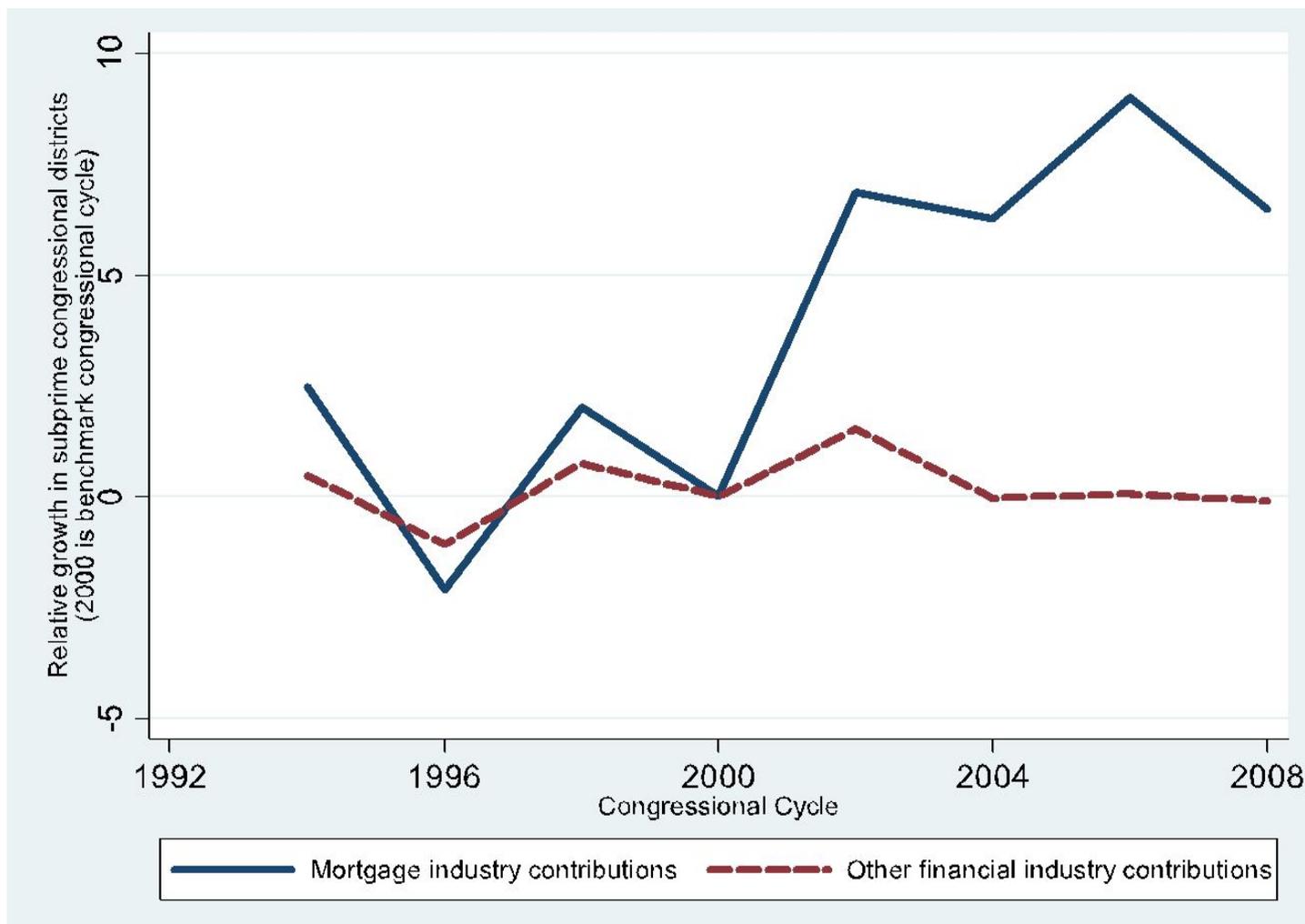
Чьё влияние?

- Что определяло государственную политику в области доступного жилья?
 - Борьба за голоса избирателей
 - Влияние специальных интересов
- Правильный ответ – и то, и другое
- Голосование конгрессменов зависит как от состава их избирателей, так и от взносов в их избирательную компанию со стороны ипотечных компаний.
- Работы Mian, Suffi, and Trebbi

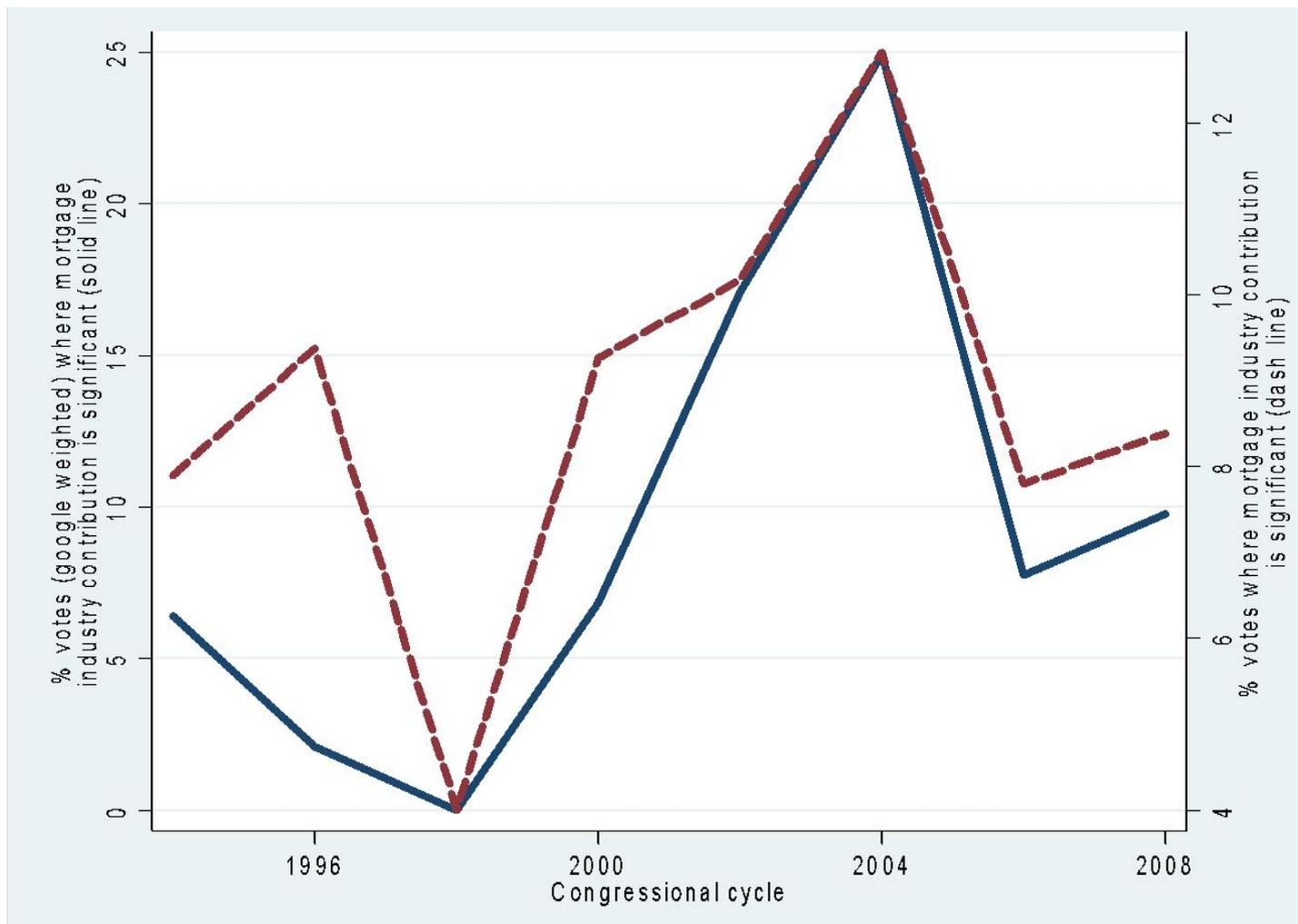
Влияние избирателей



Активность ипотечных компаний



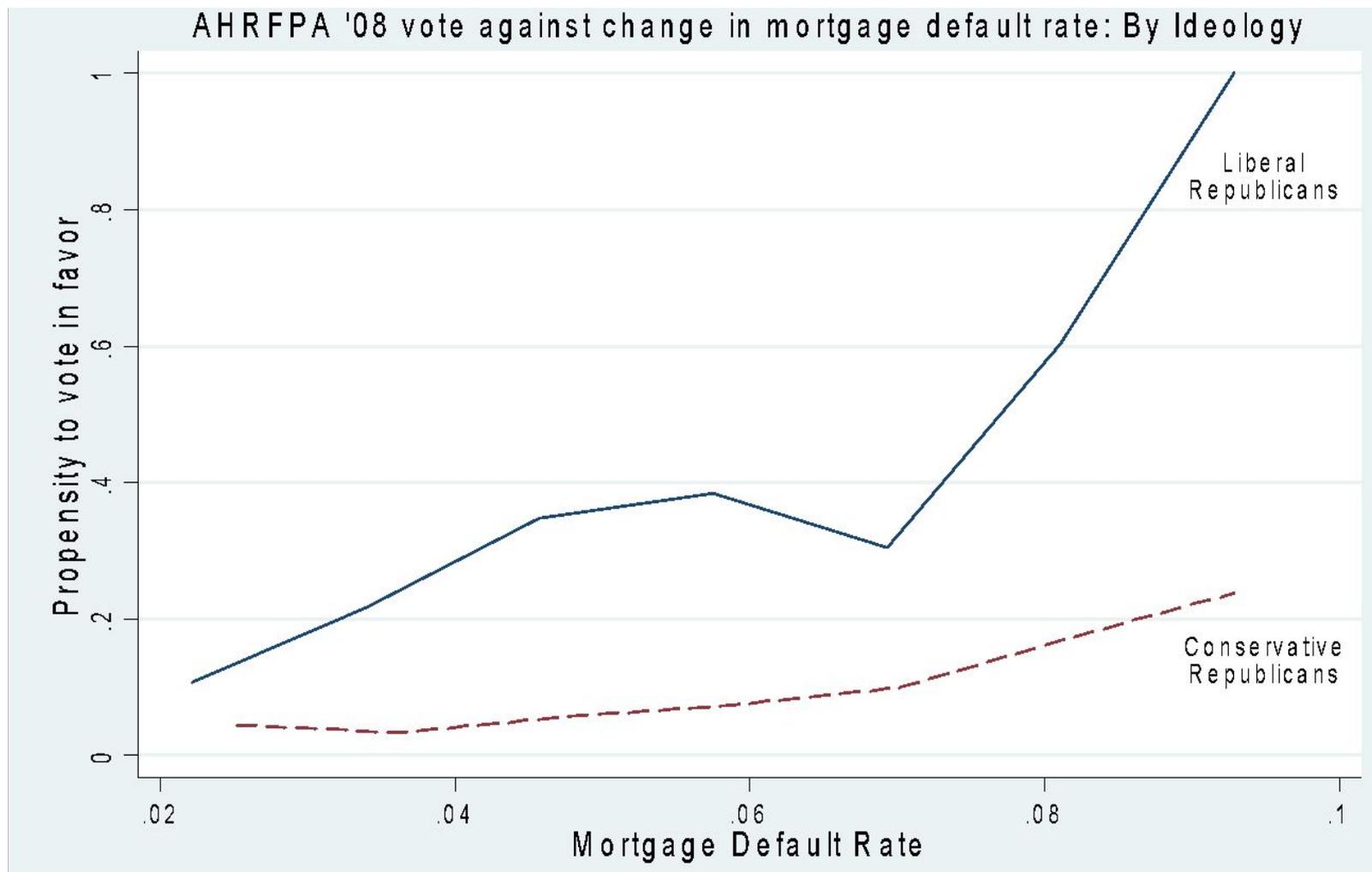
Влияние ипотечных компаний



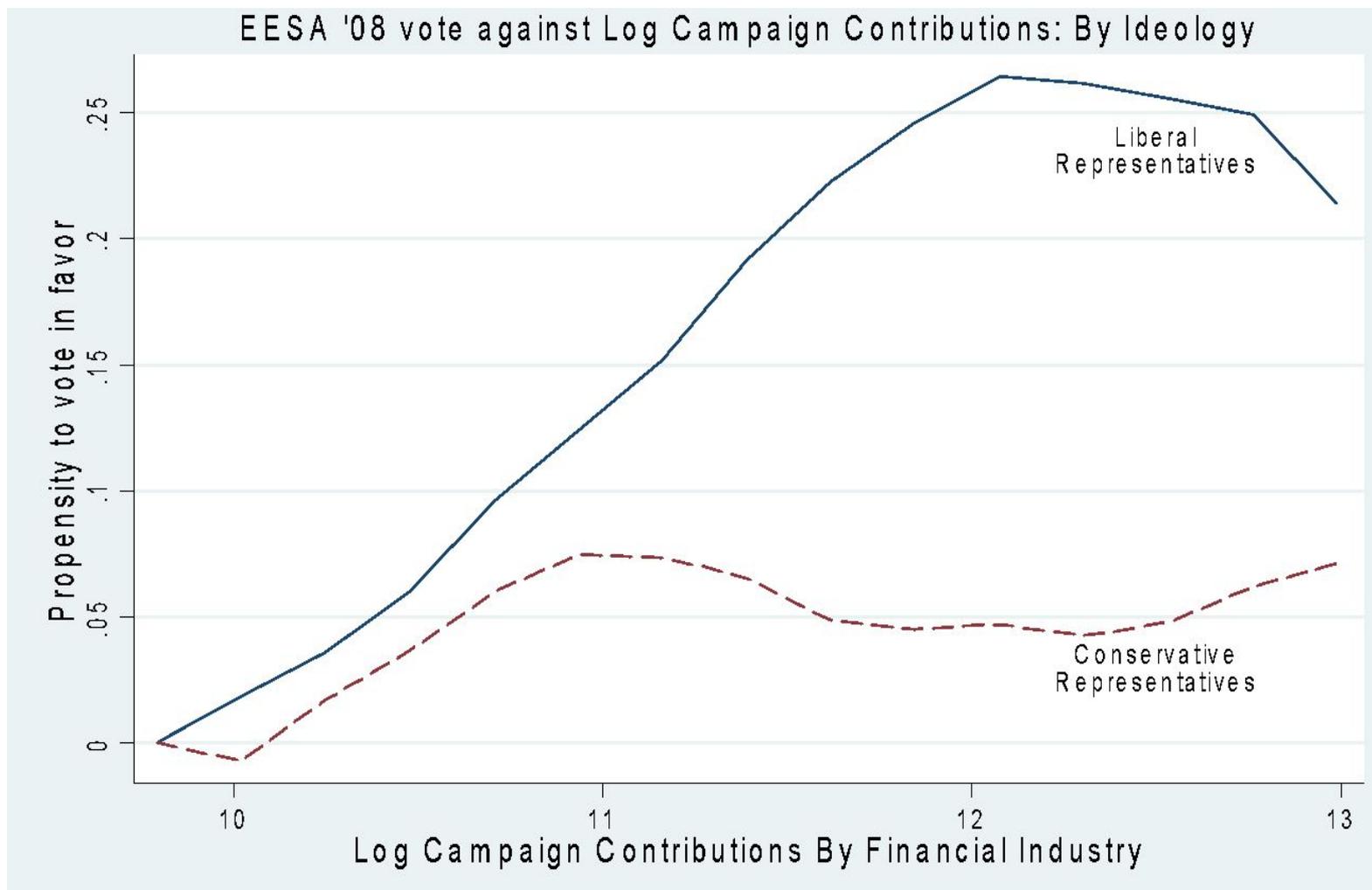
Антикризисные меры

- Похожая картина наблюдается и при принятии антикризисных мер
- Два основных акта
 - American Housing Rescue and Foreclosure Prevention Act
 - Emergency Economic Stabilization Act
- Оба акта предусматривали использование средств налогоплательщиков на поддержку
 - Домохозяйств, на грани дефолта по ипотеке
 - Финансовым институтам

Влияние избирателей



Влияние финансовых компаний



В заключение

- Политические соображения играют важную роль
 - как для финансового развития в целом
 - так и в частных вопросах финансового регулирования
- Есть масса других важных и интересных примеров
- Анализ с точки зрения *qui prodest* может давать парадоксальные результаты

Где найти информацию?

Сайт РЭШ

www.nes.ru

Презентация

www.slideshare.net/NewEconomicSchool

Видео

www.youtube.com/user/NewEconomicSchool

Новости РЭШ

<http://twitter.com/NES1992>