

Департамент стран Ближнего Востока
и Центральной Азии

Финансовая интеграция малых и средних предприятий на Ближнем Востоке и в Центральной Азии

*Группа персонала МВФ во главе
с Николасом Бланшером*

№ 19/02

Ближний Восток и Центральная Азия

Финансовая интеграция малых и средних предприятий на Ближнем Востоке и в Центральной Азии

Группа персонала МВФ во главе с Николасом Бланшером в составе
Макса Аппендино, Айдына Биболова, Армана Фужье, Цзявэй Ли, Анты
Ндойе, Александры Панагиотакопулу, Вей Ши и Татьяны Сидоренко

Copyright ©2019 International Monetary Fund

Cataloging-in-Publication Data
IMF Library

Names: Appendino, Maximiliano, author. | Bibolov, Aidyn, author. | Fouejieu A., Armand, author. | Li, Jiawei (Research Analyst), author. | Ndoye, Anta, author. | Panagiotakopoulou, Alexandra, author. | Shi, Wei (Economist), author. | Sydorenko, Tetyana, author. | Blancher, Nicolas R., project director. | International Monetary Fund. Middle East and Central Asia Department, issuing body. | International Monetary Fund, publisher.

Title: Financial inclusion of small and medium-sized enterprises in the Middle East and Central Asia / IMF staff team led by Nicolas Blancher and including Max Appendino, Aidyn Bibolov, Armand Fouejieu, Jiawei Li, Anta Ndoye, Alexandra Panagiotakopoulou, Wei Shi, and Tetyana Sydorenko.

Description: [Washington, DC] : International Monetary Fund, [2019]. | At head of title: Middle East and Central Asia Department. | Includes bibliographical references.

Identifiers: ISBN 9781484383124 (English paper)
9781484396964 (Russian paper)

Subjects: LCSH: Small business—Middle East. | Small business—Asia, Central. | Finance—Middle East. | Finance—Asia, Central.

Classification: LCC HD2341 .A67 2019

В серии документов департаментов публикуются результаты исследований персонала МВФ по вопросам, представляющим широкий интерес и относящимся к регионам или различным странам. Изложенные в настоящем документе взгляды принадлежат автору (авторам) и необязательно отражают позицию МВФ, его Исполнительного совета или руководства МВФ.

Заказать публикацию можно онлайн, по факсу или по почте:

International Monetary Fund, Publication Services

P.O. Box 92780, Washington, DC 20090, U.S.A.

Тел.: (202) 623-7430 Факс: (202) 623-7201

Электронная почта: publications@imf.org

www.imfbookstore.org

www.elibrary.imf.org

Содержание

Аналитическое резюме.....	v
Введение.....	vii
1. Значимость финансовой интеграции МСП.....	1
Недостаточность финансовой интеграции МСП.....	1
Выгоды от увеличения финансовой интеграции МСП.....	3
2. Расширение банковского кредита МСП.....	9
Макроэкономические и финансовые аспекты.....	9
Институциональные аспекты.....	13
Основные приоритеты для стран БВСАП и КЦА.....	16
3. Потенциальная роль альтернативных каналов финансирования.....	19
Рынки капитала.....	19
Финансовые технологии.....	23
4. Стратегии политики — раскрытие потенциала финансовой интеграции МСП.....	33
Текущие инициативы в области политики.....	33
Необходимость целостных подходов к политике.....	36
Приложение 1. Методология индекса финансовой интеграции МСП.....	41
Приложение 2. Недостаток финансовой интеграции МСП.....	43
Приложение 3. Выгоды от расширения доступа МСП к финансированию с точки зрения экономического роста и занятости.....	45
Приложение 4. Выгоды от смягчения факторов, сдерживающих финансовую интеграцию МСП, — анализ конкретных стран.....	49
Приложение 5. Доступ к финансированию и занятость, объем продаж и рост производительности на уровне фирм.....	53
Приложение 6. Финансовая интеграция МСП и макроэкономическая политика.....	55
Приложение 7. Определяющие факторы финансовой интеграции МСП.....	57
Литература.....	61

Вставки

Вставка 1. Экономические исследования — выгоды от повышения степени финансовой интеграции	8
Вставка 2. Экономическая литература — макроэкономические и институциональные факторы, определяющие финансовую интеграцию.....	18
Вставка 3. Компания Alibaba в Китае — кредитование МСП и обеспеченные активами ценные бумаги	24
Вставка 4. Система NewConnect в Польше — фондовая биржа для МСП.....	25
Вставка 5. Дубайский международный финансовый центр и развитие финансовых технологий	31
Вставка 6. Финансовая интеграция МСП— основные региональные и международные организации	39

Рисунки

Рисунок 1. Малые и средние предприятия в экономике.....	2
Рисунок 2. Индекс финансовой интеграции МСП	2
Рисунок 3. Финансовая интеграция МСП, экономическое и финансовое развитие	3
Рисунок 4. Выгоды финансовой интеграции МСП для экономического роста и занятости.....	5
Рисунок 5. Финансовая интеграция МСП и действенность макроэкономической политики.....	7
Рисунок 6. Государственные инвестиции	10
Рисунок 7. Кредит частному и государственному секторам.....	11
Рисунок 8. Характеристики банковского сектора.....	12
Рисунок 9. Прирост занятости вследствие достижения охвата бюро кредитной информации уровня стран с формирующимся рынком и развивающихся стран	15
Рисунок 10. Индекс надежности юридических прав.....	16
Рисунок 11. БВСАП и КЦА — основные приоритеты для повышения финансовой интеграции МСП.....	16
Рисунок 12. Финансирование МСП — основные источники.....	20
Рисунок 13. Финансирование МСП и рынки капитала	21
Рисунок 14. Рынки капитала в регионах БВСАП и КЦА	22
Рисунок 15. Совершенствование традиционного финансирования МСП.....	26
Рисунок 16. Типы финансовых технологий для финансирования МСП	27
Рисунок 17. Экосистема финансовых технологий	30
Рисунок 18. Основы для финансовой интеграции МСП	37

Таблица

Таблица 1. Экосистема рынков капитала для МСП — меры политики и мировая практика.....	23
---	----

Аналитическое резюме

Директивные органы во всем мире все в большей степени признают важность финансовой интеграции. В частности, вопросы финансовой интеграции малых и средних предприятий (МСП) находятся в центре задач экономической диверсификации и роста, которые стоят перед многими странами. В регионах Ближнего Востока и Центральной Азии (БВСАП и КЦА) на МСП приходится значительная доля всех компаний, однако эти регионы отстают от многих других в части доступа МСП к финансированию.

Повышение степени финансовой интеграции МСП может способствовать увеличению экономического роста, созданию рабочих мест и повышению действенности налогово-бюджетной и денежно-кредитной политики, а также может внести свой вклад в финансовую стабильность. В регионах БВСАП и КЦА потенциальные выгоды являются особенно значительными: в некоторых случаях повышение годового экономического роста может составить до 1 процента, что потенциально способно привести к созданию в этих регионах примерно 16 миллионов новых рабочих мест к 2025 году.

Международный опыт указывает на то, что увеличению банковского кредита МСП может способствовать множество факторов, в том числе следующие.

- Фундаментальные характеристики экономики и особенности финансового сектора, в частности, макроэкономическая стабильность, ограниченные размеры государственного сектора (позволяющие избежать вытеснения доступа МСП к кредиту), устойчивость финансового сектора, конкурентная банковская система и, в более общем плане, основанная на конкуренции и открытая экономика, способная создать толчок для инвестиций МСП и их спроса на кредит.
- Институциональные факторы, такие как качество управления и потенциал финансового регулирования и надзора, доступность кредитной информации и поддерживающая среда для ведения коммерческой деятельности, в том

числе наличие современных основ для операций залога и урегулирования неплатежеспособности, и правовые системы, позволяющие надлежащим образом обеспечить защиту прав собственности и договорных обязательств.

Кроме того, доступ МСП к финансированию может облегчаться вследствие иных факторов, в том числе поддержки предложения банковского кредита. Опыт различных стран показывает, что такую роль на различных стадиях развития МСП могут играть рынки капитала. Аналогичным образом, финансовые технологии могут как способствовать уменьшению факторов, сдерживающих банковский кредит (например, связанных с кредитной информацией или конкуренцией), так и открывать новые каналы для финансирования МСП. В регионах БВСАП и КЦА и рынки капитала, и финансовые технологии пока находятся на начальной стадии развития.

В различных странах в поддержку финансовой интеграции МСП уже проводится целый спектр мер политики и реформ. Они включают прямое вмешательство государства для увеличения банковского кредита, например, через государственные банки для МСП, программы гарантирования кредита и меры регулирования процентных ставок. В последние годы все в большем количестве стран также разрабатываются национальные стратегии для преодоления основных препятствий к финансовой интеграции домашних хозяйств и компаний.

Основной вывод заключается в том, что частичные подходы, такие как меры, ориентированные исключительно на прямое государственное финансирование или гарантии, вряд ли принесут значительные выгоды. Значимый, безопасный и устойчивый в долгосрочном плане доступ МСП к финансированию требует, наоборот, целостного подхода, включающего основные конструктивные элементы, перечисленные выше, от макроэкономических основ до правовых вопросов и аспектов регулирования. Такой подход может также запустить процесс благотворного взаимного влияния: увеличения прозрачности МСП и уменьшения неформальной деятельности, принося более широкие выгоды экономике и увеличивая спрос на кредит. И наконец, необходимы конкретные меры политики и основы регулирования, чтобы способствовать развитию финансирования МСП за счет большей опоры на рынки капитала и новые технологии.

Основы политики, предлагаемые в настоящем документе, могут оказать директивным органам конкретных стран поддержку в формулировании и проведении стратегий реформ с целью увеличения финансовой интеграции МСП. МВФ и другие международные организации играют важную роль, предоставляя возможность опереться на результаты их аналитической работы и получить конкретные рекомендации по вопросам политики на базе различных аспектов этих основ и используя уроки, извлеченные из мирового опыта.

Введение

Финансовая интеграция малых и средних предприятий (МСП) играет основополагающую роль в решении задач экономической диверсификации, роста и создания рабочих мест в регионах Ближнего Востока и Центральной Азии (БВСАП и КЦА)¹. Финансовой интеграции придается все больший приоритет во многих странах и в программах международных мер, в частности, в Плане действий по повышению доступности финансовых услуг, утвержденный лидерами стран Группы 20-ти в ходе саммита в Сеуле в 2010 году. В регионах БВСАП и КЦА многие страны сталкиваются с огромными трудностями на пути к более активному и инклюзивному росту и формированию более динамичного частного сектора². Средняя доля МСП в совокупном банковском кредитовании в странах БВСАП и КЦА составляет лишь примерно 7 процентов, что является самым низким показателем в мире. Поэтому МВФ и другие международные организации играют важную роль, поддерживая процесс расстановки приоритетов реформ и разработку стратегий политики таким образом, чтобы меры по повышению финансовой интеграции МСП были ориентированы на условия конкретных стран и опирались на международный опыт.

Настоящий документ Департамента стран Ближнего Востока и Центральной Азии (БЦД) подготовлен группой сотрудников под общим руководством Аасима Хусейна и возглавляемой Николасом Бланшером, в которую вошли Макс Аппендино, Айдын Биболов, Цзявэй Ли, Анта Ндойе, Александра Панагиотакопулу, Вей Ши и Татьяна Сидоренко (БЦД); Арман Фужье (ЕВР); Мишель Гассиб и Самир Ельсадек (летние стажеры). В его подготовку внесли вклад сотрудники других департаментов МВФ, а также эксперты из Всемирного банка, Международной финансовой корпорации, Азиатского банка развития и Международной организации комиссий по ценным бумагам, в том числе в рамках мозгового штурма на платформе iLab.

¹Регион Ближнего Востока и Центральной Азии включает 31 страну Ближнего Востока и Северной Африки, Афганистан и Пакистан (БВСАП), а также страны Кавказа и Центральной Азии (КЦА). Финансовая интеграция определяется как доступ к официальным финансовым услугам и пользование ими.

²Заявление Международного Валютного Фонда, Арабского фонда экономического и социального развития и Арабского валютного фонда на Конференции по содействию росту, увеличению рабочих мест и инклюзивности в арабском мире, 30 января 2018 года.

В настоящем документе подчеркивается макроэкономическая значимость финансовой интеграции МСП в регионах БВСАП и КЦА и предлагаются варианты политики для расширения доступа МСП к финансовым услугам. В центре внимания находятся, прежде всего, макроэкономические аспекты и аспекты политики, касающиеся финансовой интеграции МСП, и здесь рассматриваются не все вопросы, значимые для финансирования МСП³. Документ построен следующим образом: в первом разделе показана недостаточность финансовой интеграции МСП в регионах БВСАП и КЦА и потенциальные макроэкономические и финансовые выгоды уменьшения этой недостаточности. Следующий раздел опирается на результаты эмпирических исследований, чтобы выявить основные движущие силы, сказывающиеся на расширении доступа МСП к финансированию, особенно в странах БВСАП и КЦА. Затем, опираясь на мировой опыт, приводятся обзоры роли альтернативных каналов финансирования МСП, таких как рынки капитала и финансовые технологии. В последнем разделе дается резюме предпринимаемых усилий в поддержку финансовой интеграции МСП и предлагаются подходы в области политики, которые одновременно являются целостными и ориентированными на конкретные потребности стран БВСАП и КЦА.

³В частности, глубоко не рассматриваются вопросы исламской финансовой деятельности, корреспондентские банковские отношения, лизинг и факторинг, микрофинансы и неформальное финансирование — либо в силу ограниченности данных, либо по причине их меньшей макроэкономической значимости, либо поскольку по ним отдельно ведутся углубленные аналитические исследования и разработки мер политики. Например, см. работы “*Ensuring Financial Stability in Countries with Islamic Banking*”, IMF 2017, и “*Recent Trends in Correspondent Banking Relationships: Further Considerations*”, IMF 2017 (2017a, 2017e).

Значимость финансовой интеграции МСП

На Ближнем Востоке и в Центральной Азии имеется значительный потенциал для расширения доступа МСП к финансированию, что способно принести значительные макроэкономические и финансовые выгоды: повышение годового экономического роста может составить до 1 процента, может повыситься действенность макроэкономической политики и укрепиться макроэкономическая и финансовая стабильность.

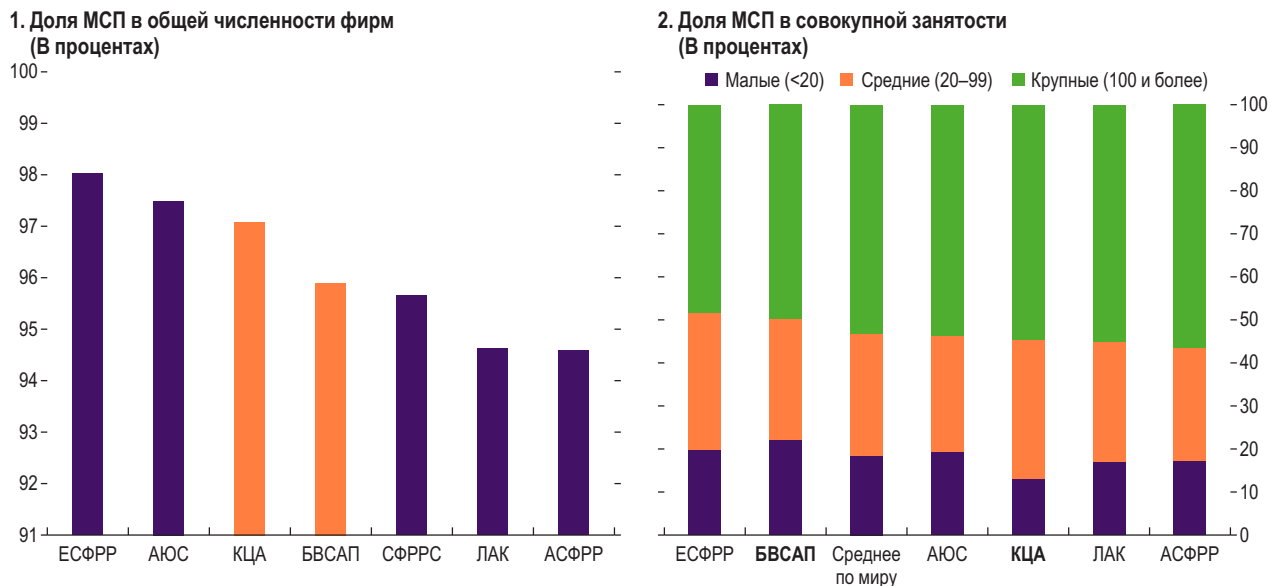
Недостаточность финансовой интеграции МСП

На Ближнем Востоке и в Центральной Азии на МСП приходится значительная доля фирм и занятости. Примерно 96 процентов всех зарегистрированных в регионе компаний относятся к числу МСП, и в них занята примерно половина всей рабочей силы, что близко к средним показателям по миру в целом (рис. 1). Относительно большая доля МСП в регионе находится в неофициальном секторе.

Регионы БВСАП и КЦА отстают от большинства других регионов с точки зрения доступа МСП к финансированию через банковскую систему. Средняя доля МСП в совокупном банковском кредитовании в регионах БВСАП и КЦА равна примерно 7 процентам, а в некоторых странах Совета по сотрудничеству стран Персидского залива составляет всего 2 процента. Согласно результатам *Обследования предприятий Всемирного банка*, сравнительно большой процент фирм в регионе БВСАП (примерно 32 процента) сообщают о том, что доступ к кредиту является одним из важнейших ограничений для ведения деятельности (по сравнению со средним показателем по миру в целом на уровне 26 процентов). Эта доля ниже в регионе КЦА (18 процентов).

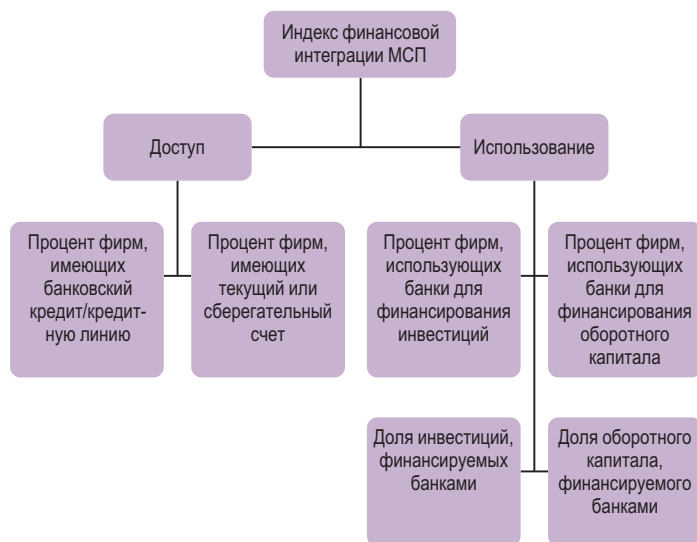
Для МСП на Ближнем Востоке характерен самый значительный недостаток финансовой интеграции в мире. Мы построили сводный индекс, в котором

Рисунок 1. Малые и средние предприятия в экономике



Источник: обследования предприятий Всемирного банка, последние доступные данные.
 Примечание. ЕСФРР — страны Европы с формирующимся рынком и развивающиеся страны Европы; АЮС — Африка к югу от Сахары; КЦА — Кавказ и Центральная Азия; БВСАП — Ближний Восток, Северная Африка, Афганистан и Пакистан; СФРРС — страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны; ЛАК — Латинская Америка и Карибский бассейн; АСФРР — страны Азии с формирующимся рынком и развивающиеся страны Азии; МСП — малые и средние предприятия.

Рисунок 2. Индекс финансовой интеграции МСП

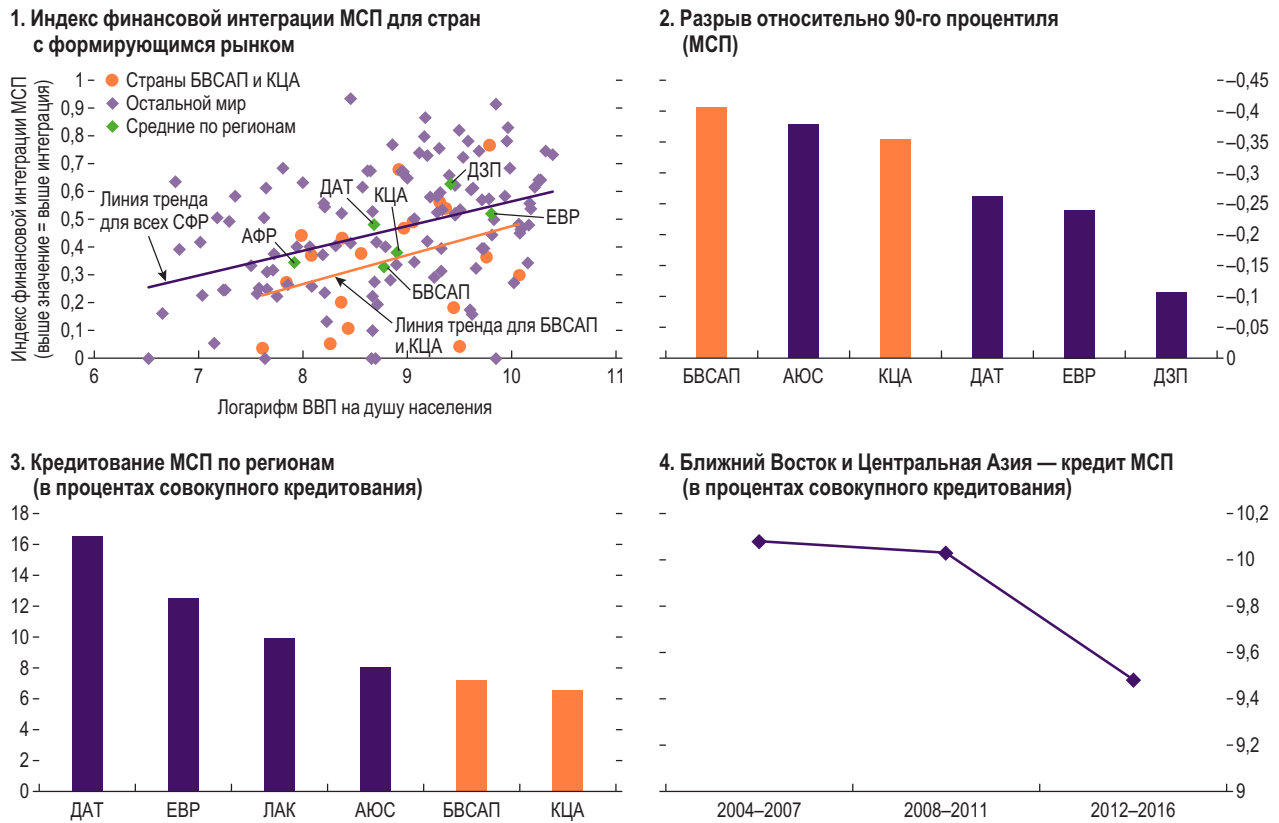


Источник: Иллюстрация автора.

отражается как доступ к финансовым услугам со стороны МСП, так и пользование ими, используя анализ главных компонент и данные на уровне компаний из *Обследования предприятий Всемирного банка* (рис. 2, приложение 1). Этот индекс финансовой интеграции свидетельствует о том, что страны БВСАП отстают от остального мира по данному аспекту, в то время как регион КЦА имеет несколько лучшие показатели, но все равно отстает от Европы, Азии и Латинской Америки (рис. 3).

Доступ МСП к финансированию на Ближнем Востоке и в Центральной Азии также является низким по сравнению с другими странами, находящимися на сходном уровне экономического развития. Значительные

Рисунок 3. Финансовая интеграция МСП, экономическое и финансовое развитие



Источники: Обследование доступа к финансовым услугам, Показатели мирового развития, обследования предприятий Всемирного банка и расчеты персонала МВФ.

Примечание. Недостаток финансовой интеграции — разность между средним значением индекса финансовой интеграции МСП (приложение 1) соответствующего региона и 90-м перцентилем выборки. БВСАП — Ближний Восток, Северная Африка, Афганистан и Пакистан; КЦА — Кавказ и Центральная Азия; АЮС — Африка к югу от Сахары; ДАТ — Азиатско-Тихоокеанский регион; ЕВР — Европа; ДЗП — Западное полушарие; ЛАК — Латинская Америка и Карибский бассейн; МСП — малые и средние предприятия.

¹Индекс емкости финансовых организаций представляет собой составной индекс, измеряющий емкость банковской системы, пенсионных и взаимных фондов, а также страхового сектора.

отклонения наблюдаемых индексов финансовой интеграции от значений, предсказываемых на основе экономических детерминантов, говорят о том, что регион может достичь более высоких уровней финансовой интеграции даже в существующих макроэкономических условиях. Кроме того, отмечается повышение концентрации кредита при одновременном уменьшении в нем доли МСП, причем как во всем мире, так и на Ближнем Востоке и в Центральной Азии.

Выгоды от увеличения финансовой интеграции МСП

В данном разделе приводится иллюстрация характера и масштабов потенциальных макроэкономических и финансовых выгод от увеличения финансовой интеграции МСП. Дополняя и расширяя заключения других имеющихся

исследований, здесь представлены результаты применения различных методологических подходов (эмпирических исследований по данным различных стран и на основе данных конкретных стран, на уровне фирм и на базе макроэкономических данных), использованных для оценки влияния более значительной финансовой интеграции МСП на экономический рост, создание рабочих мест, действенность макроэкономической политики и макроэкономическую и финансовую стабильность.

Экономический рост

Устранение разрыва в степени финансовой интеграции МСП по сравнению со странами с формирующимся рынком и развивающимися странами помогло бы повысить годовой экономический рост в некоторых странах БВСАП и КЦА на величину до 1 процента. Представленные в приложениях 3–5 аналитические исследования дополняют уже имеющиеся работы по финансовой интеграции (вставка 1), приводя доказательства выгод именно от финансовой интеграции МСП. Системы статических и динамических регрессий, основанных на данных макроуровня по различным странам, указывают на то, что устранение разрыва в финансовой интеграции МСП относительно стран с формирующимся рынком и развивающихся стран может привести к повышению экономического роста в среднем на 0,3 процентного пункта в год (рис. 4). Оценки прироста занятости и роста производительности труда на основе данных на уровне фирм и в сочетании с расчетами в рамках системы учета факторов экономического роста указывают на возможность потенциально более значительного увеличения роста ВВП (примерно на 1 процентный пункт). И наконец, подходы на базе параметров динамической стохастической модели общего равновесия (ДСОР) для конкретных стран указывают на то, что смягчение основных ограничений для доступа МСП к финансированию в некоторых странах БВСАП и КЦА может привести к долгосрочному кумулятивному повышению экономического роста в размере примерно 5 процентов¹.

Создание рабочих мест

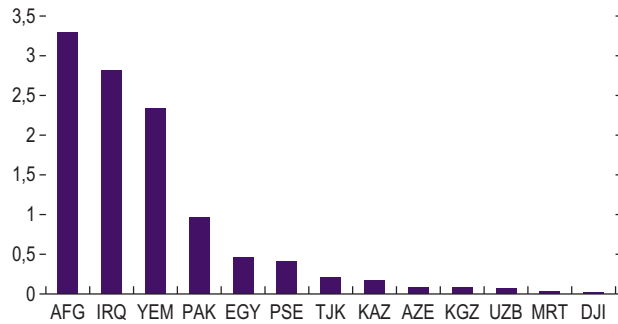
МСП играют важную роль в качестве движущей силы роста занятости, особенно в развивающихся странах. МСП вносят самый большой вклад в занятость во всех группах стран по уровню доходов. Они также вносят значительный вклад в рост занятости (Kumar, 2017). В работе Ауагари, Demirguc-Kunt и Maksimovic (2014) сделано заключение, что в средней стране на МСП (компании, имеющие менее 100 работников) приходится почти половина всей рабочей

¹Эти ограничения, которые могут вести к функционированию МСП в масштабах меньше оптимальных вследствие ограниченного доступа к кредиту, включают асимметричность информации, более высокие издержки обслуживания МСП, ограниченную финансовую грамотность и недостаточно развитые основы залогового обеспечения и взыскания средств.

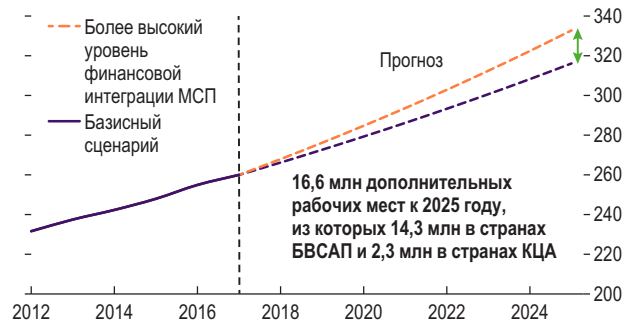
Рисунок 4. Выгоды финансовой интеграции МСП для экономического роста и занятости

Анализ на макроуровне

1. Выгоды для экономического роста в случае устранения недостатков ФИ МСП по сравнению со средним по миру (Повышение реального ВВП, в процентных пунктах)

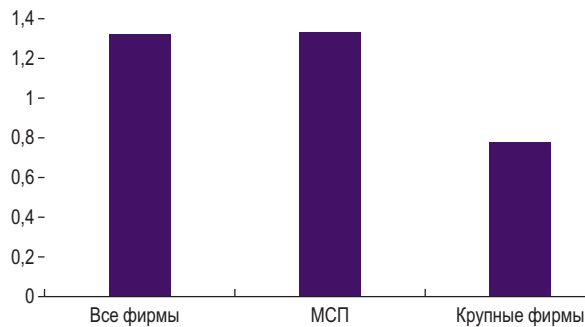


2. Выгоды для занятости, 2010–2025 годы¹ (В миллионах занятых)

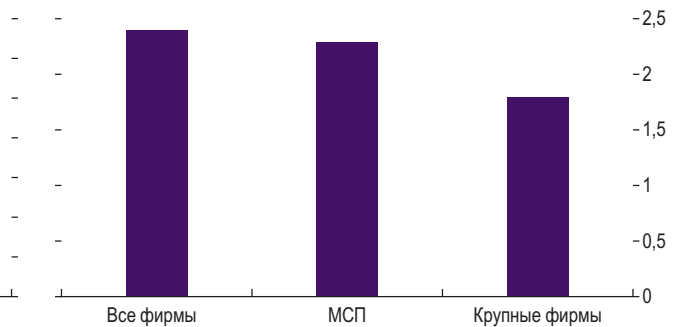


Анализ на уровне фирм

3. Прирост занятости вследствие доступа к официальному финансированию¹ (В процентных пунктах)



4. Прирост производительности труда вследствие доступа к официальному финансированию¹ (В процентных пунктах)



Источники: обследования предприятий Всемирного банка, Международная организация труда, расчеты персонала МВФ.
 Примечание. На панели 1 использованы коды стран ИСО. ФИ МСП — финансовая интеграция малых и средних предприятий; БВСАФ — Ближний Восток, Северная Африка, Афганистан, и Пакистан; КЦА — Кавказ и Центральная Азия.
¹Более подробное представление оценок приводится в приложении 5.

силы и что малые фирмы (имеющие менее 20 работников) вносят самый большой вклад в рост занятости. Еще один вывод этой работы заключается в том, что для самых молодых фирм характерен самый высокий рост занятости.

В регионах БВСАФ и КЦА повышение финансовой интеграции МСП могло бы способствовать повышению уровня занятости с потенциалом создания примерно 16 миллионов рабочих мест к 2025 году². Результаты исследований на уровне фирм свидетельствуют о том, что предоставление фирмам доступа

²В регионе БЦД арабские страны характеризуются самым высоким уровнем безработицы среди молодежи в мире (в среднем 25 процентов), и в следующие пять лет более 27 миллионов молодых людей выйдет на рынок труда этих стран. См. Baduel et al. (2018).

к официальному финансированию ведет к повышению их ежегодного роста численности работников на 1 процентный пункт и к увеличению их роста производительности труда на 2,4 процентного пункта, что согласуется с выводами других исследований. Для МСП оценки этого положительного влияния существенно выше (1,3 процентного пункта и 2,3 процентного пункта, соответственно), чем для крупных компаний (0,8 процентного пункта и 1,8 процентного пункта).

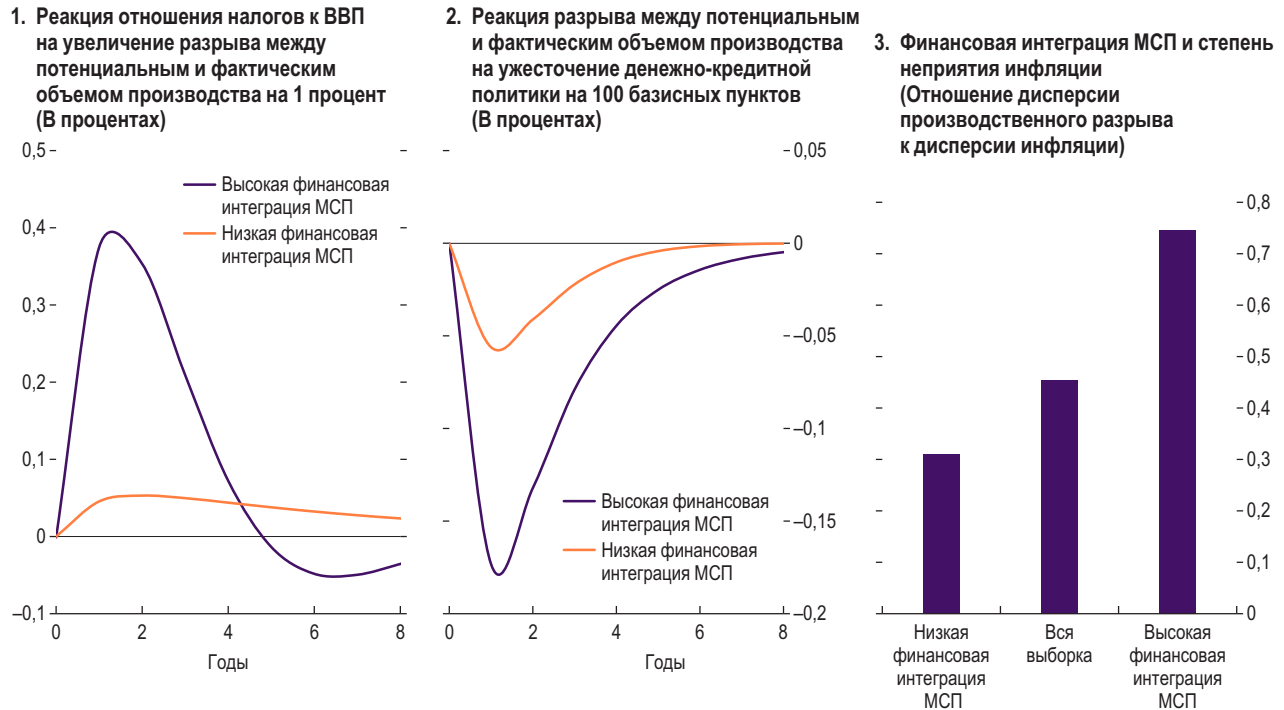
В рамках группы МСП прирост занятости оказывается самым значительным в случае малых фирм (1,7 процентного пункта), которые сталкиваются с наибольшими ограничениями в получении кредита, в то время как наиболее существенный прирост производительности отмечается в случае средних компаний (2,5 процентного пункта), возможно, вследствие того, что они относительно в большей степени выигрывают от повышения капиталоемкости своего производства. Исследования на макроуровне указывают на то, что повышение кредита МСП на 1 процент ведет к уменьшению безработицы в размере примерно 0,1 процента для выборки стран с формирующимся рынком и развивающихся стран и до 0,2 процента для стран БВСАП и КЦА.

Действенность макроэкономической политики

Более значительная финансовая интеграция МСП связана с более высокой эффективностью налогово-бюджетной политики, в том числе ввиду лучшего сбора налоговых поступлений. Результаты использования подхода на базе векторной авторегрессии указывают на то, что после положительного шока разрыва между потенциальным и фактическим объемом производства в странах БВСАП и КЦА, имеющих высокий индекс финансовой интеграции МСП, отмечается улучшение результатов сбора налоговых поступлений (рис. 5, приложение 6). В работе IMF (2018b) также показано, что более высокая финансовая интеграция связана с более высокими государственными поступлениями и расходами относительно ВВП.

Представляется также, что страны с более высокой финансовой интеграцией МСП характеризуются лучшими показателями передачи воздействия денежно-кредитной политики и стабильности цен. По мере того как большее количество МСП получают доступ к официальному кредитованию, может повышаться роль процентной ставки в экономике, что улучшает работу механизма передачи воздействия денежно-кредитной политики и позволяет органам денежно-кредитного регулирования в большей степени обеспечивать стабильность цен. Импульсная реакция разрыва между потенциальным и фактическим объемом производства на потрясение номинальной процентной ставки действительно оказывается, как правило, более сильной в странах с высокой финансовой интеграцией МСП. Аналогичным образом, с повышением финансовой интеграции МСП увеличивается степень неприятия инфляции центральными банками (измеряемого отношением дисперсии разрыва между потенциальным и фактическим объемом производства и инфляции).

Рисунок 5. Финансовая интеграция МСП и действенность макроэкономической политики¹



Источники: обследования предприятий Всемирного банка, Haver Analytics, расчеты персонала МВФ.

Примечание. МСП — малые и средние предприятия.

¹Более подробное представление оценок приводится в приложении 6.

Финансовая стабильность

Более высокий уровень финансовой интеграции может поддерживать финансовую стабильность при наличии качественных систем управления риском и финансового надзора. Увеличение кредитов МСП может способствовать финансовой стабильности, поскольку это позволяет банкам лучше диверсифицировать свои кредитные портфели и открытые позиции по риску. Однако кредит МСП является классом активов с относительно высоким риском, и его быстрый рост может вести к нарастанию ненадежных открытых кредитных позиций. Достижение оптимального баланса в этом вопросе требует надлежащих институциональных защитных механизмов, в том числе надежных основ финансового надзора, чтобы обеспечить соблюдение строгой кредитной дисциплины и стандартов управления риском³.

³Sahay et al. (2015).

**Вставка 1. Экономические исследования —
выгоды от повышения степени финансовой интеграции**

Устранение недостатка финансовой интеграции МСП может принести значительные выгоды для потенциала экономического роста. В работе Bhattacharya and Wolde (2010) выявлена отрицательная связь между долей фирм, указывающих на доступ к финансированию как на одно из основных ограничений, и темпами роста дохода на душу населения. Их точечная оценка указывает на то, что устранение разрыва между средним уровнем доступа к финансированию в регионе БВСАП и средним по миру связано с увеличением темпов годового роста на 0,1 процента (при прочих равных условиях). Предельное положительное влияние финансовой интеграции на рост уменьшается с повышением уровня финансового развития и инклюзивности (Sahay et al, 2015; эти заключения согласуются с выводами работ Arcand, Berkes, and Panizza (2015) и de la Torre, Ize, and Schmukler (2011)). Очень низкий уровень финансовой интеграции в регионах БВСАП и КЦА свидетельствует о наличии значительного нераскрытого потенциала для роста за счет увеличения доступа МСП к финансированию.

Положительное влияние расширения доступа к финансированию на производительность и занятость является более значительным для МСП, чем для крупных компаний. В работе Beck et al. (2008) указывается, что более высокий уровень финансового посредничества оказывает непропорционально сильное положительное влияние на рост в отраслях с большей долей малых фирм. В исследовании Аууагари et al. (2016) показано, что влияние на занятость сильнее в случае микропредприятий, малых и средних предприятий, чем среди более крупных фирм. Рассматривая введение бюро кредитной информации на выборке из 70 развивающихся стран как положительное потрясение в сфере кредита, в названной работе делается заключение, что улучшение доступа к финансированию вело к повышению роста занятости примерно на 3,5 процентных пункта среди микро-, малых и средних предприятий, тогда как в случае более крупных фирм это повышение составило только 1,2 процента. В работах Chodorow-Reich (2014) и Popov and Rocholl (2016) показано, что увеличение ограничений на финансирование во время спадов создавало большее понижающее давление на занятость в МСП, чем в крупных компаниях. И наконец, в работе Berton et al. (2018) делается вывод, что влияние кредитных ограничений на занятость в основном приходится на малые предприятия.

Финансовая интеграция домашних хозяйств поддерживает более действенные основы макроэкономической политики. Исследование IMF (2018b) содержит следующие заключения: 1) финансовая интеграция домашних хозяйств связана с более высокими государственными доходами и расходами относительно ВВП, и она также может увеличивать бюджетный мультипликатор; 2) эластичность объема производства по процентным ставкам выше в тех странах, для которых характерна более значительная финансовая интеграция домашних хозяйств. Аналогичным образом, в работе Mehrotra and Yetman (2014) утверждается, что рост отношения изменчивости объема производства к изменчивости инфляции увеличивает финансовую интеграцию домашних хозяйств при условии оптимальной денежно-кредитной политики. Полученный в указанной работе результат подтверждает гипотезу о том, что при более высокой доле финансово интегрированных потребителей отмечается лучшая передача воздействия денежно-кредитной политики и большая стабильность цен.

Анализ движущих сил кредита МСП в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах помогает выявить основные препятствия для финансовой интеграции МСП в странах БВСАП и КЦА¹. Помимо общего уровня экономического развития, они включают качество управления, доступность кредитной информации, уровень конкуренции и качество деловой среды.

Макроэкономические и финансовые аспекты

В данном разделе показано, что основными факторами, определяющими степень финансовой интеграции МСП, являются экономические детерминанты и характеристики финансового сектора. В ходе анализа рассматривается широкий спектр макроэкономических и финансовых переменных, и по его результатам сделано заключение, что некоторые из них, как показано ниже, играют значительную роль в содействии доступу МСП к кредиту или в ограничении этого доступа (приложение 7).

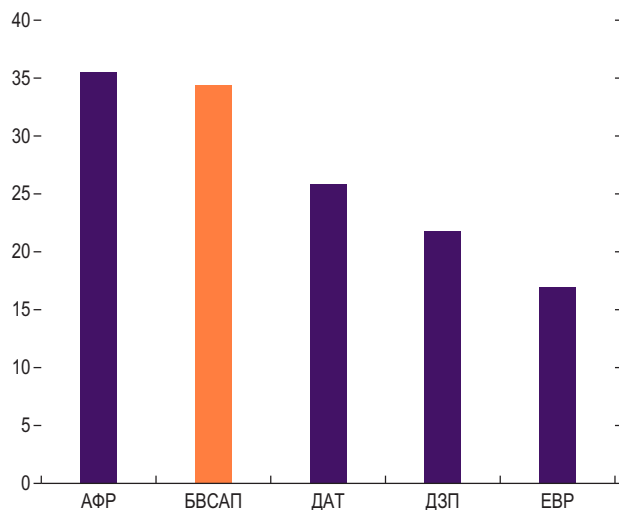
Роль государственного сектора в экономике

Размеры и эффективность государственного сектора оказывают значительное влияние на доступ МСП к кредиту (рис. 6 и 7).

¹См. приложение 6. Эмпирический анализ проведен на широкой выборке стран, в том числе из регионов БВСАП и КЦА. Ограничения данных позволяют выявить корреляции, но не причинно-следственные связи. Хотя в центре внимания настоящего документа находятся в основном факторы, определяющие банковский кредит на стороне предложения, низкий уровень кредита МСП может отражать и более общие характеристики экономики, сдерживающие спрос МСП на кредит, такие как значительная доля неформального сектора, низкая финансовая грамотность и проблемы регулирования рынка или его концентрации, сказывающиеся на инвестициях МСП. Более подробно о роли этих факторов на стороне спроса на Ближнем Востоке и в Центральной Азии см. в работе IMF (2018с).

Рисунок 6. Государственные инвестиции¹

(В процентах совокупных инвестиций, среднее, 1995 год — последние доступные данные)



Источник: Перспективы развития мировой экономики.

Примечание. АФР — Африка; БВСАП — Ближний Восток и Северная Африка; Афганистан и Пакистан; ДАТ — Азиатско-Тихоокеанский регион; ДЗП — Западное полушарие; ЕВР — Европа.

¹Страны КЦА не включены вследствие отсутствия данных.

- Более высокая доля государственных инвестиций в совокупных инвестициях имеет отрицательную корреляцию с финансовой интеграцией МСП². В частности, в регионе БВСАП увеличение государственных инвестиций на один процент может привести к уменьшению финансовой интеграции МСП на 0,7 процента (по сравнению со средним для стран с формирующимся рынком и развивающихся стран (СФРРС) на уровне 0,2 процента). Государственные инвестиции представляют в среднем 34 процента совокупных инвестиций в странах БВСАП (по сравнению с 24 процентами в других СФРРС).

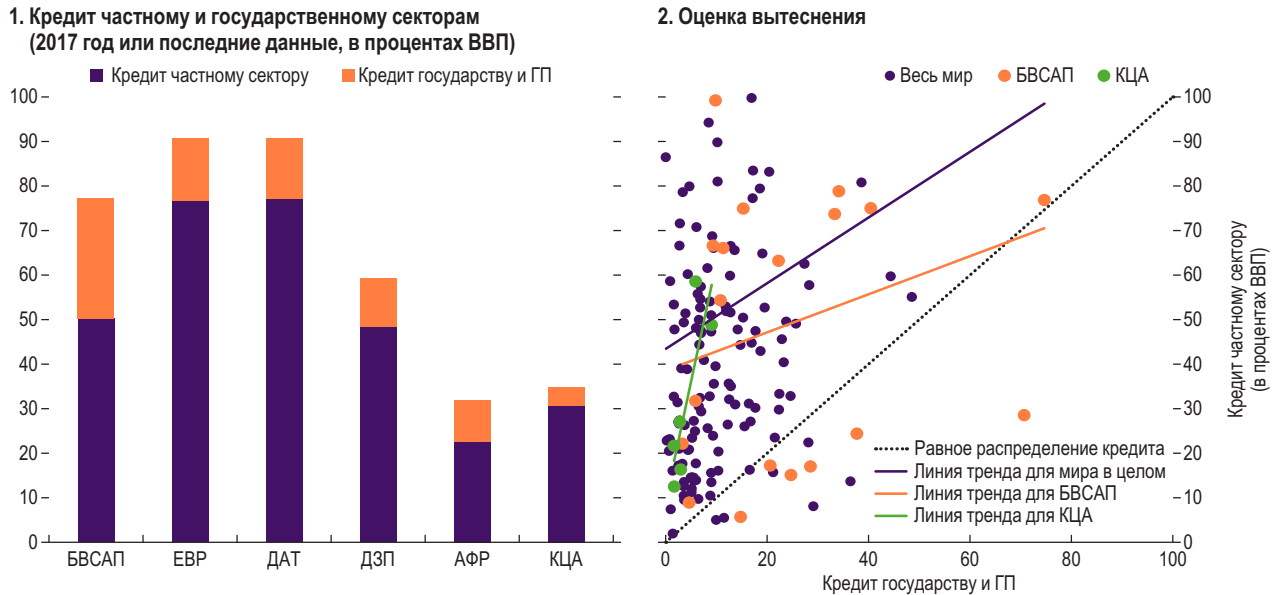
- Кроме того, улучшение доступа МСП к финансированию связано с более высокой эффективностью органов государственного управления. Эта связь сильнее в странах БВСАП (и в меньшей степени в странах КЦА), чем в других регионах.

- Крупные потребности государства и ГП в финансировании могут также вытеснить кредит частному сектору, в том числе

МСП, особенно в тех случаях, когда ГП пользуются льготным режимом с точки зрения налогов и регулирования и более облегченным доступом к банковскому кредиту. В более общем плане значительная роль государства в экономике часто создает неравные условия деятельности для МСП, подвергая их более жесткой конкуренции или затрудняя для них привлечение работников. В регионе БВСАП кредит государству и ГП (в процентах ВВП) больше, чем в других регионах, но в регионе КЦА этот показатель ниже. Доступные данные также показывают, что, хотя в СФРРС с более емкими кредитными рынками (отношение совокупного кредита к ВВП), как правило, пропорционально больше кредита направляется в государственный сектор, чем в частный, этот эффект значительно более проявлен в регионе БВСАП. Этот факт указывает на то, что вытеснение частного сектора государством может быть большей проблемой в БВСАП, чем в других странах, и особенно в тех странах БВСАП, которые имеют более емкие кредитные рынки.

²В качестве представительной переменной для величины государственного сектора в экономике используется доля государства в инвестициях. Сальдо бюджета, еще один представительный показатель вытеснения частного сектора, не имеет значимой корреляции с финансовой интеграцией МСП.

Рисунок 7. Кредит частному и государственному секторам



Источники: Международный Валютный Фонд, «Международная финансовая статистика»; оценки ВВП Всемирного банка и ОЭСР; оценки персонала МВФ.

Примечание. БВСАП — Ближний Восток и Северная Африка, Афганистан и Пакистан; КЦА — Кавказ и Центральная Азия; ЕВР — Европа, ДАТ — Азиатско-Тихоокеанский регион; ДЗП — Западное полушарие; АФР — Африка.

Макроэкономическая стабильность

Стабильность цен оказывает положительное влияние на доступ МСП к финансированию. Низкая инфляция является одним из основных свидетельств макроэкономической стабильности, она связана с более низким воспринимаемым риском, большей уверенностью частного сектора, более высоким спросом на кредит, а потому и с увеличением предложения кредита для МСП. Результаты наших исследований подтверждают наличие отрицательной связи между инфляцией и финансовой интеграцией МСП.

Характеристики финансового сектора

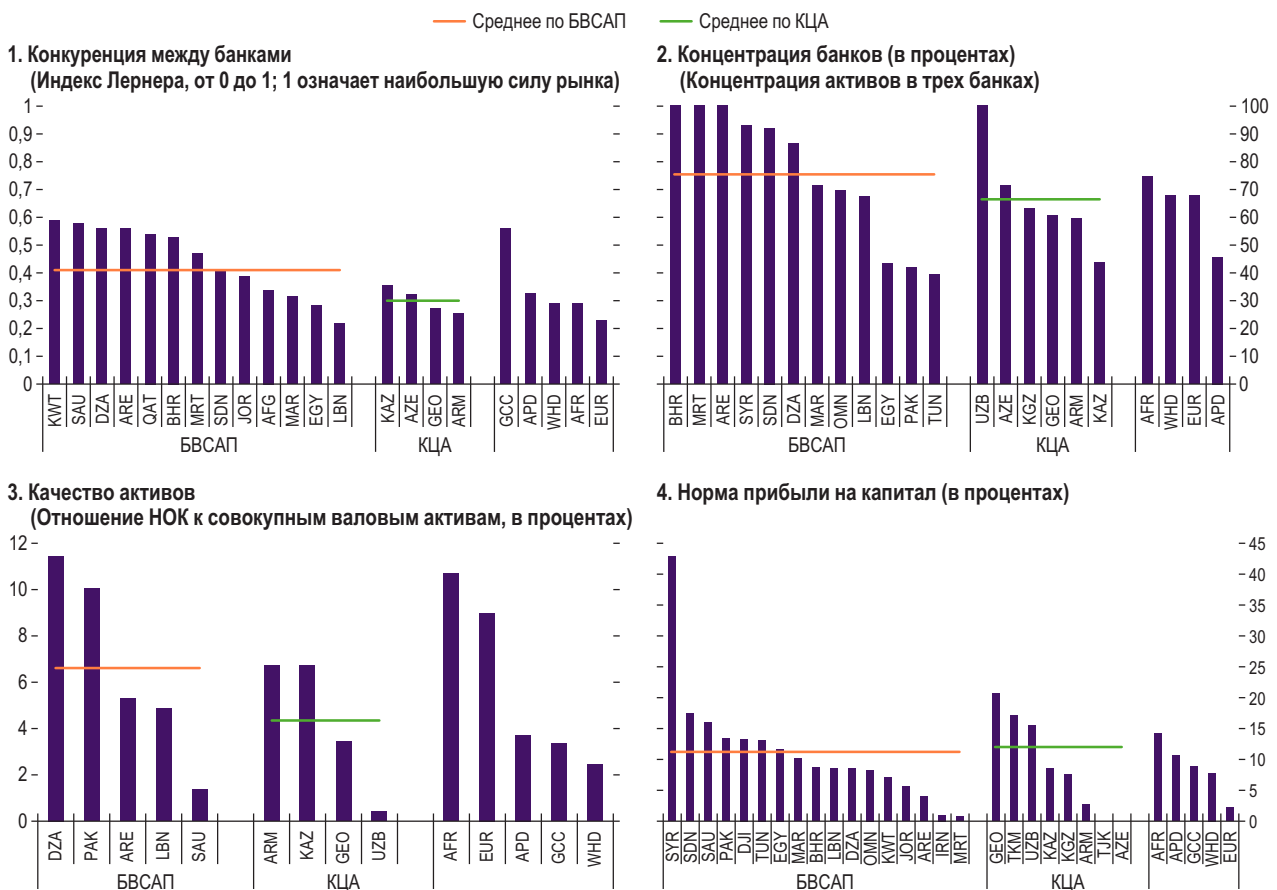
Устойчивость финансового сектора положительно коррелирует с финансовой интеграцией МСП. Стабильность финансового сектора может вести к росту финансовой интеграции за счет увеличения доверия к финансовой системе и повышения вероятности формирования официальных сбережений³. В ходе нашего исследования сделано заключение, что стойкость банков, измеряемая, например, оценками вероятности банкротства банков и степенью использования ими базового финансирования (банковских депозитов), способствует расширению

³Cihak et al. (2016).

доступа МСП к финансированию, тогда как низкое качество активов его подрывает. Представляется, что эти факторы имеют большее значение для финансовой интеграции МСП в регионе БВСАП, чем в других странах с формирующимся рынком и развивающихся странах. В случае региона КЦА, например, есть основания для заключения, что низкое качество активов в Азербайджане и Казахстане (коэффициенты необслуживаемых кредитов на уровне примерно 20 процентов) ограничивает вклад финансового сектора в экономический рост.

Отсутствие конкуренции между банками уменьшает доступ к финансированию для МСП. Согласно заключениям других исследований, банковская конкуренция оказывает положительное влияние на доступ МСП к финансированию⁴. Страны БВСАП и, в частности, страны Совета по сотрудничеству стран Персидского залива отстают от других регионов по показателям развития конкуренции в банковской сфере (рис. 8). Соответственно, облегчение выхода

Рисунок 8. Характеристики банковского сектора



Источники: база данных Finstats Всемирного банка, 2016 год или последние доступные данные; набор данных Всемирного банка о мировом финансовом развитии; данные официальных органов; расчеты персонала МВФ.

⁴Love and Martinez Peria (2015).

новых организаций на рынок может улучшить доступ МСП к кредиту. Вместе с этим концентрация банковского сектора, которая является высокой в регионе БВСАП, часто связана с более высокой маржей процентных ставок и рентабельностью банков и может создавать отрицательные стимулы для предоставления кредитов более мелким фирмам.

Экономическая конкуренция

Увеличение конкуренции на рынке и его диверсификации может сыграть важную роль в содействии росту производительности и финансовой интеграции МСП в странах БВСАП и КЦА. В числе основных характеристик экономики, создающих благоприятные условия для инвестиций и финансовой интеграции МСП — надлежащая инфраструктура, экономическая диверсификация и конкуренция внутри секторов и между ними. И наоборот, страны с крупным неофициальным сектором, как правило, характеризуются более жесткими ограничениями на доступ МСП к официальным финансовым услугам. Результаты наших исследований указывают на то, что, по сравнению с другими регионами, конкуренция является особенно важным фактором в странах БВСАП и КЦА, где значительная часть экономической деятельности часто сосредоточена в государственном секторе или в ограниченном числе крупных фирм, что может, с большой вероятностью, вести к образованию барьеров для выхода на рынок новых компаний и более низкой производительности МСП. Значимым фактором в странах КЦА также является диверсификация.

Институциональные аспекты

В то время как макроэкономические и финансовые факторы, перечисленные выше, являются необходимыми предпосылками, институциональные факторы тоже играют жизненно важную роль в финансовой интеграции МСП. Исследование широкого спектра связанных с данным вопросом переменных показывает, что несколько из них играют значимую роль в содействии доступу МСП к кредиту и их потенциалу продуктивности или в их ограничении, особенно в регионах БВСАП и КЦА.

Управление

Высокое качество управления и стабильная институциональная система в общем случае поддерживают доступ МСП к официальным финансовым услугам. Непрозрачные системы, как правило, создают более благоприятные условия для крупных фирм, которые имеют лучшие связи, чем МСП. В работе Faccio (2006) делается заключение, что крупные фирмы обычно обладают более

развитыми политическими связями в странах с низким качеством институциональной системы (т.е. со слабостью в части прав голоса и подотчетности и значительной коррупцией) и в результате этого пользуются более широким доступом к банковскому финансированию. Помимо вытеснения более мелких фирм, это может также создавать риски для финансовой стабильности вследствие снижения стандартов управления риском⁵. Проведенный авторами эмпирический анализ показывает, что борьба с коррупцией, право голоса и подотчетность (отражающие восприятие гражданами участия в выборе своего правительства, свободы слова и объединений и свободы СМИ), а также политическая стабильность положительно коррелируют с финансовой интеграцией МСП. Значимость коррупции и политических рисков особенно велика в случае стран БВСАП.

Финансовое регулирование и надзор

Надежные основы финансового регулирования и надзора способствуют повышению финансовой интеграции МСП. Как отмечалось выше, такие основы имеют принципиальное значение для мониторинга и устранения потенциально образующихся рисков и поддерживают программы по увеличению емкости финансового рынка и расширению широкого охвата финансовыми услугами. Результаты наших исследований подтверждают, что потенциал финансового надзора действенным образом способствует финансовой интеграции МСП, особенно в регионе БВСАП. Кроме того, финансовая интеграция и борьба с отмыванием денег и пресечение финансирования терроризма (БОД/ПФТ) могут поддерживать друг друга, в том числе по той причине, что использование официальных финансовых услуг повышает возможности отслеживать финансовые операции⁶.

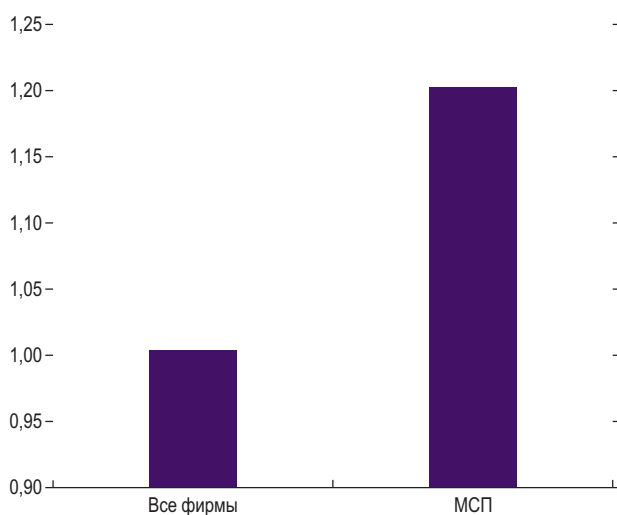
Кредитная информация

Кредитная информация является одним из важнейших факторов для доступа МСП к официальному финансированию, в том числе уменьшая требования к залогу и издержки, связанные с привлечением заемных средств. Повышение качества и расширение доступности кредитной информации могут создавать значительные выгоды для финансовой интеграции, а также для занятости и экономического роста, особенно в случае МСП. В частности, если бы рамки охвата бюро

⁵Это также согласуется с Базельскими основными принципами эффективного банковского надзора, особенно с Принципом 20, в центре внимания которого находятся нарушения и потенциальные конфликты интересов, возникающие вследствие операций между связанными сторонами, в случае которых есть опасность несоблюдения требований надлежащей проверки или их проведения не на рыночных условиях.

⁶Lyman and Noor (2014).

Рисунок 9. Прирост занятости вследствие достижения охвата бюро кредитной информации уровня стран с формирующимся рынком и развивающихся стран¹
(В процентных пунктах)



Источники: обследования предприятий Всемирного банка и показатели доклада «Ведение бизнеса»; оценки персонала МВФ.

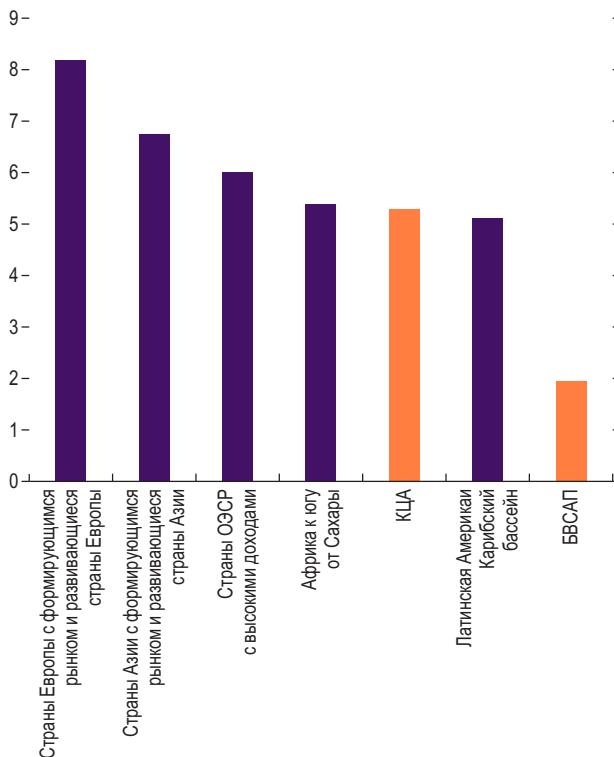
¹Более подробное представление оценок приводится в приложении 5.

кредитной информации в странах БВСАП и КЦА расширились до среднего уровня СФРРС, то это привело бы к повышению занятости на 1 процентный пункт для всех компаний и на 1,2 процентного пункта для МСП (рис. 9). Анализ конкретных стран также указывает на то, что эти положительные сдвиги могут быть еще больше в тех юрисдикциях, где отмечается меньший охват баз данных о кредитных историях. В странах с очень высокими требованиями к залогу (таких как Азербайджан, Армения и Тунис, где средние требования к величине залога могут достигать до 250 процентов стоимости кредита) улучшение кредитной информации может способствовать смягчению подобных ограничений и открывать доступ МСП к финансированию. В Кыргызской Республике отмечаются значительные препятствия для мониторинга кредитов, связанные с исключительно высокой маржей процентных ставок (примерно 20 процентов).

Деловой климат

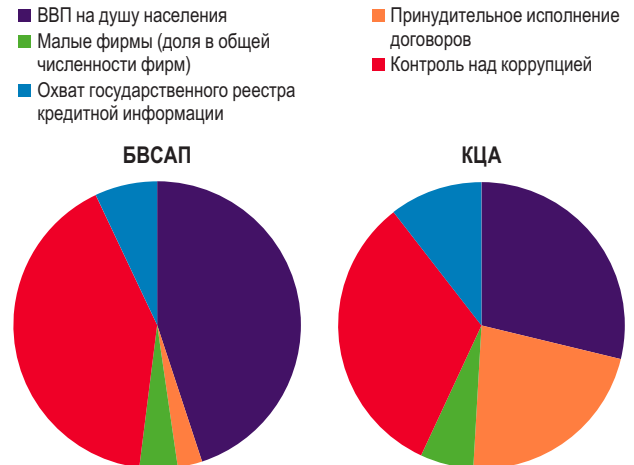
Для финансовой интеграции МСП принципиально необходимы правовые и институциональные основы, связанные с правами собственности, правовым обеспечением соблюдения договоров и режимами в отношении неплатежеспособности. Ограничения в части правового обеспечения соблюдения договоров и прав собственности и регистрации, а также высокие издержки, связанные с началом ведения коммерческой деятельности, и неэффективность режимов в отношении неплатежеспособности показывают отрицательную корреляцию с финансовой интеграцией МСП. В самом деле, современные кадастры и надежные права собственности допускают более широкие возможности отчуждения активов, которые благодаря этому могут легче переводиться, продаваться и передаваться в залог, что способствует доступу к финансированию. В сочетании с более высокими ставками налогов для МСП, недостатки в этих областях создают для МСП стимулы к продолжению деятельности в неофициальном секторе, что ограничивает их доступ к кредиту. Регионы БВСАП и КЦА характеризуются отставанием во многих из этих областей (рис. 10).

Рисунок 10. Индекс надежности юридических прав (0–12; 12 — наилучшие результаты)



Источник: доклад Всемирного банка «Ведение бизнеса 2018».

Рисунок 11. БВСАП и КЦА — основные приоритеты для повышения финансовой интеграции МСП^{1, 2, 3}



Источник: расчеты персонала МВФ.

¹На данном рисунке показано разложение по факторам, объясняющим недостаток финансовой интеграции МСП относительно 90-го перцентиля выборки СФРПС.

²Остаточный недостаток не учитывался.

³В расчет среднего включены следующие страны БЦД: Афганистан, Джибути, Египет, Иордания, Ливан, Марокко, Пакистан, Йемен, Армения, Азербайджан, Грузия, Казахстан, Таджикистан, Узбекистан.

Основные приоритеты для стран БВСАП и КЦА

Проведенный анализ помогает расставить приоритеты в целях расширения финансовой интеграции МСП в странах БВСАП и КЦА (рис. 11). В ходе этого анализа были исследованы взаимосвязи между широким набором макроэкономических, финансовых и институциональных факторов и финансовой интеграцией МСП. Полученные заключения согласуются с выводами более широкого круга исследовательских работ (вставка 2) и помогают выявить основные направления экономических реформ, которые привели бы к уменьшению разрыва в финансовой интеграции МСП между странами БВСАП и КЦА и странами с наилучшими показателями в этой области. Эти направления включают следующее.

- Экономическое развитие (доход на душу населения), отражающее такие характеристики страны, как качество инфраструктуры, образование и здравоохранение, и объясняющее значительную долю недостатка финансовой интеграции в странах БВСАП и КЦА.

- Качество управления (борьба с коррупцией), которое является вторым по значимости фактором, определяющим ограниченность доступа МСП к официальному финансированию в двух рассматриваемых регионах.
- Доступность кредитной информации (охват реестров кредитной информации), который также играет значительную роль.
- Экономическая конкуренция (в качестве представительного показателя для которой используется доля малых фирм в частном секторе), значимость которой указывает на то, что искажения рынка препятствуют росту МСП, спросу на кредит и доступу к финансированию.
- Деловой климат, включая правовые и институциональные основы, способствующие исполнению прав собственности и договоров, недостатки которого уменьшают масштабы деятельности МСП и их доступ к финансированию с силу более высоких издержек на ведение деятельности.

Значительную роль играют также режимы в отношении неплатежеспособности, кредитная информация и основы системы залога. Исследования на материале различных стран, такие как работа Djankov, McLiesh и Shleifer (2007), показывают, что важными факторами, определяющими масштабы частного кредита, являются защита кредиторов и реестры кредитной информации. Опираясь на индекс качества данных бюро кредитной информации в странах Восточной Европы и бывшего СССР (включая страны Кавказа и Центральной Азии), в работе Brown, Jappelli, and Pagano (2009) делается заключение, что повышение этого индекса ведет к увеличению доступности кредита и уменьшению его стоимости. В то время как результаты исследований по срезу стран свидетельствуют о том, что обмен информацией связан с более высоким уровнем кредита, в некоторых исследованиях, основанных на данных на уровне отдельных кредитов, также показано, что обязательная передача информации уменьшает кредит — как его размеры, так и степень его использования (например, Bos, De Haas, and Millone, 2016). В работе Love, Martinez Peria, and Singh (2016) сделан вывод, что введение реестров залога для движимых активов может повышать вероятность получения фирмами доступа к банковскому финансированию на 10 процентных пунктов, одновременно снижая ставки по кредитам и увеличивая сроки погашения займов. В работе Dabla-Norris et al. (2015b) показано, что ослабление ограничений, связанных с залогом, оказывает положительное влияние на ВВП во всех странах. В странах со средним уровнем доходов, особенно в странах с правовой системой французского происхождения, режимы, призванные решать вопросы неплатежеспособности, часто связаны со слишком высокими издержками, работают медленно и являются неэффективными. Это наблюдение подтверждается для стран БВСАП и КЦА в работе Djankov et al. (2008), где проведен основанный на обследовании анализ режимов в отношении неплатежеспособности в 88 странах (14 из которых относятся к числу стран БВСАП и КЦА).

Вставка 2. Экономическая литература — макроэкономические и институциональные факторы, определяющие финансовую интеграцию

Фундаментальные характеристики экономики являются важнейшими факторами, определяющими уровень финансовой интеграции. Более высокие доходы и лучшее развитие физической инфраструктуры ведут к увеличению сбережений и объединению доступных средств, а также способствуют лучшему доступу к финансированию (Dabla-Norris et al., 2015a). В работе Allen et al. (2012) показано, что уровень образования также является важным фактором, определяющим наличие у домашних хозяйств счетов в официальной финансовой системе и использование этих счетов. Более высокое качество управления может способствовать лучшему обеспечению исполнения договоров для МСП, что облегчает их доступ к финансированию (Rojas-Suárez and Amado, 2014). Макроэкономическая и финансовая нестабильность может радикально сказываться на кредите и других финансовых услугах для МСП, например, когда банки восстанавливают свои коэффициенты капитала за счет сокращения кредита, особенно более рискованным заемщикам (Rojas-Suárez 2016).

Высокий уровень конкуренции в банковской сфере и низкая степень асимметрии информации способствуют финансовой интеграции МСП. В работе Love and Martinez Peria (2015) обнаружено положительное влияние увеличения конкуренции между банками на доступ фирм к кредиту, а также, что величина этого влияния зависит от уровня охвата бюро кредитной информации. В исследовании Anzoategui, Martinez Peria, and Rocha (2010) сделано заключение, что банковские сектора в регионе БВСАП характеризуются более низкой конкуренцией, чем в большинстве других развивающихся стран.

Эмпирические свидетельства в отношении влияния, оказываемого присутствием иностранных банков, остаются неоднозначными. И наконец, в работе World Bank (2016) особо подчеркивается, что слабая конкуренция, высокая концентрация и большая доля государства в банковском секторе являются основными факторами, сдерживающими финансирование МСП в странах, входящих в Совет по сотрудничеству стран Персидского залива.

Потенциальная роль альтернативных каналов финансирования

Альтернативные каналы, особенно рынки капитала и финансовые технологии, могут способствовать большей финансовой интеграции МСП либо поддерживая предложение банковского кредита, либо открывая новые каналы финансирования. Опыт разных стран показывает, что для развития этих каналов в регионах БВСАП и КЦА требуется создание целого спектра условий, касающихся мер политики и институциональной системы.

Рынки капитала

Международный опыт показывает, что рынки капитала могут играть значительную роль в обслуживании особых потребностей МСП в финансировании. Они могут играть эту роль напрямую, но также (что, возможно, более важно) и косвенно, помогая направлять финансирование посредникам, которые решили проблемы кредитования малых предприятий на микроуровне. Такие посредники включают банки, привлекающие средства на рынках капитала и способные участвовать в различных этапах жизненного цикла МСП (рис. 12)¹. На начальных этапах, когда фирмы приносят мало доходов и характеризуются значительной асимметричностью информации, их доступ к большинству источников официального финансирования является ограниченным, и предприниматели опираются на собственные сбережения или начальный капитал. Стартапы, имеющие существенный потенциал роста, но высокие риски, могут привлекать венчурный капитал и средства специализированных фондов (например, частных инвестиционных фондов). По мере того как МСП растут и формируется история результатов их деятельности, может расширяться круг доступных им источников кредита, таких как банковские кредиты или кредиты,

¹IOSCO (2015) и ОЭСР (2015).

Рисунок 12. Финансирование МСП — основные источники



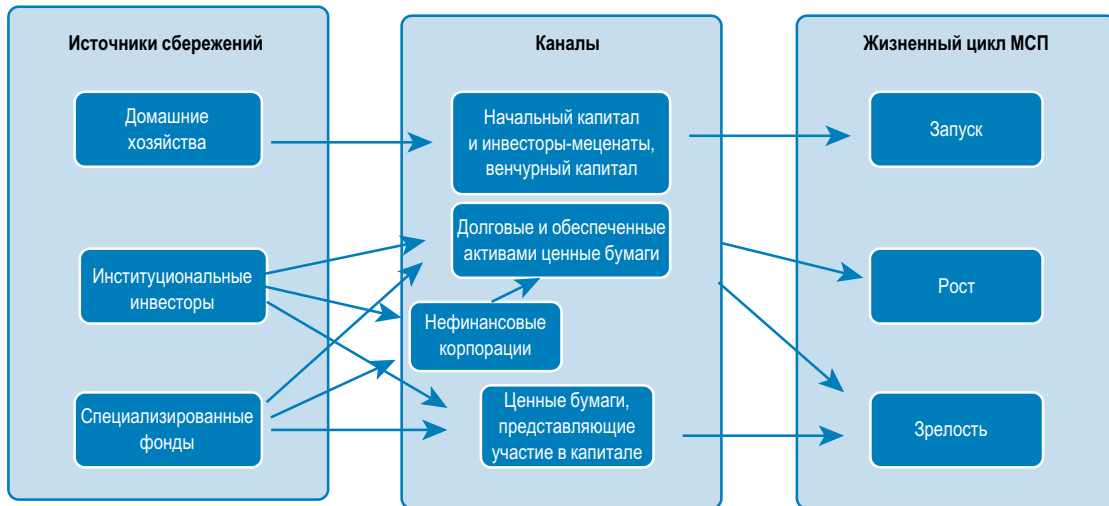
Источник: персонал МВФ.

обеспеченные активами, и мобилизации нового финансирования может также способствовать секьюритизация кредитов. И наконец, развитые МСП могут выпускать долговые инструменты и инструменты участия в капитале на внебиржевых и биржевых рынках.

Низкий уровень мобилизации сбережений через официальную финансовую систему в регионах БВСАП и КЦА является препятствием к развитию рынка капитала для МСП (рис. 13). По международным стандартам, нормы сбережений домашних хозяйств в официальной финансовой системе являются низкими (рис. 14). Размеры институциональных инвесторов, в том числе взаимных фондов, страховых компаний и пенсионных фондов, являются ограниченными, хотя в некоторых странах региона (особенно среди экспортеров нефти) значительные суммы внутренних сбережений проводятся через фонды национального благосостояния. Доступность венчурного капитала также является ограниченной (IMF, 2017d).

Развитию ориентированных на МСП сегментов рынка капитала в странах БВСАП и КЦА препятствует недостаточное развитие более широких рынков капитала. В этом регионе рынки капитала, в том числе рынки кредита и рынки инструментов участия в капитале, являются узкими по сравнению с такими рынками в других регионах. Выпуск облигаций в основном осуществляется только государством и крупными корпорациями.

Рисунок 13. Финансирование МСП и рынки капитала



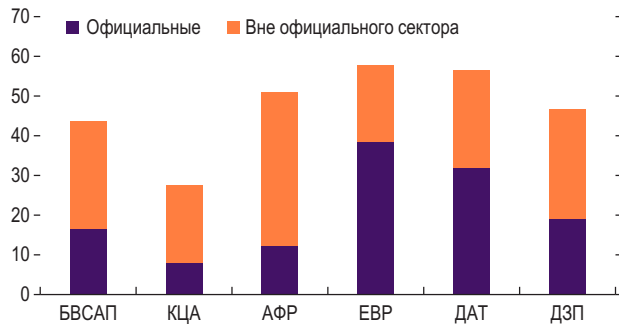
Источник: персонал МВФ.

Для поддержки развития различных сегментов рынка и инструментов, обслуживающих потребности МСП в финансировании, требуется наличие полной экосистемы². Формирование такой экосистемы требует присутствия фундаментальных факторов, таких как надлежащие основы макроэкономической политики и макроэкономическая стабильность, а также, как отмечалось выше, существования крупной и диверсифицированной базы инвесторов и постепенного развития более широких рынков капитала. Кроме того, необходимо наличие целого спектра институциональных условий, в том числе финансовой инфраструктуры, правовых основ и основ регулирования и надзора, адаптированных к особым потребностям МСП. Перечень основных институциональных вопросов и примеры успешного опыта стран (в том числе в регионах БВСАП и КЦА) приводятся в таблице 1. Изложенный во вставке 3 пример отдельной страны иллюстрирует роль ценных бумаг, обеспеченных активами, в расширении емкости кредитных рынков и увеличении потенциала кредитования МСП, в том числе за счет привлечения более широкого круга инвесторов в эти активы. Во вставке 4 описывается случай успешных мер политики и гибкости системы регулирования для содействия доступу МСП на рынки инструментов участия в капитале через частные размещения на организованных внебиржевых или биржевых рынках.

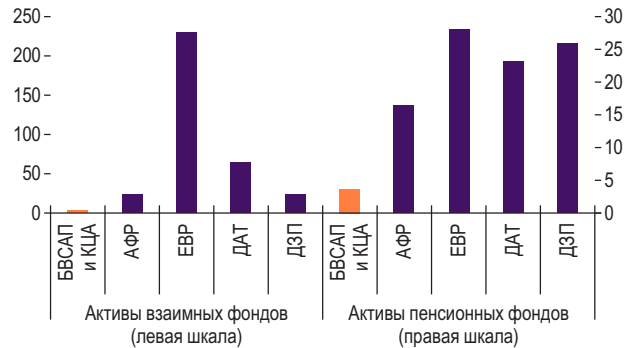
²World Bank, IMF and OECD (2015), World Bank (2018).

Рисунок 14. Рынки капитала в регионах БВСАП и КЦА

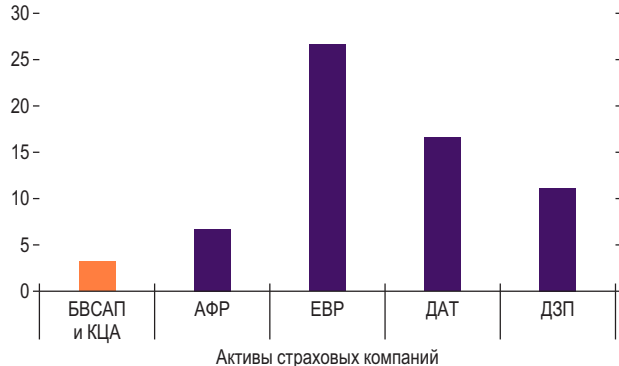
1. Сбережения взрослых в разбивке по методам формирования, 2017 год¹ (В процентах)



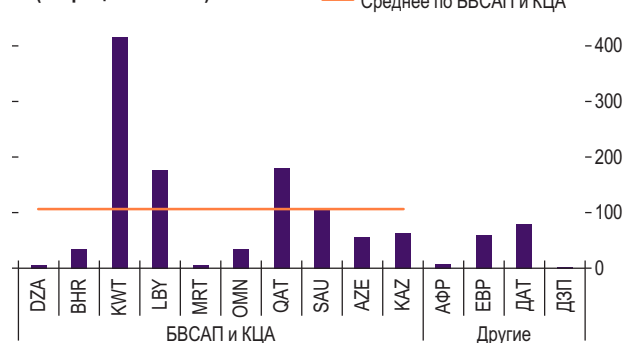
2. Активы взаимных фондов и пенсионных фондов, 2012–2016 годы² (В процентах ВВП)



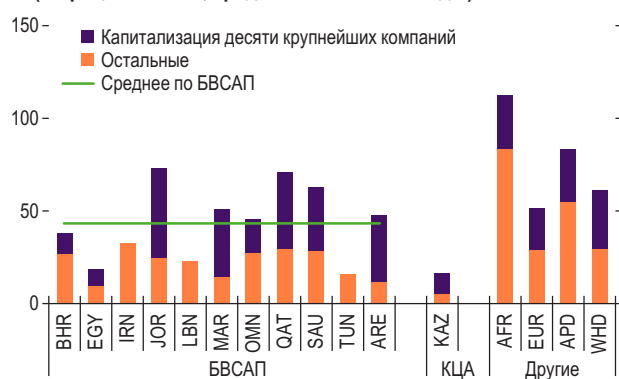
3. Активы страховых компаний, 2012–2016 годы² (В процентах ВВП)



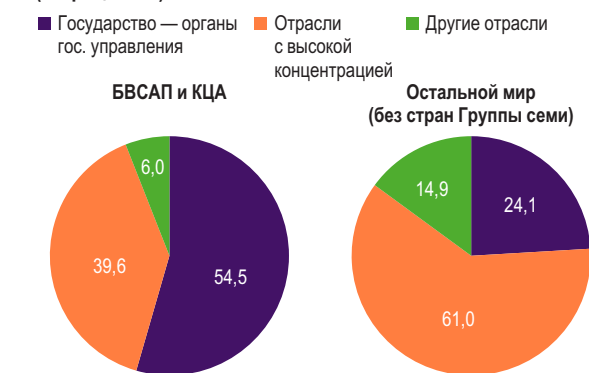
4. Совокупные активы фондов национального благосостояния, 2012–2017 годы³ (В процентах ВВП)



5. Капитализация фондового рынка² (В процентах ВВП, среднее за 2012–2016 годы)



6. Выпуск облигаций по секторам, 2013–2017 годы⁴ (В процентах)



Источники: база данных Global Findex, 2017 год; Finstats, 2018; Sovereign Wealth Fund Institute; Dealogic; оценки персонала МВФ.

Примечание. На панелях 4 и 5 использованы коды стран ИСО. БВСАП — Ближний Восток, Северная Африка, Афганистан и Пакистан; КЦА — Кавказ и Центральная Азия; АФР — Африка; ЕВР — Европа; ДАТ — Азиатско-Тихоокеанский регион; ДЗП — Западное полушарие.

¹Среднее рассчитано по регионам с использованием всех данных, доступных в базе данных Global Findex на 2017 год. Официальные сбережения — сбережения, формируемые в финансовых организациях.

²Среднее рассчитано с использованием всех годовых точек данных, доступных в FinStats на 2018 год, за период с 2012 по 2016 год.

³Обновление от июня 2018 года. Среднее рассчитано с использованием всех годовых точек данных, доступных из Sovereign Wealth Fund Institute.

⁴Отрасли с высокой концентрацией: банковская сфера; телекоммуникации; нефть, уголь, газ; горнодобывающая; энергетическое коммунальное хозяйство.

Таблица 1. Экосистема рынков капитала для МСП — меры политики и мировая практика

Инструменты	Меры политики	Примеры со всего мира и БЦД
Начальный капитал — инвесторы-меценаты — венчурный капитал — частный инвестиционный капитал	<ul style="list-style-type: none"> • Правовые основы и основы регулирования <ul style="list-style-type: none"> ◦ Инкубаторы, акселераторы ◦ Подход по принципу «песочницы» • Налоговые стимулы, государственные гарантии • Обмен информацией 	<ul style="list-style-type: none"> • США: мировой лидер в сфере венчурного капитала • Корея: <i>Корейская инвестиционная корпорация венчурного капитала</i> с государственной основой • ССПЗ: венчурный капитал • Иордания и Ливан: государственные гарантии • Казахстан: реформа регулирования
Долговые и обеспеченные активами ценные бумаги	<ul style="list-style-type: none"> • Основы регулирования: <ul style="list-style-type: none"> ◦ Эмиссия ценных бумаг (частные, внебиржевые или на биржевых рынках) ◦ Организация, стандартизация и передача риска (ослабление требований к капиталу) • Рейтинговые агентства • Частичные гарантии/поддержка качества кредитов • Решения на базе финансовых технологий (мониторинг портфелей) 	<ul style="list-style-type: none"> • Германия, Италия и Турция: покрытые облигации МСП • Перу: фонд облигаций <i>High Yield</i>, управляемый <i>HMC Capital</i> и функционирующий через альтернативный рынок ценных бумаг • Перу: <i>Compass Fondo de Inversion para PYMEs</i> — секьюритизация дебиторской задолженности МСП • Китай: обеспеченные активами ценные бумаги группы <i>Alibaba</i> (вставка 1)
Инструменты участия в капитале	<ul style="list-style-type: none"> • Более низкие издержки, пропорциональные требования регулирования для эмиссии на специализированных платформах для МСП • Качество корпоративного управления МСП (стандарты бухгалтерского учета и аудита) • Финансовая грамотность 	<ul style="list-style-type: none"> • Соединенное Королевство: сегменты рынка инструментов участия в капитале МСП рынка альтернативных инвестиций • Китай: <i>Национальная биржа фондовых инструментов и котировки</i> • Польша: система <i>NewConnect</i> (вставка 4) • Египет: сегмент <i>Nilex</i> для МСП • Бахрейн: инвестиционный рынок • Пакистан: фондовая биржа/Совет по МСП

Источник: персонал МВФ.

Финансовые технологии

Финансовые технологии ведут к изменениям в финансировании МСП и вызывают все больший интерес среди директивных органов³. Развитие событий в последние годы иллюстрирует потенциал финансовых технологий в качестве альтернативного источника финансирования. Например, в Соединенном Королевстве, до мирового финансового кризиса 80 процентов кредитования

³Финансовые технологии определяются Советом по финансовой стабильности как «опирающаяся на технологии финансовая инновация, результатом которой могут быть новые бизнес-модели, приложения, процессы или продукты с сопутствующим существенным влиянием на финансовые рынки, финансовые организации и на предоставление финансовых услуг» (FSB, 2017). См. также работу Mills and McCarthy (2017).

Вставка 3. Компания Alibaba в Китае — кредитование МСП и обеспеченные активами ценные бумаги

Используя свой многолетний опыт кредитования МСП и работы со связанными с этой деятельностью собственными данными, китайская интернет-компания Alibaba осуществляет секьюритизацию своего портфеля кредитов. С начала своей деятельности в 1999 году группа компаний Alibaba предоставляет через интернет целый спектр услуг для МСП в целях поддержки их конкуренции и роста. Одной из таких услуг является кредитование, в результате развития которого у компании сформировался портфель кредитов более чем 800 000 МСП на общую сумму более 200 млрд юаней (IOSCO, 2014). Успех этой платформы кредитования позволил компании сформировать крупную базу данных как для мониторинга обслуживания кредитов имеющимся заемщикам, так и для более эффективной проверки потенциальных заемщиков. Это, в свою очередь, значительно снизило издержки, связанные с начальным предоставлением кредитов и мониторингом портфелей, и позволило компании Alibaba объединять эти кредиты в ценные бумаги, обеспеченные активами, и продавать транши первой очереди широкому кругу инвесторов на Шэньчжэньской фондовой бирже. В 2015 году в рамках расширения использования этой технологии группа Alibaba участвовала в создании MYbank — интернет-банка, специализирующегося на кредитовании МСП, который к 2017 году предоставил кредиты МСП на сумму 441,3 млрд юаней (Reuters, 2018).

МСП приходилось на четыре банка, а во время кризиса предоставление банковского кредита МСП резко сократилось. В ответ на это государство потребовало, чтобы банки, отказывающиеся МСП в предоставлении кредита, направляли их альтернативным поставщикам кредитов, что вызвало быстрый рост кредитования между равными сторонами, с менее одного процента новых кредитов МСП в 2014 году до более 3 процентов к 2017 году. Инновации в сфере финтех могут поддерживать финансирование МСП, в том числе предоставление им кредитов и финансирование за счет инструментов участия в капитале, как содействуя предложению банковского кредита, так и открывая новые каналы кредитования⁴.

Совершенствование традиционного финансирования МСП

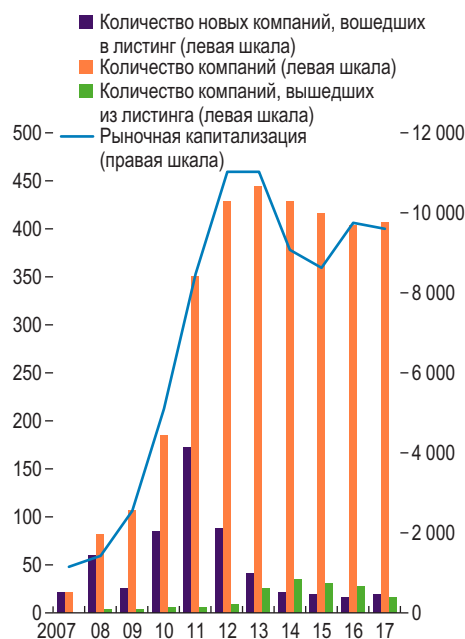
Некоторые из указанных выше ограничений для финансовой интеграции МСП могут смягчаться за счет использования новых технологий. Как было отмечено, такие ограничения, особенно в регионах БВСАП и КЦА, включают отсутствие кредитной информации, недостаточный уровень конкуренции и, в более общем плане, относительно высокие издержки обслуживания потребностей МСП в финансировании.

⁴IMF (2018a).

Вставка 4. Система NewConnect в Польше — фондовая биржа для МСП

NewConnect представляет собой альтернативную систему торгов для МСП на Варшавской фондовой бирже. В экономике Польши на МСП приходится примерно половина добавленной стоимости (PARP, 2014), и развитие вариантов долгосрочного финансирования МСП рассматривалось как приоритетная задача, особенно когда уменьшение использования банками заемных средств после мирового финансового кризиса привело к свертыванию некоторых из этих вариантов. Созданная в 2007 году в качестве альтернативной системы торгов на Варшавской фондовой бирже система NewConnect предназначена для облегчения выпуска инструментов участия в капитале МСП (World Bank, 2015). Она снижает требования для выхода на рынок и связанные с этим издержки и включает механизм частного размещения, который используется большинством эмитентов. Наличие уполномоченных советников, находящихся под надзором Варшавской фондовой биржи, способствует обеспечению соблюдения эмитентами требований регулирования и уменьшению асимметрии информации для инвесторов. Количество котирующихся на бирже компаний и их капитализация устойчиво росли до 2012 года и с тех пор стабилизировались, и по крайней мере четверть не входивших в листинг компаний к концу 2017 года вышли на основной рынок.

Количество компаний и капитализация в NewConnect, 2007–2017 годы (Численность компаний, млн польских злотых)



Источники: основная статистика NewConnect; оценки персонала МВФ.

Кредитная информация представляет собой одну из областей, где финансовые технологии уже поддерживают финансирование МСП (рис. 15). Новые технологии, такие как анализ больших данных и проведение расчетов в облачных хранилищах, облегчают сбор и обработку крупных объемов данных об обслуживании кредитов потребителями и об их поведении (например, из социальных сетей, психометрической информации и розничных квитанций). Для МСП кредитный анализ может опираться на искусственный интеллект и машинное самообучение, в рамках которых регистрационная и бухгалтерская информация о МСП объединяется с географической и социально-экономической информацией. Такие данные помогают составлять кредитные рейтинги и профили в реальном времени и становятся основой для более надежного управления

Рисунок 15. Совершенствование традиционного финансирования МСП



Источник: персонал МВФ.

кредитным риском⁵. Аналогичным образом, за счет технологии распределенного реестра может улучшаться управление информацией, связанной с реестром залога и правами собственности, а также обеспечиваться безопасность, защита личных данных и прозрачность в рамках децентрализованных общедоступных платформ.

Финансовые технологии могут также играть важную роль в повышении конкуренции среди поставщиков финансовых услуг для МСП. В Объединенных Арабских Эмиратах новая платформа (Souqalmal) позволяет заемщикам сравнивать условия кредитных карт, страхования, лизинга и других банковских продуктов для МСП. Еще одним многообещающим направлением является развитие открытых банковских платформ, в рамках которых поставщики финансовых услуг, являющиеся третьими сторонами, получают доступ к данным банков об их клиентах в целях предложения

им своих продуктов с их согласия. В Соединенном Королевстве для девяти крупнейших банков было установлено требование раскрытия данных о МСП внешним сторонам, что способствовало значительному расширению альтернативных каналов кредитования⁶.

Открытие новых каналов финансирования МСП

Финансовые технологии создают возможности для развития альтернатив традиционному (банковскому) кредитованию МСП. Возникли новые электронные платформы, которые привели к расширению коллективного финансирования, кредитов между равными сторонами и других каналов финансирования (рис. 16).

⁵Основанные на финансовых технологиях кредитные рейтинги используются в рамках кредитования на базе мобильных данных в Африке (Zoon), однорангового кредитования МСП в ЮАР (Rainfin) и кредитования интернет-торговли в Китае (Zhima Credit). ShoBadge представляет собой приложение, использующее технологию распределенного реестра для проверки идентификационных данных на уровне предприятий и в качестве экосистемы для управления данными по МСП.

⁶U.K. Government, *SME finance: help to match SMEs rejected for finance with alternative lenders*, 2014.

Рисунок 16. Типы финансовых технологий для финансирования МСП



Источник: персонал МВФ.

Технологии регулирования («регтех»)

Новые технологии могут способствовать снижению издержек, связанных с соблюдением норм регулирования, которые являются одним из важнейших препятствий для кредита МСП. Многие банки в регионах БВСАП и КЦА обязаны проводить для новых счетов надлежащие проверки в рамках БОД/ПФТ, что повышает издержки, связанные с обслуживанием счетов МСП. Решения на базе финансовых технологий, предлагаемые такими компаниями, как Suede и BearingPoint (Abacus), могут снижать эти и другие издержки, связанные с соблюдением установленных норм, за счет встраивания нормативных требований в протоколы ИТ и предусматривая возможность мониторинга соблюдения норм в режиме реального времени⁷. Эффективность процедур для выполнения требований «знай своего клиента» и БОД/ПФТ может также

⁷Toronto Center (2017).

повышаться за счет анализа переведенных в цифровую форму данных об операциях клиентов и партнеров и составления договоров в распределенных реестрах (Trulioo).

Финансовые технологии в регионах БВСАП и КЦА⁸

Финансовые технологии в регионах БВСАП и КЦА находятся в стадии зарождения, но их развитие в последние годы ускорилось. Инвестиционная деятельность в рамках механизмов финтеха в обоих регионах еще является низкой по сравнению с общемировым уровнем, но в некоторых странах она быстро расширяется. На ОАЭ, Ливан, Иорданию и Египет приходится три четверти стартапов региона БВСАП, и в этих странах созданы крупные акселераторы финансовых технологий⁹. В регионе КЦА финансовые технологии развиваются в основном в Казахстане. Финтех-компании в обоих регионах работают главным образом в сфере платежей, рыночного кредитования и коллективного финансирования, в том числе для МСП.

На росте финансовых технологий сказывалось сочетание действий государственных органов и характерных для тех или иных стран факторов. Помимо доступности частного капитала, развитие финансовых технологий подталкивалось государственными мерами от поддержки финансирования до создания привлекательных нормативно-правовых основ для акселераторов и инкубаторов и для иностранных инвесторов (ОАЭ, Казахстан). В некоторых странах отсутствие доверия к традиционным банковским системам также способствовало развитию систем мобильных платежей (например, в Афганистане, Сомали и Таджикистане).

Более крупный и хорошо регулируемый сектор финансовых технологий положительно сказался бы на странах БВСАП и КЦА. Оба эти региона характеризуются высокой долей молодежи и мигрантов среди населения, растущим использованием цифровой торговли, наличием крупной неофициальной экономики и значительными потребностями в экономической и финансовой диверсификации. В этих условиях финансовые технологии могут стать основой для увеличения финансовой интеграции МСП и не охваченных банковскими услугами групп населения. Однако спрос на финансирование МСП на базе финансовых технологий остается в значительной степени неудовлетворенным. Указываемые компаниями сдерживающие факторы включают следующее: трудности найма и удержания кадров; ограниченная доступность частного капитала;

⁸Lukonga (2018).

⁹Первые успешные проекты включают базирующуюся в Бахрейне PayTabs, а также ProgressSoft и eFAWATEERcom, базирующиеся в Иордании, которые обеспечивают проведение платежей для банков и МСП. Услуги коллективного финансирования и одноранговое кредитование в регионе предоставляют Beehive и Eugeesa, базирующиеся в Объединенных Арабских Эмиратах (ОАЭ), а также базирующаяся в Ливане Zootaal и имеющая своей базой Иорданию Liwwa.

низкая финансовая грамотность. Нормативно-правовые основы, в рамках которых решались бы эти проблемы при одновременной защите финансовой стабильности и потребителей, способствовали бы инновациям и финансовой интеграции в обоих регионах.

Факторы риска и инициативы в области политики

Финансовые технологии создают для кредитной деятельности новые факторы риска¹⁰. Интернет-платформы собирают большие объемы данных, создавая риски как для конфиденциальности данных, так и для кибербезопасности. Существуют значительные опасения, связанные с вопросами защиты потребителей и мошенничества, поскольку уже наблюдались случаи крупных потерь инвесторов. Кроме того, устойчивость используемых финтех-кредиторами технологий еще не прошла тестирования на протяжении всего экономического цикла, и многие платформы кредитования опираются на краткосрочное финансирование, что может усугублять процикличность деятельности работающих на базе финансовых технологий кредитных организаций в периоды давления на ликвидность.

Нет единого подхода к регулированию финансовых технологий, в том числе для поддержки финансирования МСП, но предпринимаются усилия для укрепления международной координации. Органы регулирования выбирают различные подходы, от введения таких же стандартов, как и для других финансовых организаций, до разработки специальных норм для данного сектора; во многих странах еще не приняты конкретные основы регулирования. В нескольких юрисдикциях (в частности, в Сингапуре, Объединенных Арабских Эмиратах и Соединенном Королевстве) созданы инкубаторы — защищенные нормативные зоны, центры инноваций и бизнес-акселераторы, — где работающие в сфере финансовых технологий компании могут тестировать свои модели в ограниченных масштабах¹¹. Многие из этих опытов являются недавними и еще находятся в стадии реализации. Предложенная Службой контроля за проведением финансовых операций Соединенного Королевства инициатива создать общемировую защищенную площадку для работы над согласованием норм регулирования и международной поддержки введения возникающих технологий привела к появлению Сети глобальных финансовых инноваций¹².

¹⁰Комплексное рассмотрение кредита на базе финансовых технологий и рисков см. в работах FSB (2017) и BIS (2018).

¹¹Например, в свободной финансовой зоне Abu Dhabi Global Market (ADGM) в Объединенных Арабских Эмиратах (ОАЭ) стартапы могут работать в течение двух лет по ограниченной лицензии, после чего они могут подать заявку на получение полной лицензии.

¹²По состоянию на август 2018 года Сеть глобальных финансовых инноваций (GFIN) состояла из 12 органов регулирования из различных частей мира, включая Абудабийский глобальный рынок, Центральный банк Бахрейна и Дубайское ведомство финансовых услуг.

Рисунок 17. Экосистема финансовых технологий



Источник: персонал МВФ.

Для создания экосистем финансовых технологий требуется целый спектр условий в отношении мер политики и институциональных основ (рис. 17). Упомянутые здесь инициативы будут способствовать выявлению надлежащих подходов, в том числе в отношении инфраструктуры, правовых основ, нормативной среды и других мер политики. Например, в качестве предпочтительного подхода для обеспечения полного охвата участников и равных условий регулирования может сформироваться регулирование по категориям предоставляемых финансовых услуг, а не по видам финтех-организаций¹³. В некоторых юрисдикциях успешно началось развитие компаний в сфере финансовых технологий, которые предоставляют финансирование МСП (вставка 5).

¹³См. IMF (2017b).

**Вставка 5. Дубайский международный финансовый центр
и развитие финансовых технологий**

Управление по регулированию и надзору в сфере финансовых услуг Дубая в качестве органа финансового регулирования особой экономической зоны, Дубайского международного финансового центра, возглавляет деятельность по разработке и регулированию финансовых технологий в регионе. В 2017 году в Дубайском международном финансовом центре создан акселератор финансовых технологий Hive («Улей»), и органом регулирования финансовых услуг разработана лицензия для тестирования нововведений, чтобы компании-стартапы в области финтех могли развиваться и тестировать свои продукты в благоприятной нормативной среде. Некоторые участники различных когорт Hive в дальнейшем получают обычные лицензии органа регулирования финансовых услуг.

Для разработки нормативных положений, таких как правила работы платформ коллективного финансирования, Управление по регулированию и надзору в сфере финансовых услуг Дубая использует консультации на открытом рынке. В 2018 году оно присоединилось к инициативе «Сеть глобальных финансовых инноваций». В результате этих усилий Дубайский международный финансовый центр в настоящее время является базой для нескольких успешных компаний финтех, предоставляющих финансирование МСП, таких как Eureeca (инструменты участия в капитале) и Beehive (платформа кредитования на базе коллективного финансирования).

Стратегии политики — раскрытие потенциала финансовой интеграции МСП

Расширяется круг стран, в которых финансовая интеграция занимает ведущее место в программах мер политики. Этот международный опыт последнего времени и приводимые здесь результаты анализа позволяют выявить важнейшие элементы стратегии реформ, которые обеспечат более продуктивный, безопасный и устойчивый доступ к финансированию для МСП, чем частичные подходы. Рассматриваемые целостные подходы могут также запустить процесс взаимного благотворного влияния увеличения прозрачности МСП и сокращения неформальной деятельности, принося более широкие выгоды для экономики.

Текущие инициативы в области политики

Прямое вмешательство

Часто для увеличения финансовой интеграции МСП страны используют прямое государственное вмешательство, в том числе в регионах БВСАП и КЦА. Подобная практика включает целый спектр мер от целевого кредитования МСП государственными банками до гарантирования кредитов МСП и мер регулирования процентных ставок.

Государственные банки, на которые возлагалась задача поддержки финансовой интеграции МСП, сыграли некоторую роль, но они требуют тщательного надзора. Государственные банки могут улучшать доступ к кредиту и выполнять антициклическую функцию в периоды потрясений. Однако часто для них характерны низкая эффективность, риск концентрации, высокая степень взаимных связей, кредитование в целях достижения политических задач, низкое качество управления и активов, отказ от применения принудительных мер. Поэтому важнейшие условия для успеха их деятельности включают применение таких же норм регулирования и надзора, как для частных банков, и гарантии того, что они не будут вытеснять частный кредит.

Со времени мирового финансового кризиса произошло расширение программ гарантирования кредита, и Всемирным банком введен набор принципов, которыми можно руководствоваться при их разработке¹. Есть некоторые свидетельства того, что программы гарантирования кредита способствуют финансовой интеграции в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах и что они создают условия для доступа МСП к кредиту даже в трудные периоды². Однако они могут также быть источником убытков, когда они ослабляют кредитную дисциплину или вытесняют необеспеченные кредиты. И они могут не всегда достигать цели создания дополнительного или финансово устойчивого кредита для МСП³. Ключевая задача заключается в обеспечении того, чтобы программы гарантирования кредита поддерживали рыночную дисциплину в распределении кредита. Поэтому они должны создаваться как независимые структуры с четко определенными целями и достаточным финансированием, иметь надлежащие структуры управления, придерживаться надежной практики управления кредитным риском и находиться под надлежащим надзором. И наконец, необходимо проведение оценки результатов деятельности программ гарантирования кредита с точки зрения охвата, дополнительности и финансовой устойчивости, и результаты этой оценки должны раскрываться общественности⁴.

Хотя верхние ограничения процентных ставок по-прежнему имеют широкое распространение, они часто вызывают непреднамеренные побочные эффекты. Верхние ограничения процентных ставок обычно применяются для снижения общей стоимости кредита и для защиты потребителей от хищнического кредитования. Однако их использование также имеет непреднамеренные и потенциально противоречащие их целям последствия (что является основанием для рассмотрения вопросов о применении альтернативных способов уменьшения стоимости кредита). Например, в работе Ferrari, Masetti, and Ren (2018) представлено рассмотрение практических примеров, свидетельствующих о том, что верхние ограничения процентных ставок часто ведут к снижению предложения кредита и относительных показателей утверждения кредитов для малых и имеющих высокий риск заемщиков, повышению сборов

¹Harwood and Konidaris (2015).

²Calice (2016) и Chatzouz et al. (2017). В работе ОЭСР (2017) приводится исчерпывающий обзор эмпирических исследований по данному вопросу и делается заключение, что программы гарантирования кредита оказывают положительное дополнительное влияние на финансовое состояние фирм и занятость, но их влияние на результаты деятельности фирм является неоднозначным, и отмечается повышение рисков дефолта.

³Abraham and Schmukler (2017).

⁴Показатели охвата измеряют потенциал программ гарантирования кредита (ПГК) по удовлетворению спроса МСП на гарантированные займы. Как минимум, они могут быть основаны на количестве предоставленных гарантий или на общей сумме предоставленных и действующих гарантий. Под дополнительностью понимается финансовая дополнительность (дополнительный предоставленный кредит) и экономическая дополнительность (дополнительные занятость, инвестиции и рост). На практике дополнительность с трудом поддается измерению. Под финансовой устойчивостью понимается способность ПГК поддерживать достаточную базу капитала относительно ее обязательств.

и комиссионных, взимаемых в связи с предоставлением кредитов, меньшей прозрачности цен, уменьшению количества кредитующих организаций, менее развитым сетям отделений и негативным последствиям для рентабельности банков.

Стратегии финансовой интеграции

В последние годы расширяется круг стран, в которых принимаются стратегии финансовой интеграции. Эти стратегии часто являются частью более широких стратегий финансового развития, и в них могут вовлекаться различные виды государственных ведомств. Согласно результатам проведенного Всемирным банком *Глобального обследования финансовой интеграции и защиты потребителей* 2017 года, подобные стратегии в последние годы разработаны в четверти стран, а еще в четверти стран-респондентов готовятся новые стратегии. По имеющимся заключениям, определенные национальные стратегии в финансовом секторе в целом вносят существенный вклад в увеличение емкости финансового сектора, интеграцию в него все большей части экономики и его стабильность. Опыт показывает, что важнейшие факторы успеха включают надлежащую координацию между государственными ведомствами, усилия ведущего государственного органа (во многих случаях это центральный банк) по проведению консультаций с частным сектором, а также реформы системы регулирования, чтобы способствовать улучшению обмена информацией, обеспечения исполнения договоров и режимов в отношении неплатежеспособности⁵.

В регионах БВСАП и КЦА в последнее время ускорилась работа по осуществлению стратегий финансовой интеграции. Немногие страны БВСАП и КЦА, представившие ответы на проведенное Всемирным банком в 2017 году обследование, имели стратегии финансовой интеграции в 2015–2016 годах. Однако в последние несколько лет во многих юрисдикциях начато применение таких стратегий и запущены важные инициативы по совершенствованию основ регулирования для доступа к финансовым услугам⁶:

- В 2016 году Грузия приняла стратегию развития «Грузия 2020», поддерживающую инклюзивный рост, в том числе более широкий доступ МСП к финансовым услугам. Государство создало комплексный реестр кредитной информации, радикально пересмотрело стандарты бухгалтерского учета для предприятий и режим в отношении неплатежеспособности и оказало поддержку развитию внутреннего рынка капитала. Параллельно с этим центральный банк и другие государственные и частные стороны проводили в жизнь стратегию финансового образования. В последнее время официальные

⁵Melecky and Podpiera (2018). Малайзия является примером того, когда ведомству, отвечающему за МСП, были предоставлены значительные полномочия в части координации, и оно оказалось в состоянии работать с различными юрисдикциями над достижением общего мнения по приоритетам политики.

⁶OECD (2018).

органы объявили о планах по облегчению доступа МСП к финансированию за счет программы гарантирования кредита.

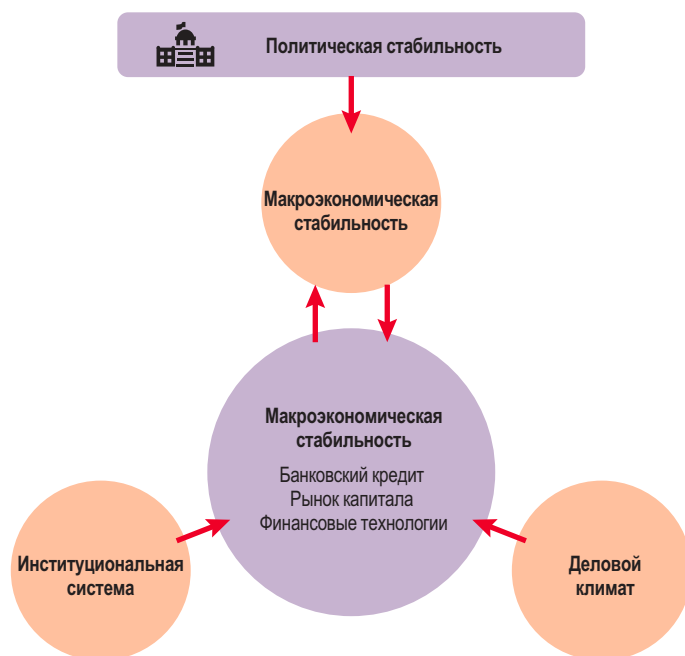
- Пакистан вел многолетнюю работу в целях повышения финансовой интеграции, в том числе в последнее время в рамках *Национальной стратегии финансовой интеграции на 2016–2020 годы*, одной из задач которой является достижение доли МСП в банковских кредитах частному сектору в размере 15 процентов к 2020 году⁷. Например, для мелких фермеров была введена программа гарантирования кредита с государственной поддержкой финансирования; постоянно идет расширение и модернизация интернет-бюро кредитной информации; выпущены пересмотренные нормы пруденциального регулирования для финансирования МСП; разработана общая технология для поддержки расширения цифровых операционных счетов в сельской местности.
- Центральный банк Иордании выпустил в 2017 году *Национальную стратегию финансовой интеграции на 2018–2020 годы*, которая ставит целью увеличение финансовой интеграции, в том числе для МСП и за счет микрофинансирования и цифровых финансовых услуг, а также содействие повышению финансовой грамотности и укрепление финансовой защиты потребителей. В январе 2016 года новое бюро кредитной информации начало составление кредитной информации, в том числе по МСП. Накопив данные за три года, вскоре это бюро сможет давать информацию о кредитных рейтингах заемщиков из числа МСП, что будет способствовать ускорению оценок кредитного риска.

Необходимость целостных подходов к политике

Сложные и взаимосвязанные факторы, являющиеся движущими силами финансовой интеграции МСП, требуют целостных стратегий политики. В предыдущих разделах настоящего документа показано, что для раскрытия потенциала финансирования МСП необходимо удовлетворение широкого спектра условий, включая наличие надлежащих макроэкономических основ и основ финансовой политики, а также нормативно-правовых условий, имеющих принципиальное значение для развития надежной культуры кредита МСП и практики управления риском. Поэтому усилия по содействию безопасной и устойчивой финансовой интеграции МСП должны быть частью стратегии политики, которая является одновременно всесторонней и адаптированной к обстоятельствам конкретных стран. Подобные стратегии также имеют потенциал создания круга взаимного благотворного влияния увеличения прозрачности МСП и уменьшения неформальной деятельности, принося более широкие выгоды для экономики. И наоборот, частичные подходы к политике, такие как стратегии, ориентированные только на прямое государственное финансирование или гарантии, вряд ли принесут значительные или долговременные выгоды.

⁷IMF (2017e).

Рисунок 18. Основы для финансовой интеграции МСП



Источник: иллюстрация автора.

Предложенные в настоящем документе основы могут использоваться в качестве базы для разработки стратегий реформ в конкретных странах с целью расширения доступа МСП к финансированию. В общем виде представленные на рисунке 18 базовые структурные составляющие этих основ следует рассматривать как взаимосоусиливающие, а не просто как последовательные элементы. Различные реформы могут осуществляться совместно, особенно если они отражают стратегическую расстановку приоритетов, основанную на сильных и слабых сторонах каждой страны по основным сферам политики. Эти основы могут быть разработаны более детально, чтобы создать условия для отслеживания прогресса и выявления

конкретных приоритетов реформ в отдельных странах. Например, дальнейшая работа может быть направлена на следующие вопросы: влияние различных структур экономики (например, различия между странами — экспортерами биржевых товаров и странами, основную роль в экономике которых играет сельское хозяйство или сфера услуг); доля МСП, относящихся к неформальному сектору; межведомственная координация (для согласованности политики и недопущения непреднамеренных последствий); методы надзорной деятельности и основы регулирования случаев несостоятельности.

- Макроэкономические, финансовые и институциональные требования для расширения доступа МСП к банковскому кредиту включают ограничение размеров государственного сектора (чтобы избежать вытеснения кредита МСП); макроэкономическую стабильность; надежные и конкурентные банковские системы; конкуренцию в экономике в более широком плане; надежную и стабильную институциональную систему, в том числе низкий уровень коррупции и политического риска; надежные основы финансового регулирования и надзора с надлежащими стимулами для финансирования МСП; доступность кредитной информации; прочные правовые основы (в частности, в отношении прав собственности, принудительного исполнения договоров, залогового обеспечения и неплатежеспособности).

- Меры политики для развития дополнительных, альтернативных каналов финансирования МСП включают развитие инструментов рынка капитала для мобилизации сбережений и направления их МСП (напрямую или через различных финансовых посредников); широкую и диверсифицированную базу инвесторов и развитие более широкого рынка капитала; надлежащую финансовую инфраструктуру и правовые основы; основы регулирования и надзора, поддерживающие безопасное развитие и целостность рынков капитала и подкрепляемое финансовыми технологиями финансирование МСП.

Данные основы могут также способствовать координации поддержки со стороны региональных и международных организаций в целях повышения финансовой интеграции МСП (вставка 6). Основными партнерами в этой работе являются многосторонние банки развития, межгосударственные организации, устанавливающие стандарты органы и органы, представляющие частный сектор. Некоторые из этих организаций непосредственно предоставляют или поддерживают финансирование МСП, но при этом все они вносят вклад в распространение уроков политики, извлекаемых из международного опыта, и в определение важнейших задач и приоритетов для финансовой интеграции МСП в различных странах.

Вставка 6. Финансовая интеграция МСП — основные региональные и международные организации

Арабский валютный фонд в 2016 году запустил механизм для МСП в целях предоставления технической и финансовой помощи. Он является спонсором *Инициативы «Финансовая интеграция в арабском регионе»*, которая поддерживает осуществление стратегий финансовой интеграции в арабских странах.

Азиатский банк развития предоставляет своим странам-членам техническую и финансовую помощь в поддержку развития МСП. Его региональная программа *«Доступ к финансированию»* предлагает финансирование МСП в Казахстане и Узбекистане через банки-партнеры.

Европейский банк реконструкции и развития предоставляет консультации и кредитование МСП через свою *Инициативу для малого бизнеса* в регионе БВСАП и КЦА, как правило, через партнерство с местными финансовыми организациями и все в большей степени — в национальной валюте.

Европейский инвестиционный банк является одной из крупнейших организаций, предоставляющих финансирование МСП; эта деятельность ведется через его Европейский инвестиционный фонд и его *Инициативу по МСП*, в том числе в регионе Ближнего Востока и Центральной Азии.

Международная финансовая корпорация предоставляет консультационные услуги для поддержки финансовых посредников, а также финансирования с помощью инструментов участия в капитале, в форме кредита и промежуточного финансирования для организаций, предоставляющих кредиты для МСП. Она ведет отдельный веб-сайт по развитию МСП (<http://www.smefinanceforum.org>).

Международная организация комиссий по ценным бумагам поддерживает развитие рынков капитала, в том числе для финансирования МСП, и с 2012 года в рамках этой организации есть рабочая группа по финансированию МСП, проводящая аналитические исследования рынков капитала и иных источников финансирования МСП.

Исламский банк развития недавно создал *Фонд преобразований*, предоставляющий стартовый капитал инновационным стартапам. Он также вступил в партнерские отношения с Африканским банком развития в целях совместного финансирования проектов, в том числе в сфере МСП. Совет по исламским финансовым услугам распространяет информацию о надлежащей практике для финансирования МСП, согласующегося с правилами шариата, в том числе через банки и коллективное финансирование.

(Продолжение на следующей странице)

Вставка 6. Финансовая интеграция МСП — основные региональные и международные организации (окончание)

Многостороннее агентство по инвестиционным гарантиям предоставляет гарантии, повышающие рейтинг кредитов, в поддержку развития фондов частного инвестиционного капитала и рынков капитала. *Программа малых инвестиций* этого агентства нацелена на содействие средне- и долгосрочного кредитования МСП.

Организация экономического сотрудничества и развития поддерживает финансирование МСП в рамках *Сети финансирования предприятий БВСА-ОЭСР*, создавая общую платформу для предпринимателей, финансирующих сторон, исследователей и органов регулирования. Она публикует регулярные обзоры состояния предпринимательства и развития МСП в различных странах.

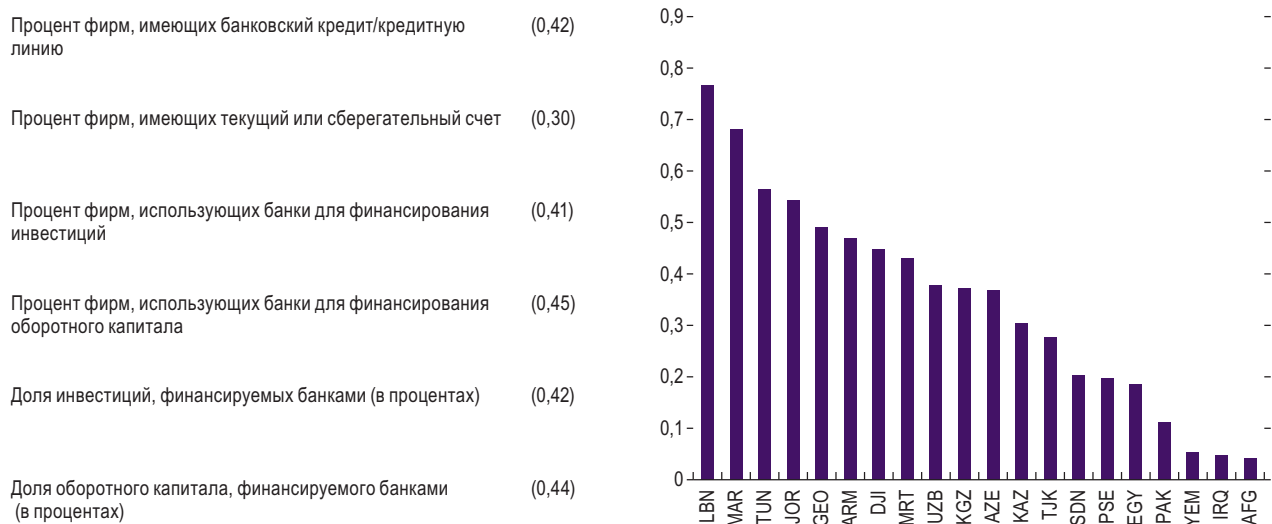
Союз арабских банков проводит ежегодный *Арабский форум по МСП*, на котором собираются представители директивных органов и частного сектора из различных стран региона. В сотрудничестве со Всемирным банком он также проводит *обследование «Доступ МСП к финансированию»*.

Всемирный банк предоставляет консультационные и кредитные услуги для развития инфраструктуры финансового сектора и кредитования МСП. Он возглавляет *Консультативную группу по оказанию помощи беднейшим слоям населения*, объединяющую международные финансовые организации для расширения финансовой интеграции, в том числе для МСП. В более общем плане Всемирный банк является одним из ведущих источников исследований и аналитических работ по развитию МСП и финансовой интеграции.

Приложение 1. Методология индекса финансовой интеграции МСП

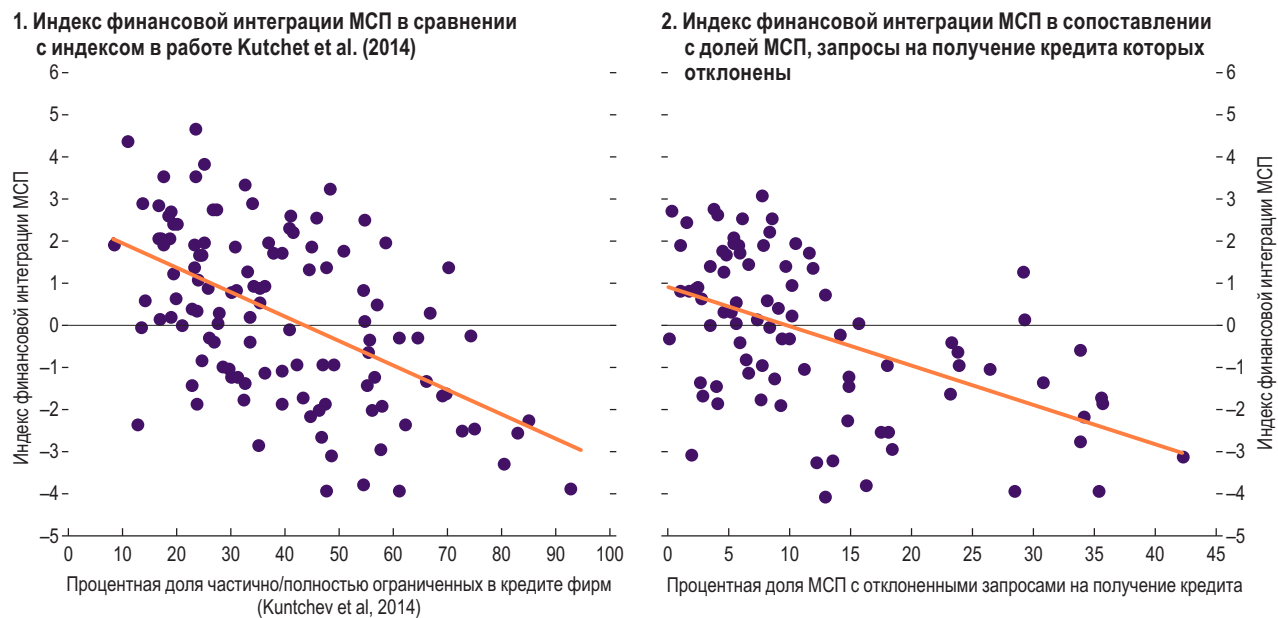
Индекс финансовой интеграции МСП приводит многомерные данные из Обследования предприятий Всемирного банка в сводный индекс с поэтапным применением следующих действий: 1) нормализация переменных; 2) агрегирование нормализованных переменных в частичные индексы с помощью анализа главных компонентов, используя первый компонент; 3) агрегирование частичных индексов в окончательный индекс. При построении индекса требуется принятие нескольких решений. В *Обследовании предприятий Всемирного банка* для оценки финансового положения компаний предусмотрено несколько вопросов. Из них выбраны переменные, наиболее актуальные для оценки условий банковского финансирования (перечислены ниже), и они разделены на категории доступа и использования. Этот индекс доступен по 119 странам мира, из которых 20 относятся к регионам БВСАП и КЦА. Индекс показывает наблюдаемую финансовую интеграцию МСП, которая отражает равновесие между предложением финансовых услуг для МСП и спросом на них. Как показано на рисунках ниже, он сильно коррелирует с альтернативными показателями финансовой интеграции МСП, с долей МСП, частично или полностью лишенных доступа к кредиту (Kuntchev et al., 2014), и с долей МСП, заявки которых на получение кредита были отклонены (что подчеркивает значимость сдерживающих факторов на стороне предложения, находящихся в центре внимания настоящей работы).

Рисунок приложения 1.1. Индекс финансовой интеграции МСП



Источники: обследования предприятий Всемирного банка, расчеты персонала МВФ.

Рисунок приложения 1.2. Финансовая интеграция МСП, ограничения кредита и отклоненные запросы на получение кредита



Источники: Kuntchev et al. (2014), обследования предприятий Всемирного банка, расчеты персонала МВФ.

Приложение 2. Недостаток финансовой интеграции МСП

Финансовая интеграция определяется прежде всего макроэкономическими и институциональными факторами. В приведенной ниже таблице финансовая интеграция увязывается со следующими факторами¹:

- экономическое развитие (доход на душу населения), отражающее характеристики страны, такие как качество инфраструктуры, образование и здравоохранение;
- качество управления (борьба с коррупцией);
- доступность кредитной информации (охват реестров кредитной информации);
- экономическая конкуренция (в качестве представительного показателя для которой используется доля малых фирм в частном секторе);
- деловой климат, включая условия принудительного исполнения договоров.

Недостаток финансовой интеграции МСП рассчитывается как разность между фактическим уровнем финансовой интеграции стран и уровнем страны, находящейся в 90-м процентиле распределения.

¹Показатели качества управления (верховенство закона) и финансовой открытости следует рассматривать с осторожностью вследствие ограниченного количества респондентов, ограниченности географического охвата и стандартизированных предпосылок в отношении сдерживающих коммерческую деятельность факторов и доступности информации. Эти показатели могут также не учитывать структурные изменения, произошедшие в самое последнее время.

Таблица приложения 2.1. Индекс МСП

Переменные	(1) Модель 1
Логарифм ВВП по ППС на душу населения	0,0773*** (0,00951)
Время, требуемое для принудительного исполнения договора (в днях)	-0,000130*** (0,00004)
Доля малых фирм в общей численности компаний	-0,207** (0,09470)
Борьба с коррупцией: оценка	0,0709*** (0,02450)
Охват государственного реестра кредитной информации (% взрослого населения)	0,00429*** (0,00143)
Наблюдения	119
R^2	0,912

Источник: расчеты персонала МВФ.

Примечание. В скобках приведены стандартные ошибки. ППС — паритет покупательной способности.

*** $p < 0,01$; ** $p < 0,05$; * $p < 0,1$.

Приложение 3. Выгоды от расширения доступа МСП к финансированию с точки зрения экономического роста и занятости

Взаимосвязь между доступом МСП к финансированию, безработицей и экономическим ростом исследуется с использованием статических и динамических панельных регрессий.

Рост реального ВВП увязывается с финансовой интеграцией МСП (индексом финансовой интеграции и банковскими кредитами МСП) с поправкой на другие факторы, которые могут влиять на рост, человеческий капитал, макроэкономические условия и качество институциональной системы. Влияние финансовой интеграции на безработицу оценивается аналогичным образом.

Проведена оценка следующих уравнений:

$$(1) \text{Growth}_{it} = \alpha + \beta FI_{it} + \lambda X_{it} + \gamma_i + \varphi_t + \varepsilon_{it}$$

$$(2) \text{Unempl}_{it} = \alpha + \beta FI_{it} + \lambda X_{it} + \gamma_i + \varphi_t + \varepsilon_{it}$$

где *Growth* — реальный ВВП, *Unempl* — безработица, *FI* — показатель финансовой интеграции МСП (индекс финансовой интеграции или банковские кредиты МСП)¹, *X* — вектор контрольных переменных, γ_i и φ_t — фиксированные эффекты стран и годов (соответственно) и ε_{it} — член ошибок. *i* и *t* обозначают страну и год, соответственно.

Уравнения (1) и (2) сначала были оценены с использованием обычного метода наименьших квадратов с панельными фиксированными эффектами и обобщенного метода наименьших квадратов (ОНК). ОНК с коррекцией AR(1) принимает во внимание возможность сильной автокорреляции между данными

Более подробное рассмотрение приводится в работе Appendino et al. (IMF Working Paper, готовится к публикации).

¹Имеются более продолжительные временные ряды данных о кредитах МСП (по сравнению с рядами индексов финансовой интеграции), что позволяет использовать динамический обобщенный метод моментов.

о безработице и росте ВВП. Для преодоления потенциального систематического смещения вследствие эндогенности, которое может сказываться на этих оценках, были проведены также оценки на базе динамического общего метода моментов (Arellano and Bond, 1991; Blundell and Bond, 1998). Учитывая ограниченную доступность внешних инструментальных переменных, данный метод оценки опирается на подход с внутренней инструментацией, при которой инструментальные значения для эндогенных переменных строятся на базе этих переменных с лагами. Для дополнительной проверки устойчивости результатов некоторые спецификации включают в качестве дополнительной контрольной переменной отношение частного кредита к ВВП. Это позволяет более четко отделить влияние кредитования МСП от кредитования частного сектора в более общем плане.

Таблица приложения 3.1. Положительное влияние финансовой интеграции МСП на занятость

Переменные	Зависимая переменная: уровень безработицы (логарифм)				
	(1) ФЭ	(2) ОНК	(3) ОНК	(4) ОММ	(5) ОММ
Кредиты МСП (логарифм)	0,0169 (0,0222)	-0,0700*** (0,0140)	-0,045*** (0,014)	-0,136*** (0,0472)	-0,131*** (0,042)
Образование (логарифм)	-0,212 (0,241)	0,226* (0,125)	0,279** (0,131)	-0,162 (0,205)	-0,278 (0,185)
ВВП (логарифм)	-0,448*** (0,0633)	0,00755 (0,0345)	-0,012 (0,034)	-0,230** (0,106)	-0,234*** (0,072)
Население (логарифм)	0,810*** (0,278)	0,00976 (0,0335)	0,006 (0,034)	0,297 (0,225)	0,350 (0,226)
Инфляция (логарифм)	-0,0394*** (0,0130)	-0,00763 (0,00838)	-0,008 (0,008)	-0,0144** (0,00717)	-0,021*** (0,005)
Уровень безработицы с лагом (логарифм)				0,269*** (0,0283)	0,274*** (0,042)
Отношение кредита к ВВП (логарифм)			-0,094*** (0,034)		0,084 (0,053)
Константа	-8,863** (4,462)	1,768*** (0,639)	1,972*** (0,650)		
Значение P в тесте Хансена				0,232	0,250
Наблюдения	326	325	324	273	273
R^2	0,349				
Количество стран	38	37	37	37	37

Источник: расчеты персонала МВФ.

Примечание. В скобках приведены стандартные ошибки. Фиксированные эффекты стран и годов включены, но не приводятся. Оценки с помощью обобщенного метода наименьших квадратов (ОНК) включают коррекцию AR(1). Набор инструментов для использования в обобщенном методе моментов (ОММ) ограничивается максимум четырьмя лагами, чтобы избежать применения слишком большого количества инструментов. Приводятся значения P в тесте Хансена на чрезмерность выявленных ограничений (чтобы проверить нулевую гипотезу о действительности инструментов). ФЭ — фиксированные эффекты.

*** $p < 0,01$; ** $p < 0,05$; * $p < 0,1$.

Таблица приложения 3.2. Положительное влияние финансовой интеграции МСП на экономический рост

Переменные	Зависимая переменная: рост реального ВВП				Реальный ВВП (логарифм)	
	(ФЭ) (1)	(ОНК) (2)	(ОММ) (3)	(ОММ) (4)	ФЭ (5)	ФЭ (6)
Рост кредитов МСП	0,00516 (0,005)	0,01067*** (0,003)	0,08298*** (0,023)	0,05193*** (0,007)		
Индекс финансовой интеграции МСП (логарифм)					0,056** (0,023)	0,060** (0,024)
Валовой рост накопления основного капитала	0,00035*** (0,000)	0,00039*** (0,000)	0,00028 (0,001)		−0,001 (0,001)	
Здравоохранение и образование	0,00013 (0,000)	0,00022** (0,000)	0,00130** (0,001)	0,00026 (0,000)	0,124*** (0,044)	0,103** (0,043)
Право голоса и подотчетность	0,05089*** (0,018)	−0,00262 (0,003)	−0,01819 (0,020)	0,01416** (0,006)	0,368*** (0,095)	0,361*** (0,111)
Политическая стабильность	0,00623 (0,010)	0,00174 (0,002)	0,00121 (0,021)	−0,00500 (0,005)	−0,018 (0,052)	−0,034 (0,055)
Инфляция	−0,00067*** (0,000)	−0,00052*** (0,000)	0,00066 (0,001)	0,00049* (0,000)	0,001 (0,002)	0,001 (0,004)
Рост денежной массы	0,00190*** (0,000)	0,00125*** (0,000)	0,00062 (0,001)	0,00166*** (0,000)	0,009*** (0,002)	
Глобальная конкурентоспособность	−0,00117*** (0,000)	−0,00041*** (0,000)	−0,00147 (0,001)	−0,00081*** (0,000)	−0,003*** (0,001)	−0,003 (0,002)
Мировой финансовый кризис 2007–2009 годов	−0,03242*** (0,005)	−0,02836*** (0,004)	−0,03729*** (0,009)	−0,03635*** (0,002)	−0,167*** (0,019)	−0,114* (0,062)
Низкие доходы	0,04194* (0,023)	0,04049*** (0,009)	−0,05051 (0,076)	0,09595*** (0,013)	0,148*** (0,047)	0,084 (0,066)
Доходы ниже средних	0,04354*** (0,015)	0,04067*** (0,008)	−0,06293 (0,051)	0,06238*** (0,010)	0,189*** (0,029)	0,119*** (0,036)
Доходы выше средних	0,02215** (0,010)	0,01809*** (0,006)	−0,06221 (0,041)	0,03459*** (0,009)	0,235*** (0,016)	0,148*** (0,026)
Частный кредит (логарифм)				−0,00016 (0,002)		0,051 (0,093)
Рост реального ВВП с лагом			0,76060*** (0,260)	0,20632*** (0,032)		
Константа	0,07976*** (0,024)	0,02693*** (0,004)	0,04838 (0,051)	0,01672 (0,019)	6,626*** (0,290)	6,499*** (0,748)
Наблюдения	302	300	302	316	104	103
R ²	0,259				0,986	0,985
Количество стран	46	44	46	48	89	89
Значение <i>F</i> в тесте Вальда	.	.	0	0		
Значение <i>F</i> в тесте Хансена	.	.	0,244	0,691		

Источник: расчеты персонала МВФ.

Примечание. В скобках приведены стандартные ошибки. Фиксированные эффекты стран и годов включены, но не приводятся. Оценки с помощью обобщенного метода наименьших квадратов (ОНК) включают коррекцию AR(1). Набор инструментов для использования в обобщенном методе моментов (ОММ) ограничивается максимум четырьмя лагами, чтобы избежать применения слишком большого количества инструментов. Приводятся значения *F* в тесте Хансена на чрезмерность выявленных ограничений (чтобы проверить нулевую гипотезу о действительности инструментов).

****p* < 0,01; ***p* < 0,05; **p* < 0,1.

Приложение 4. Выгоды от смягчения факторов, сдерживающих финансовую интеграцию МСП, — анализ конкретных стран

Используя динамическую стохастическую модель общего равновесия (ДСОР), предложенную в работе Dabla-Norris et al. (2015b), мы провели анализ конкретных факторов, сдерживающих финансовую интеграцию в отдельных странах, а также возможные экономические последствия смягчения этих факторов¹.

Выборка. Используя данные *Обследования предприятий Всемирного банка*, выборка охватывает шесть стран БВСАП (Египет, Иордания, Ливан, Марокко, Пакистан, Тунис) и семь стран КЦА (Азербайджан, Армения, Грузия, Казахстан, Кыргызская Республика, Таджикистан, Узбекистан).

Обзор результатов имитационных расчетов. Ограниченная финансовая интеграция может негативно сказываться на экономическом процветании, сдерживая деятельность продуктивных компаний или заставляя их функционировать в масштабах ниже оптимальных вследствие недостаточного финансирования. Ниже перечислены основные переменные, использованные для оценки ограничений доступа МСП к финансовым услугам.

- *Фиксированные издержки доступа к финансовым услугам* (ψ) включают несколько факторов, мешающих предпринимателям пользоваться кредитом, в том числе асимметричность информации; более высокие издержки, связанные с обслуживанием сектора МСП; ограниченную финансовую грамотность, которая сказывается на спросе МСП на кредит. Ослабление этих ограничений может существенным образом увеличить долю фирм, имеющих доступ к кредиту, и повысить экономический потенциал. В таких странах, как Египет, Пакистан и Узбекистан, за счет смягчения подобных ограничений

¹Интерпретация результатов модели требует осторожности. Например, в модели применяется одинаковая вероятность банкротства (p) для всех предпринимателей, вне зависимости от их способностей или размеров фирмы. Вследствие этой предпосылки увеличение финансовой интеграции не ведет к повышению риска по кредитным портфелям, что в некоторых случаях может быть нереалистичным допущением.

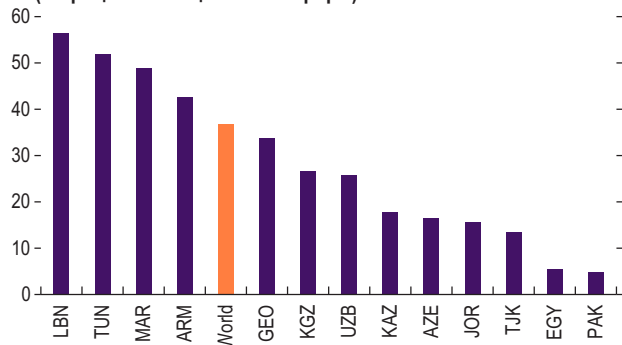
долгосрочный объем производства может быть увеличен на несколько процентных пунктов.

- *Требования к залого* (λ) ограничивают моральный риск заемщиков и способствуют большей финансовой стабильности. Однако они могут также не допускать малых предпринимателей (имеющих мало собственных ресурсов, которые они могут предоставить в качестве залога) на рынок или заставлять их работать в масштабах ниже оптимальных. В таких странах, как Армения и Грузия, меры по смягчению ограничений, связанных с залогом, могут способствовать извлечению значительных выгод из более широкой финансовой интеграции МСП.
- *Издержки мониторинга* (χ) показывают, насколько эффективно банки могут оценивать кредитный риск (в том числе возмещение средств за счет залога), и эти издержки сказываются на марже между процентными ставками, применяемыми для заемщиков с высокой долей использования заемных средств, и стоимостью финансирования (ставкой по сбережениям). Низкая процентная маржа подталкивает высокопродуктивные МСП к расширению своего производства до оптимальных масштабов. Однако она может также вести к чрезмерному принятию риска и увеличению необслуживаемых кредитов. Данный канал представляется оказывающим относительно небольшое макроэкономическое влияние в странах выборки.

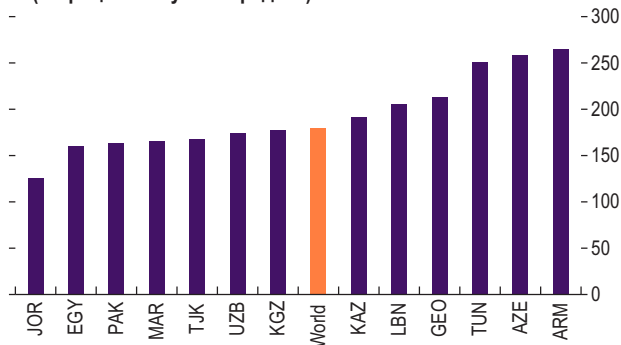
Рисунок приложения 4.1. Обобщения и имитационные расчеты по модели

Часть I. Показатели финансовой интеграции¹

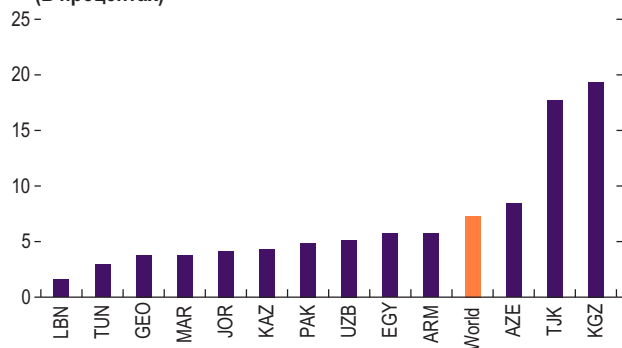
1. Фирмы, имеющие банковский кредит/кредитную линию
(В процентах общего числа фирм)



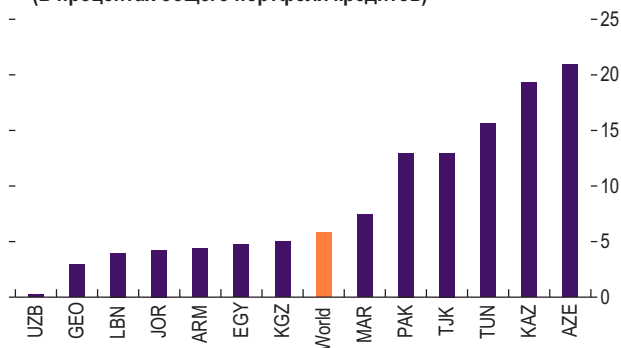
2. Стоимость залога, необходимого для получения кредита
(В процентах суммы кредита)



3. Спред процентных ставок между кредитами и депозитами
(В процентах)



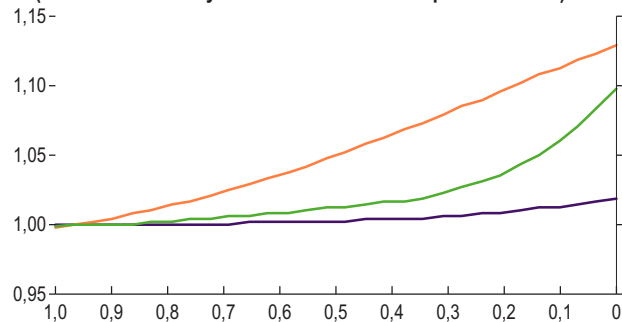
4. Необслуживаемые кредиты
(В процентах общего портфеля кредитов)



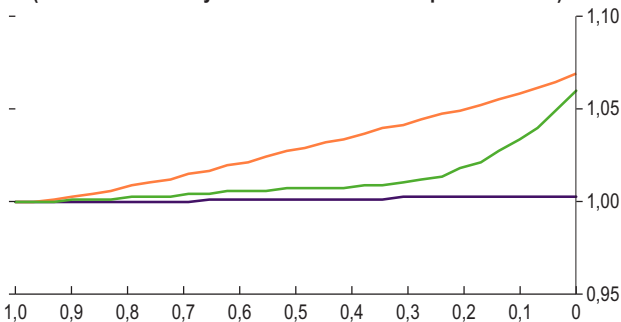
Часть II. Сравнительная статика, полученная с помощью имитационных расчетов по модели: среднее по БЦД^{2,3}

— Уменьшение издержек мониторинга — Ослабление сдерживающего действия залога — Снижение издержек на получение финансирования

5. Валовой внутренний продукт
(В отношении к случаю с наибольшими ограничениями)



6. Совокупная факторная производительность
(В отношении к случаю с наибольшими ограничениями)



Источники: обследование предприятий Всемирного банка, показатели мирового развития, расчеты персонала МВФ.

Примечание. В качестве сокращений использованы коды стран ИСО. БВСАП — Ближний Восток, Северная Африка, Афганистан и Пакистан; КЦА — Кавказ и Центральная Азия; БЦД — Ближний Восток и Центральная Азия.

¹Среднее по миру рассчитано на основе информации по всем комбинациям стран-годов, по которым проводилось обследование предприятий. Обследование охватывает в основном страны с формирующимся рынком и страны с низкими доходами.

²Агрегированные показатели по БЦД построены с использованием полученной в ходе имитационных расчетов сравнительной статистики для шести стран БВСАП (Египет, Иордания, Ливан, Марокко, Пакистан и Тунис) и семи стран КЦА (Азербайджан, Армения, Грузия, Казахстан, Кыргызская Республика, Таджикистан и Узбекистан). Имитационные расчеты проведены с использованием самых последних данных обследования предприятий Всемирного банка. Результаты по отдельным странам взвешены по относительным долям ВВП, рассчитанным с использованием номинального ВВП 2013 года в долларах США.

³На горизонтальной оси показаны масштабы трех факторов финансового сдерживания, нормализованные до диапазона от 0 (случай с наименьшими ограничениями) до 1 (случай с наибольшими ограничениями). Параметр издержек мониторинга (χ) находится в интервале от 0,5 (это означает, что спред между ставками по кредитам и депозитам в некоторых странах достигает 60 процентов) до 0 (означает почти нулевой спред). Требование к залого отражается коэффициентом использования заемных средств (λ), рассчитанным с включением залога и находящимся в интервале от 1 (отсутствие займов) до 2 (получение заемных средств допускается в размере до суммы залога). Издержки на получение финансирования (ψ) находятся в интервале от 3 (доля фирм, имеющих кредит, приближается к нулю процентов) до 0 (доля фирм, имеющих кредит, приближается к ста процентам).

Приложение 5. Доступ к финансированию и занятость, объем продаж и рост производительности на уровне фирм

Чтобы оценить влияние доступа к финансированию на занятость и рост производительности на уровне фирм в странах БВСАП и КЦА, мы используем следующую спецификацию, следуя подходу работы Ауагаги et al. (2016) и используя данные из *Обследований предприятий Всемирного банка*¹:

$$\Delta E_{ijt} = \alpha F_{ijt} + BX_{ijt} + Z_{jt} + C_j + Y_t + \varepsilon_{ijt},$$

где ΔE_{ijt} — годовой рост занятости (или производительности труда) для фирмы i в стране j в год t ; F_{ijt} — индикаторная переменная, указывающая на то, имела ли определенная вошедшая в обследование фирма в определенной стране в определенный год непогашенный официальный кредит; X_{ijt} и Z_{jt} — контрольные переменные на уровне фирм и на уровне стран, соответственно; C_j и Y_t — фиксированные эффекты стран и годов. Мы провели отдельные оценки 1) для МСП и крупных фирм, чтобы проверить, значительно ли увеличение занятости при расширении доступа к финансированию для более мелких фирм, и 2) только для МСП. Результаты согласуются с нашей гипотезой. Точечные оценки α являются положительными и статистически значимыми со значениями p ниже 10 процентов для каждой из них, а их относительные величины также согласуются с нашей гипотезой в отношении размеров фирм (см. рис. 3).

Мы использовали точечные оценки для МСП, чтобы оценить макроэкономические выгоды от финансовой интеграции МСП, применяя простые расчеты в рамках системы учета факторов экономического роста. Результаты показывают, что дополнительное повышение роста занятости на МСП на 1,3 процента, происходящее в сочетании с приростом вследствие повышения производительности труда на 2,3 процента (при доле занятости в размере двух третей)

¹Данные охватывают Азербайджан, Армению, Грузию, Джибути, Египет, Иорданию, Ирак, Йемен, Казахстан, Кыргызскую Республику, Ливан, Марокко, Таджикистан, Тунис и Узбекистан и относятся к различным годам, с 2008 года по 2016 год.

обуславливает дополнительный рост ВВП на 1 процент. Такое увеличение занятости означает образование в странах БВСАП и КЦА к 2025 году примерно на 16,5 миллионов новых рабочих мест (14,3 миллиона в БВСАП и 2,3 миллиона в КЦА) больше, чем в базисном прогнозе занятости, основанном на среднегодовых темпах роста в период 2012–2017 годов (используя данные о занятости Международной организации труда).

И наконец, следуя подходу, предложенному в работе Ауагари et al. (2016), мы рассматриваем введение бюро кредитной информации как изменение политики на стороне предложения. С этой целью мы заменили F_{ijt} в приведенном выше уравнении на CB_{jt} — представительный показатель для охвата МСП бюро кредитной информации, основанный на доле взрослого населения, по которой есть данные в бюро кредитной информации (используя данные из показателей доклада «Ведение бизнеса» Всемирного банка). Результаты согласуются с заключением, что финансовая интеграция оказывает положительное влияние на рост занятости, в котором МСП являются одной из основных движущих сил². Для расчета повышения среднего роста занятости вследствие устранения недостатка охвата бюро кредитной информации относительно среднего для стран с формирующимся рынком и развивающихся стран и относительно среднего для стран с развитой экономикой мы использовали точечные оценки α — для стран в нашей выборке, находящихся ниже каждого из этих пороговых уровней (см. рис. 8).

²Точечная оценка α для МСП близка к соответствующей оценке для всей выборки и имеет сходную статистическую значимость.

Приложение 6. Финансовая интеграция МСП и макроэкономическая политика

Для проверки связи между мерами макроэкономической политики и финансовой интеграцией МСП страны БВСАП и КЦА были разделены на имеющие высокий и низкий уровень финансовой интеграции МСП, проведена оценка двух отдельных панельных векторных авторегрессий на уровне стран и рассмотрено, показывают ли страны, имеющие более высокую степень финансовой интеграции МСП, такую динамику, которая согласуется с более эффективными мерами политики. В анализ включены страны, для которых имеются требуемые временные ряды годовых макроэкономических данных за период с 1990 года по 2017 год, используя данные Haver Analytics и индекс финансовой интеграции МСП, описанный в приложении 1¹.

В случае налогово-бюджетной политики мы исследуем связь между финансовой интеграцией МСП и эффективностью сбора налогов. Проводится оценка следующей панельной векторной авторегрессии отдельно для компаний в верхнем и нижнем квартиле распределения по уровню финансовой интеграции МСП:

$$Y_{it} = AY_{it-1} + u_i + v_t + e_{it}$$

где $Y = \left\{ \frac{\text{Налоги}}{\text{ВВП}}, \text{ разрыв объемов производства, инфляция} \right\}$, что дает рекурсивное упорядочение для выявления структурных потрясений. Мы измеряем эффективность сбора налогов как импульсную реакцию переменной $\frac{\text{Налоги}}{\text{ВВП}}$ на структурный позитивный шок разрыва между потенциальным и фактическим объемом производства. Полученный результат подтверждает гипотезу о том, что финансовая интеграция МСП повышает эффективность сбора

¹В исследовании рассматривались следующие страны: Азербайджан, Армения, Грузия, Египет, Иордания, Ирак, Йемен, Казахстан, Кыргызская Республика, Ливан, Марокко, Таджикистан, Тунис и Узбекистан.

налогов: страны с высокой финансовой интеграцией характеризуются статистически значимой (на 10-процентном уровне) реакцией первого лага, но этот же параметр не является статистически значимым для страны с низкой финансовой интеграцией².

Мы оцениваем силу передачи воздействия денежно-кредитной политики, проводя оценку той же панельной векторной авторегрессии, следуя подходу работ Mehrotra and Yetman (2014) и IMF (2018a) и опираясь на то же уравнение, как и выше, но с $Y = \{\text{разрыв между потенциальным и фактическим объемом производства, инфляция, номинальная процентная ставка}\}$. В этом случае рекурсивное упорядочение для выявления структурных потрясений позволяет измерить силу передачи воздействия денежно-кредитной политики величиной импульсной реакции разрыва между потенциальным и фактическим объемом производства на структурное потрясение номинальной процентной ставки в размере 100 базисных пунктов, и эта реакция, как и в случае налогово-бюджетной политики, является статистически значимой на 10-процентном уровне только в случае стран с высокой финансовой интеграцией. Отношение дисперсии разрыва между потенциальным и фактическим объемом производства к дисперсии инфляции выше в группе стран с более высокой финансовой интеграцией МСП, что свидетельствует в поддержку гипотезы о том, что финансовая интеграция МСП повышает действенность денежно-кредитной политики (см. рис. 4).

²Верхняя и нижняя половины распределения не дают статистически значимых результатов.

Приложение 7. Определяющие факторы финансовой интеграции МСП

Проведенный анализ призван 1) выявить основные факторы, определяющие доступ МСП к официальным (банковским) финансовым услугам, и 2) предоставить информацию об основных факторах, сдерживающих финансовую интеграцию МСП, в частности, в странах БВСАП и КЦА. Эмпирические тесты опираются на следующие два уравнения:

$$(1) FI_{it} = \alpha + \beta X_{it} + \lambda region_dummy + \rho z_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$(2) FI_{it} = \alpha + \beta X_{it} + \lambda region_dummy + \delta region_dummy * z_{it} + \rho z_{it} + \varepsilon_{it}$$

где зависимая переменная (FI) представляет собой составной индекс финансовой интеграции МСП. X — вектор контрольных переменных, включающий совокупные инвестиции (в процентах ВВП), инфляцию, долю МСП в занятости (в процентах совокупной занятости) и уровень экономического развития. Условная переменная региона — это либо условная переменная региона КЦА, либо условная переменная региона БВСАП, которая принимает значение 1 в случае стран, относящихся к БВСАП или КЦА, и 0 в противном случае. Оба уравнения оцениваются отдельно с условными переменными КЦА и БВСАП. Базисная спецификация расширяется для последовательного учета дополнительных характеристик (z), отражающих следующее¹.

- **Более общие макроэкономические условия:** диверсификация, доля неформального сектора, конкуренция, качество инфраструктуры, поведение в отношении сбережений, ограничения процентной ставки, государственные

Более подробно вопрос рассматривается в работе Ndoye et al. (IMF Working Paper, готовится к публикации).

¹Был протестирован более широкий набор контрольных переменных. В настоящем приложении приводятся только те переменные, которые оказались имеющими статистически значимую связь с финансовой интеграцией МСП.

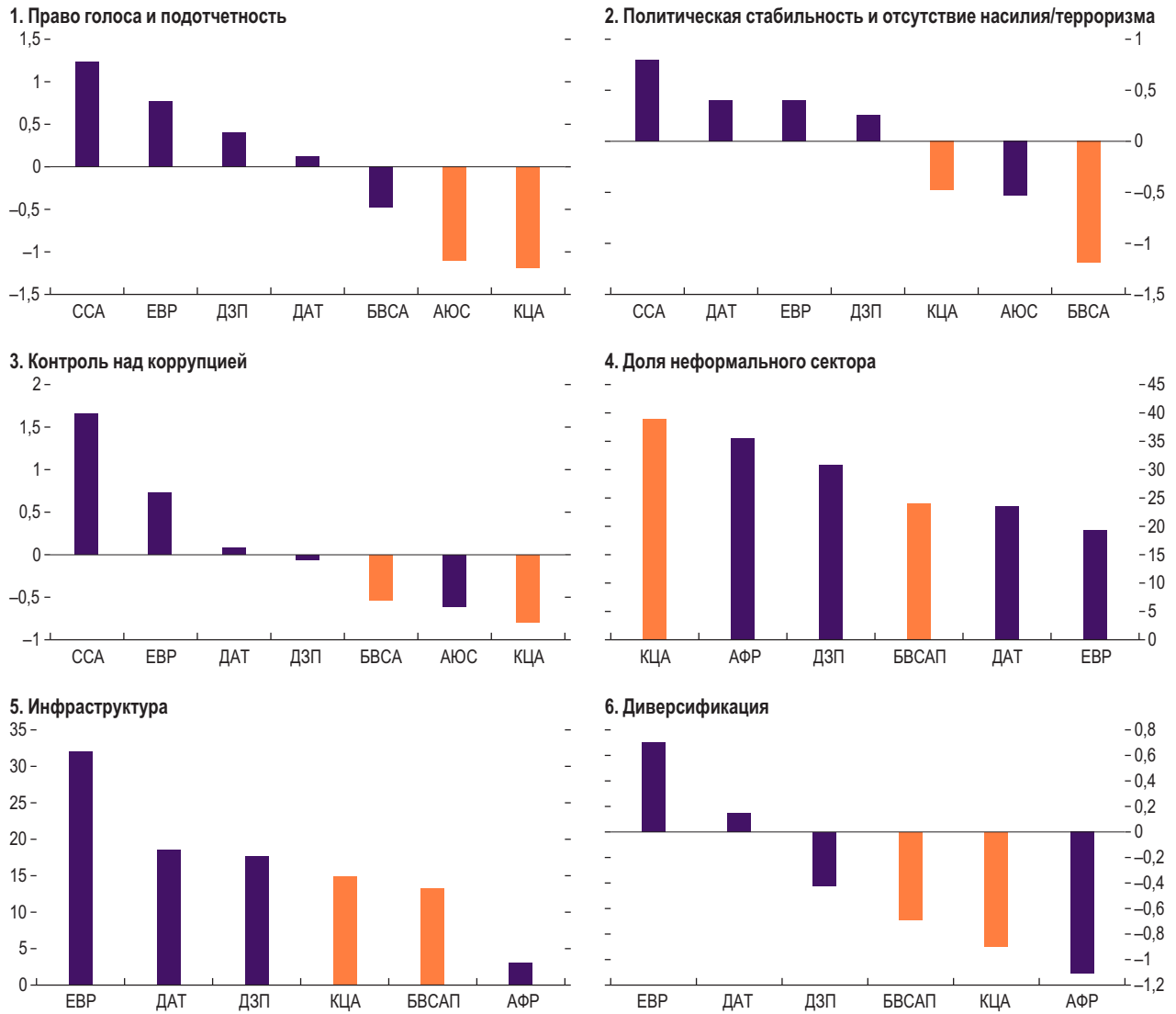
инвестиции (в процентах совокупных инвестиций), сальдо бюджета и условная переменная страны-экспортера нефти².

- **Качество институциональной системы:** право голоса и подотчетность, политическая стабильность, эффективность работы государственных органов и борьба с коррупцией.
- **Характеристики банковского сектора:** норма прибыли на капитал, качество активов (коэффициенты необслуживаемых кредитов), банковские депозиты, стабильность банковского сектора и концентрация банковского сектора.
- **Деловой климат:** налогообложение (процент прибыли), расходы на открытие компании и регистрацию имущества, срок принудительного исполнения договора, охват государственного реестра кредитной информации и права собственности.

Уравнение (1) описывает линейную связь между финансовой интеграцией и определяющими ее факторами, а уравнение (2) призвано учесть потенциальные нелинейные взаимосвязи, особенно для региона БВСАП. Оба уравнения оцениваются с использованием обычного метода наименьших квадратов. На рисунке приложения 7.1 приводятся некоторые предварительные обобщенные факты о качестве управления и структурных характеристиках для различных регионов. В целом регионы БВСАП и КЦА по большинству характеристик имеют низкие показатели по сравнению с другими сопоставимыми регионами. На рисунках приложения 7.2 и 7.3 представлены полученные в результате оценки коэффициенты (являющиеся статистически значимыми на уровне до 10 процентов) для всей выборки, а также конкретно для регионов БВСАП и КЦА.

²В качестве представительного показателя для диверсификации используется индекс сложности экономики (ОЭСР); для развития инфраструктуры — доля населения, имеющего телефонные линии; для доли неформального сектора — доля теневой экономики (в процентах совокупного ВВП).

Рисунок приложения 7.1. Отдельные показатели качества управления и структурных характеристик



Источники: общемировые показатели государственного управления; индекс глобальной конкурентоспособности, ОЭСР — последние доступные данные.

Рисунок приложения 7.2. Макроэкономические и финансовые условия и финансовая интеграция МСП

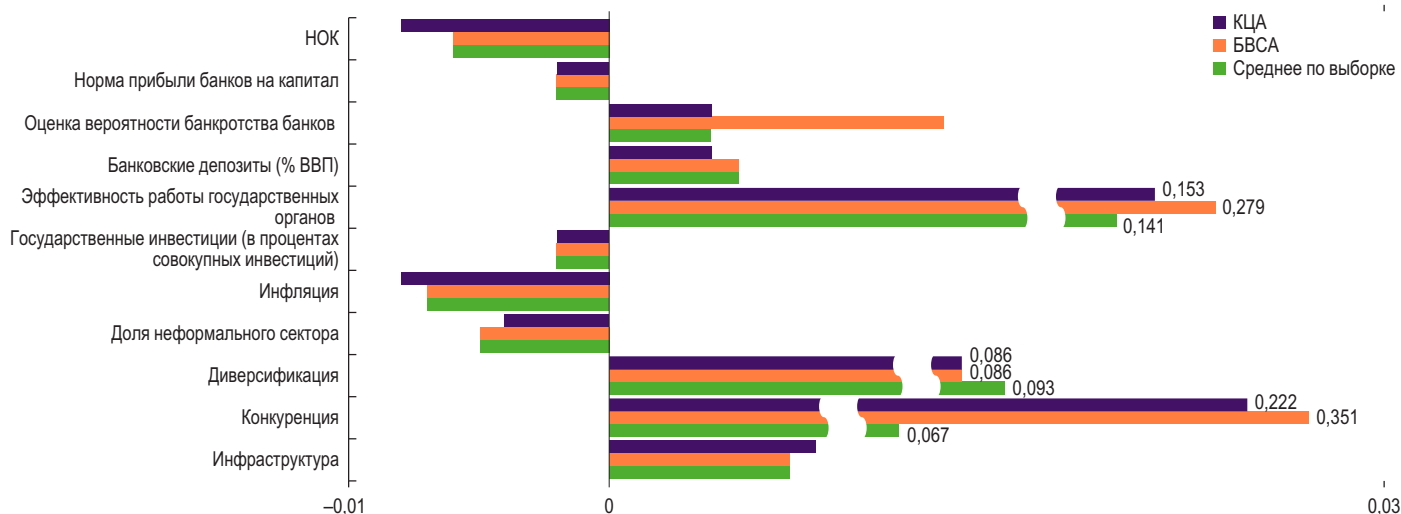
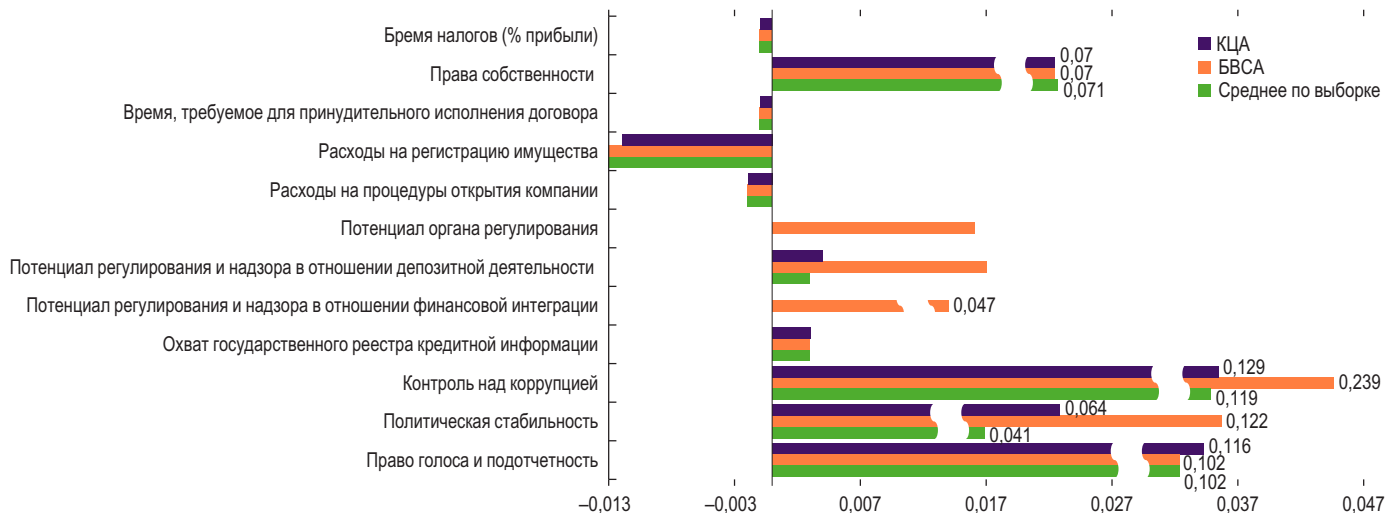


Рисунок приложения 7.3. Институциональная система, деловой климат и финансовая интеграция МСП



Источник: оценки персонала МВФ.

Примечание. Оценки коэффициентов из уравнений (1) и (2) на базе панельных фиксированных эффектов в рамках МНК. Коэффициенты являются статистически значимыми на уровне не ниже 10% при устойчивых стандартных ошибках.

Литература

- Abraham F., and S. Schmukler. 2017. "Addressing the SME Finance Problem." Research and Policy Brief 9, World Bank Malaysia Hub, World Bank, Washington, DC.
- Albuquerque, R., and H. A. Hopenhayn. 2004. "Optimal Lending Contracts and Firm Dynamics." *Review of Economic Studies* 71 (2): 285–315.
- Allen, F., A. Demirguc-Kunt, L. Klapper, and M. Soledad. 2012. "The Foundations of Financial Inclusion: Understanding Ownership and Use of Formal Accounts." World Bank Policy Research Working Paper 6290, Washington, DC.
- Anzoategui, D., M. Martinez Peria, and R. Rocha, 2010. "Bank Competition in the Middle East and Northern Africa Region." *Review of Middle East Economics and Finance* 6 (2).
- Arcand, J., E. Berkes, and U. Panizza. 2015. "Too Much Finance?" *Journal of Economic Growth* 20:105–48.
- Arellano, M., & Bond, S. (1991). Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. *The review of economic studies*, 58 (2), 277–297.
- Asian Development Bank (ADB). 2014. "Capital Market Financing for SMEs: A Growing Need in Emerging Asia." ADB Working Paper Series on Regional Economic Integration, Manila.
- Ayyagari, M., A. Demirguc-Kunt, and V. Maksimovic. 2014. "Who Creates Jobs in Developing Countries?" *Small Business Economics* 43 (1): 75–99.
- Ayyagari, M., P. Juarros, M. Peria, and S. Singh. 2016. "Access to Finance and Job Growth: Firm-Level Evidence across Developing Countries." World Bank Policy Research Working Paper 7604, Washington, DC.
- Baduel and others
- Beck, T., A. Demirguc-Kunt, L. Laeven, and R. Levine. 2008. "Finance, Firm Size and Growth." *Journal of Money Credit and Banking* 40 (October).
- Beck, T., A. Demirguc-Kunt, and V. Maksimovic. 2005. "Financial and Legal Constraints to Growth: Does Firm Size Matter?" *Journal of Finance* LX (1).
- . 2008. "Financing Patterns around the World: Are Small Firms Different?" *Journal of Financial Economics* 89:467–87.
- Beck, T., A. Demirguc-Kunt, and D. Singer. 2013. "Is Small Beautiful? Financial Structure, Size and Access to Finance." *World Development* 52:19–33.
- Bank for International Settlements (BIS). 2018. "Sound Practices: Implications of Fintech Developments for Banks and Bank Supervisors." Basel.

- Berton, F., S. Mocetti, A. Presbitero and M. Richiardi. 2018. “Banks, Firms, and Jobs.” *Review of Financial Studies* 31:2113–56.
- Bhattacharya, R., and H. Wolde. 2010. “Constraints on Growth in the MENA Region.” IMF Working Paper 10/30, International Monetary Fund, Washington, DC.
- Blundell, R. et Bond, S. (1998). “Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models”, *Journal of Econometrics* 87, pp. 115–143
- Bos, J. W. B., R. De Haas, and M. Millone. 2016. “Show Me Yours and I’ll Show You Mine: Sharing Borrower Information in a Competitive Credit Market.” BAFFI CAREFIN Centre Research Paper 2015–8, Milan.
- Brown, M., T. Jappelli, and M. Pagano. 2009. “Information Sharing and Credit: Firm-Level Evidence from Transition Countries.” *Journal of Financial Intermediation* 18:151–72.
- Calice, P. 2016. “Assessing Implementation of the Principles for Public Credit Guarantees for SMEs.” World Bank Group Finance and Markets Global Practice Group, Washington, DC.
- Chatzouz. M., A. Gereben, F. Lang, and W. Toufs. 2017. “Credit Guarantee Schemes for SME Lending in Western Europe.” EIF Research & Market Analysis Working Paper 2017/42, European Investment Fund, Luxembourg.
- Chodorow-Reich, G. 2014. “The Employment Effects of Credit Market Disruptions: Firm-Level Evidence from the 2008–9 Financial Crisis.” *Quarterly Journal of Economics* 129 (1): 1–59.
- Cihak, Martin; Mare, Davide Salvatore; Melecky, Martin. 2016. *The Nexus of financial inclusion and financial stability: a study of trade-offs and synergies* (English). Policy Research working paper; no. WPS 7722. Washington, D.C.: World Bank Group.
- Clarke, G., R. Cull, M. Martinez Peria, and S. Sanchez. 2003. “Foreign Bank Entry: Experience, Implications for Developing Economies and Agenda for Further Research.” *World Bank Research Observer* 18 (1): 25–59.
- Clementi, G. L., and H. A. Hopenhayn. 2006. “A Theory of Financing Constraints and Firm Dynamics.” *Quarterly Journal of Economics* 121 (1): 229–65.
- Dabla-Norris, E., Y. Deng, A. Ivanova, I. Karpowicz, F. Unsal, E. VanLeemput, and J. Wong. 2015a. “Financial Inclusion: Zooming in on Latin America.” IMF Working Paper 15/206, International Monetary Fund, Washington, DC.
- Dabla-Norris, E. Y. Ji, R. Townsend, and F. Unsal. 2015b. “Identifying Constraints to Financial Inclusion and Their Impact on GDP and Inequality: A Structural Framework for Policy.” IMF Working Paper 15/22, International Monetary Fund, Washington, DC.
- de la Torre, A., A. Ize, A, and S. Schmukler. 2011. “Financial Development in Latin America and the Caribbean: The Road Ahead.” World Bank, Washington, DC.

- Djankov, S., O. Hart, C. McLiesh, and A. Shleifer. 2008. "Debt Enforcement around the World." *Journal of Political Economy* 116 (6).
- Djankov, S., C. McLiesh, and A. Shleifer. 2007. "Private Credit in 129 Countries." *Journal of Financial Economics* 84:299–329.
- Duygan-Bump, B., A. Levkov, and J. Montoriol-Garriga. 2015. "Financing Constraints and Unemployment: Evidence from the Great Recession." *Journal of Monetary Economics* 75:89–105.
- European Bank for Reconstruction and Development (EBRD), European Investment Bank (EIB), and World Bank (WB). 2016. "What's Holding Back the Private Sector in Mena? Lessons from the Enterprise Survey." Washington, DC.
- Faccio, M. 2006. "Politically Connected Firms." *American Economic Review* 96:369–86.
- Farazi, S. 2014. "Informal Firms and Financial Inclusion: Status and Determinants." World Bank Policy Research Working Paper 6778, Washington, DC.
- Ferrari, A., O. Masetti, and J. Ren. "Interest Rate Caps: The Theory and The Practice." World Bank Policy Research Working Paper 8398, Washington, DC.
- Federation of European Securities Exchanges (FESE). 2012. "SME Access to Capital Markets Funding." Brussels.
- Financial Stability Board (FSB). 2017. "FinTech Credit: Market Structure, Business Models and Financial Stability Implications." Report prepared by a Committee on the Global Financial System and Financial Stability Board working group. Basel.
- Gormley, T. 2010. "The Impact of Foreign Bank Entry in Emerging Markets: Evidence from India." *Journal of Financial Intermediation* 19:26–51.
- Harwood, A., and T. Konidaris. 2015. "SME Exchanges in Emerging Market Economies: A Stocktaking of Development Practices." Finance and Markets Global Practice Group, World Bank, Washington, DC.
- International Finance Corporation (IFC). 2011. "SME Finance Policy Guide." Washington, DC.
- International Monetary Fund (IMF). 2017a. "Ensuring Financial Stability in Countries with Islamic Banking." IMF policy paper, Washington, DC.
- . 2017b. "Fintech and Financial Services: Initial Considerations." IMF staff discussion note, Washington, DC.
- . 2017c. "Recent Trends in Correspondent Banking Relationships: Further Considerations." IMF policy paper, Washington, DC.
- . 2017d. *Regional Economic Outlook: Middle East and Central Asia*. Washington, DC, October.

- . 2017e. “Supporting Growth and Inclusion through Financial Development.” IMF Country Report 17/213, Pakistan Selected Issues Paper, Washington, DC.
- . 2018a. “Finance and Fintech: Invigorating Investment and Inclusion in India.” Remarks by IMF Deputy Managing Director Tao Zhang, Mumbai, March 12.
- . 2018b. “Financial Inclusion in Asia Pacific.” IMF Departmental Paper 18/17, Washington, DC.
- . 2018c. *Regional Economic Outlook: Middle East and Central Asia*. Washington, DC, October.
- . Forthcoming. “SME Financial Inclusion in the MCD Region.” IMF Working Paper, Washington, DC.
- International Organization of Securities Commissions (IOSCO). 2014. “Market-Based Long-Term Financing Solutions for SMEs and Infrastructure.” Madrid.
- . “SME Financing through Capital Markets: Final Report.” Madrid.
- Kumar, R. 2017. “Targeted SME Financing and Employment Effects: What Do We Know and What Can We Do Differently?” *Jobs Working Paper* (3) World Bank, Washington, DC.
- Kuntchev, V., R. Ramalho, J. Rodriguez-Meza, and J. Yang. 2013. “What Have We Learned from the Enterprise Surveys Regarding Access to Credit by SMEs?” Policy Research Working Paper 6670, Enterprise Analysis Unit, Financial and Private Sector Development, World Bank, Washington, DC.
- Love, I., and M. Martinez Peria. 2015. “How Bank Competition Affects Firms’ Access to Finance.” *World Bank Economic Review* 29 (3): 413–48.
- Love, I., M. Martinez Peria, and S. Singh. 2016. “Collateral Registries for Movable Assets: Does Their Introduction Spur Firms’ Access to Bank Financing?” *Journal of Financial Services Research* 49:1–37.
- Lukonga, I. 2018. “Fintech, Inclusive Growth and Cyber Risks: A Focus on the MENAP and CCA Regions.” IMF Working Paper, Washington, DC.
- Lyman, T., and W. Noor. 2014. “AML/CFT and Financial Inclusion: New Opportunities Emerge from Recent FATF Action.” CGAP Focus Note 98, World Bank, Washington, DC.
- Mehrotra, A., and J. Yetman. 2014. “Financial Inclusion and Optimal Monetary Policy.” BIS Working Paper 476, Bank for International Settlements, Basel.
- Melecky, M., and A. Podpiera. 2018. “Financial Sector Strategies and Financial Sector Outcomes. Do the Strategies Perform?” World Bank Policy Research Paper 8315, Washington, DC.

- Mills, K. G., and B. McCarthy. 2017. "The State of Small Business Lending: Innovation and Technology and the Implications for Regulation." Harvard Business School, Cambridge, MA.
- Organization for Economic Co-operation and Development (OECD). 2015. "Opportunities and Constraints of Market-Based Financing for SMEs." OECD report to G20 finance ministers and central bank governors. Paris.
- . 2017. "Evaluating Publicly Supported Credit Guarantee Programs for SMEs." Paris.
- , European Commission, and European Training Foundation. 2018. "SME Index—The Mediterranean Middle East and North Africa 2018— Interim Assessment of Key SME Reforms." Paris.
- Polish Agency for Enterprise Development (PARP). 2014. "Report on the Condition of Small and Medium-Sized Enterprise Sector in Poland in 2012–2013." Warsaw.
- Popov, A., and J. Rocholl. 2016. "Do Credit Shocks Affect Labor Demand? Evidence for Employment and Wages during the Financial Crisis." *Journal of Financial Intermediation* 36 (October): 16–27.
- Reuters. 2018. "Alibaba-Backed Online Lender MYbank Owes Cost-Savings to Home-Made Tech." Reuters Business News. <https://www.reuters.com/article/us-china-banking-mybank/alibaba-backed-online-lender-mybank-owes-cost-savings-to-home-made-tech-idUSKBN1FL3S6>.
- Rocha, R., S. Farazi, R. Khouri, and D. Pearce. 2010. "The Status of Bank Lending to SMEs in the Middle East and North Africa Region: The Results of a Joint Survey of the Union of Arab Banks and the World Bank." World Bank and Union of Arab Banks, Washington, DC.
- Rojas-Suárez, L. 2016. "Financial Inclusion in Latin America: Facts, Obstacles and Central Banks' Policy Issues." Discussion Paper IDB-DP-464, Inter-American Development Bank, Washington, DC.
- , and M. Amado. 2014. "Understanding Latin America's Financial Inclusion Gap." Center for Global Development Working Paper 367, Washington, DC.
- Sahay, R., M. Čihák, P. N'Diaye, A. Barajas, S. Mitra, A. Kyobe, Y. Mooi, and S. Yousefi. 2015. "Financial Inclusion: Can It Meet Multiple Macroeconomic Goals?" IMF Staff Discussion Note 15/17, International Monetary Fund, Washington, DC.
- Toronto Centre. 2017. "FinTech, RegTech and SupTech: What They Mean for Financial Supervision." *TC Notes* (August).
- UK Government. 2014. "SME Finance: Help to Match SMEs Rejected for Finance with Alternative Lenders." London.

- World Bank. 2015. “Principles for Public Credit Guarantee Schemes for SMEs.” Task Force for the Design, Implementation and Evaluation of Public Credit Guarantee Schemes for Small and Medium Enterprises, Washington, DC.
- . 2016. “Competition in the GCC SME Lending Markets: An Initial Assessment.” Middle East and North Africa Region GCC Country Unit report, Washington, DC.
- World Bank. 2018a. “Bankers without Borders.” Global Financial Development Report, Washington, DC.
- . 2018b. “The World Bank Group’s Joint Capital Market Program.” Washington, DC.
- , International Monetary Fund (IMF), and Organization for Economic Cooperation and Development (OECD). 2015. “Capital Market Instruments to Mobilize Institutional Investors to Infrastructure and SME Financing in Emerging Market Economies: Report for the G20.” Washington, DC.
- Zarutskie, R. 2006. “Evidence on the Effects of Bank Competition on Firm Borrowing and Investment.” *Journal of Financial Economics* 81:503–37.

Financial Inclusion of Small and Medium-Sized Enterprises in the Middle East
and Central Asia (Russian)

