



*Рабочий материал*

*Сентябрь, 2014 г.*

**ВЛИЯЕТ ЛИ РАЗВИТОСТЬ ФИНАНСОВОГО СЕКТОРА БЕЛАРУСИ  
НА РЕЗУЛЬТАТЫ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ  
БЕЛОРУССКИХ ФИРМ?<sup>1</sup>  
АНАЛИЗ СОСТОЯНИЯ КОМПАНИЙ В БЕЛАРУСИ.**

Ирина Лафюк (iralafyuk@gmail.com)  
Серж Навродский  
Владимир Валетко

---

<sup>1</sup>Работа подготовлена в рамках проекта "Capital and labour markets in Belarus: equal status for long-run growth", осуществляемого Центром социально-экономических исследований CASE Belarus (Варшава, Польша) при поддержке Фонда им.С.Баторего, Варшава.

## **Резюме**

В последние годы проведено достаточное количество исследований, посвященных проблеме слабой развитости белорусских финансовых рынков. Авторы этих работ пытались найти причины сложившегося положения и разработать рекомендации по решению существующих проблем. Целью данного исследования был не только анализ сложившейся ситуации, поиск главных барьеров, стоящих на пути к получению финансирования, но и оценка потерь, которые несет белорусская экономика ежегодно.

Экономические реформы, проводимые в течение последних двадцати лет с целью вывести финансовые рынки страны на новый уровень, практически не дали никаких изменений. Республика Беларусь все еще находится в начале пути по трансформации рынка капитала. Практически 80% финансирования, необходимого для функционирования компаний, обеспечивается за счет внутренних ресурсов, 16% предоставляет банковский сектор, иные источники финансовых ресурсов представлены весьма скромно.<sup>2</sup> Интересным результатом оказалось, что большинству предприятий неразвитость финансовых рынков не кажется серьезным затруднением. Они не воспринимают сложившуюся ситуацию как потерю потенциальных экономических возможностей. 66.2% респондентов отметили отсутствие потребности в дополнительном финансировании посредством банковских кредитов. Причины такого поведения с первого взгляда кажутся очевидными - это многочисленные трудности, которые постоянно возникают перед организациями, желающими получить внешнее финансирование. Для получения кредита необходимо собрать большой пакет документов, процентные ставки и требования по обеспечению кредитов чрезвычайно высоки. Наличие таких барьеров отмечает большая половина респондентов (64.8%), когда речь идет о возможности получения банковских кредитов – самого распространенного на данный момент вида внешнего финансирования. Тем не менее, взглянув на проблему глубже, мы увидим, что в силу слабой развитости финансового сектора, белорусские компании просто не в состоянии оценить потенциальные возможности различных финансовых инструментов. Это, в конечном счете, тормозит экономический рост страны в целом.

Проведенный эконометрический анализ показал наличие положительной корреляции между развитостью финансовых рынков и экономическими показателями деятельности фирм. Полученные результаты позволяют увидеть процентное выражение потерь, которые несет белорусская экономика. При условии развитости финансовых институтов в стране, предприятия в большем объеме будут пользоваться доступными источниками финансирования. Исследование показало, что, например, при увеличении объема денежных средств, полученных от организаций небанковского сектора на 1 п.п. белорусская экономика получила бы дополнительную выгоду в виде: роста продаж в среднем около 7.3 % в течение 3 лет и производительности труда – около 1.5 % в течение 3 лет. В тоже время частично решилась бы проблема с загрузкой производственных мощностей. Увеличение объема заимствованных денежных средств от организаций банковского сектора на 1 п.п. могло бы привести к росту загрузки производственных мощностей в среднем на 0.2%.

---

<sup>2</sup>Belarus country profile (Enterprise survey) – The World Bank

См. результаты на <http://ebrd-beeps.com/> и <http://www.enterprisesurveys.org/Data/ExploreEconomies/2013/belarus>

## **Введение**

Организации, как малого, так и крупного бизнеса в Республике Беларусь имеют высокий нереализованный потенциал, развитие которого сдерживается множеством факторов, ключевым из которых является ограниченный доступ к внешнему финансированию. Так согласно исследованию развития предпринимательского финансового и частного сектора 20.8% белорусских предприятий было отнесено к группе организаций, которые не имеют ограничений в процессе получения внешнего финансирования, 51.4% – возможно имеют ограничения, 24.1% – частично имеют ограничения и 3.7% – полностью ограничены в доступе к внешнему финансированию<sup>3</sup>.

В республике сложилась такая ситуация, что основным источником денежных средств выступают внутренние ресурсы фирмы: нераспределенная прибыль, личный вклад учредителей. Но для бесперебойного пополнения оборотных средств и инвестиций в новое современное оборудование этого финансирования бывает недостаточно.

Гипотеза исследования состоит в том, что улучшение развитости финансовых рынков в стране посредством снятия имеющихся барьеров, возникающих при попытках обеспечить инвестиции за счет внешних источников, приведет к дополнительным выгодам для белорусских предприятий, выражающихся в росте объемов продаж и производительности.

Таким образом, целями данного исследования было изучение сложившейся ситуации на финансовом рынке республики с точки зрения предприятий, выявление существующих барьеров, анализ их влияния на результаты экономической деятельности фирм. На основе собранной информации предполагалось сделать вывод о наличии /отсутствии необходимости государственного регулирования рынка капитала посредством разработки целевых программ и специальных мер по корректировке экономической политики.

При этом одним из ключевых моментов является анализ основных причин слабой развитости финансовых рынков страны. Для более точного и детального осмысления проблемы, в условиях Республики Беларусь целесообразно разделить существующие причины на несколько групп. К первой группе относятся причины институционального характера, ко второй - макроэкономического характера, и в отдельную группу выделяется проблема высоких процентных ставок, которая является своеобразным синтезом двух вышеперечисленных групп проблем.

## **Данные и методы исследования**

Представленное исследование основано на данных обзора ВЕЕПС 2013 г., отчета по глобальной конкурентоспособности 2012-2013 годы Всемирного экономического форума, опроса «Развитие малых и средних предприятий Беларуси», проведенного лабораторией аксиометрических исследований НОВАК для Исследовательского центра ИПМ в 2013 г., а также ежемесячного аналитического обозрения Национального банка «Мониторинг предприятий реального сектора экономики Республики Беларусь». Кроме того, использовалась публично доступная статистика.

---

<sup>3</sup>Financial and Private Sector Development Enterprise Analysis Unit. Policy Research Working Paper 6670 от октября 2013 г. «What Have We Learned from the Enterprise Surveys Regarding Access to Credit by SMEs?». Авторы: Veselin Kuntchev, Rita Ramalho, Jorge Rodriguez-Meza, Judy S. Yang, The World Bank

В качестве методологии применялся анализ кроссекционных данных опроса BEEPS. Целью анализа было изучение влияния объема инвестиций в основной капитал за счет различных источников внешнего финансирования на ряд важнейших показателей экономической деятельности коммерческих организаций. В качестве источников внешнего финансирования рассматривались: а) кредиты, привлекаемые со стороны банковского сектора, б) кредиты со стороны других организаций небанковского сектора, в) денежные ресурсы, полученные на фондовой бирже. Изучалось влияние инвестиций из вышеперечисленных источников на следующие показатели деятельности фирм: а) рост продаж, б) рост производительности, в) загрузка производственных мощностей.

### ***Основные тенденции, сложившиеся на рынке капитала в Республике Беларусь***

В ходе исследования был проведен качественный и количественный анализ, который показывает, что основным ресурсом финансирования деятельности организаций являются внутренние источники. Другие источники финансирования представлены весьма скромно, что свидетельствует о слабой развитости финансовых рынков в республике. Причины сложившейся ситуации носят как институциональный, так и макроэкономический характер. В отдельную группу целесообразно выделить проблему высоких процентных ставок, которая стоит для республики довольно остро и является результатом взаимодействия двух ранее названных групп причин.

#### *Основные показатели, характеризующие доступ к рынку капитала с точки зрения предприятий*

Наличие финансовых ресурсов всегда являлось необходимым условием, позволяющим организациям развивать свой потенциал и увеличивать долю рынка по мере предоставляемых возможностей. Внутренних средств для ведения успешного бизнеса зачастую бывает недостаточно. Экономическая теория и практический опыт развитых стран свидетельствует о том, что для динамичного развития фирмам необходимы хорошо работающие рынки капитала, которые являются источником внешних финансовых ресурсов.

По состоянию на 2013 год, согласно исследованию BEEPS, в странах Восточной Европы и Центральной Азии на внутренние источники финансирования приходилось 60.5% инвестиций<sup>4</sup>. В то же время в Республике Беларусь этот показатель достиг отметки в 77.5%. За счет банковского сектора обеспечивалось 16.2% финансовых ресурсов. Фондовый рынок предоставил лишь 1.1%. В странах Восточной Европы и Центральной Азии объем финансовых ресурсов, обеспеченных за счет продажи акций, находился на отметке 8.7%, а в странах с доходом ниже среднего – 5.7%.

---

<sup>4</sup>Обследование BEEPS (the Business Environment and Enterprise Performance Survey) проводилось Европейским банком реконструкции и развития при партнерстве с Всемирным банком. В ходе обследования, в период с июля 2012 по август 2013 года, были опрошены владельцы и топ-менеджеры 360 фирм. См. результаты на <http://ebrd-beeps.com/> и <http://www.enterprisesurveys.org/Data/ExploreEconomies/2013/belarus>

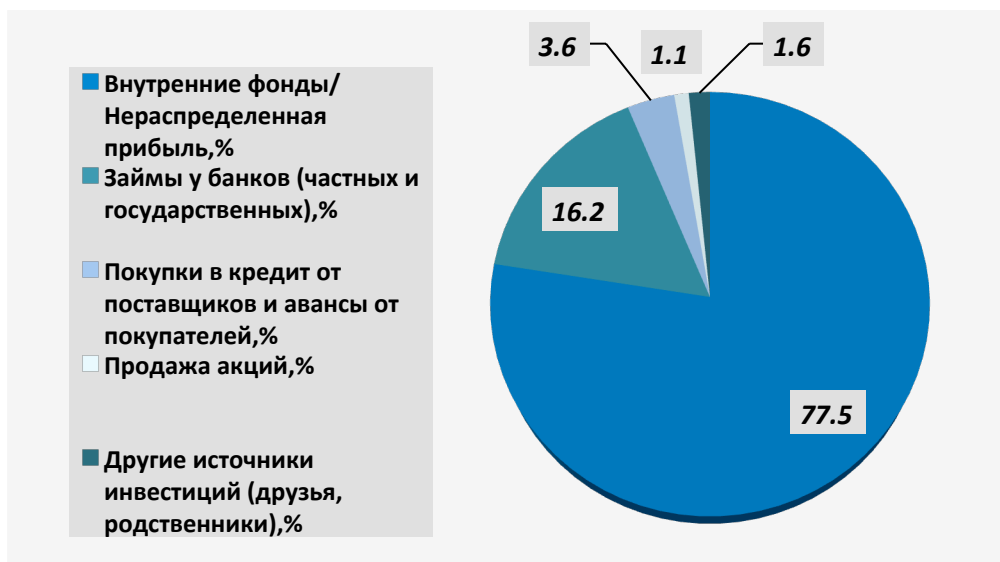


Рисунок 1: Структура источников денежных средств для финансирования бизнеса  
 Источник: Belarus country profile (Enterprise survey) – The World Bank

Основными целями финансирования является покупка основных средств и пополнение оборотных. В результате анализа данных ВЕЕПС было выявлено, что в Республике Беларусь практически не существует дифференциации в объемах финансирования в зависимости от цели: порядка 80% обеспечивается внутренними источниками. Несущественное различие наблюдалось в случае финансовых ресурсов, привлеченных из банковского сектора: 11.1% всех денежных средств поступает для пополнения оборотного капитала против 14.3% для приобретения основных средств, что свидетельствует о том, что организации чаще обращаются в банки, в случаях, когда речь идет о более долгосрочных потребностях.

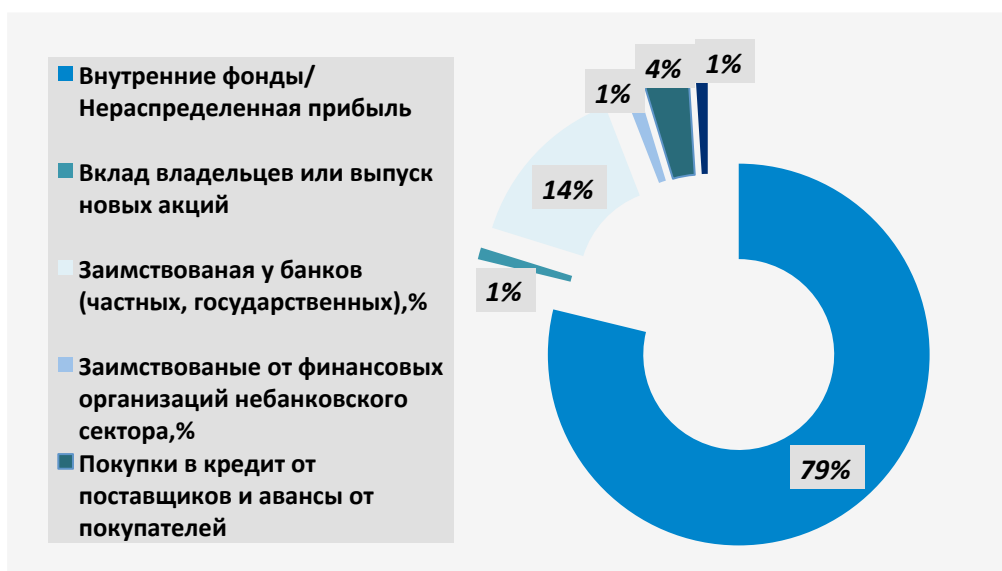


Рисунок 2: Структура источников инвестиций для приобретения основных средств  
 Источник: Расчеты авторов по данным обследования ВЕЕПС

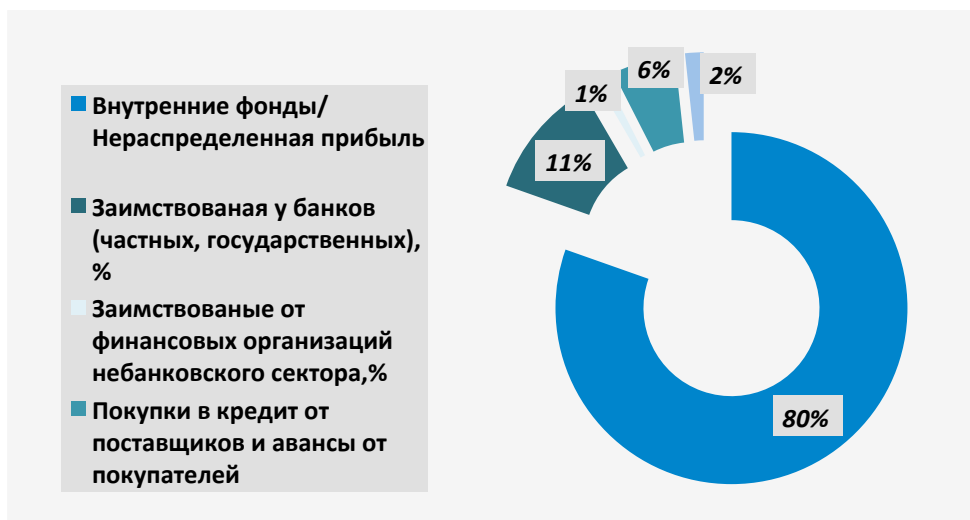


Рисунок 3: Структура источников инвестиций для пополнения оборотных средств  
 Источник: Расчеты авторов по данным обследования BEEPS

Согласно опросу, проведенному для Всемирного экономического форума в 2012 г.<sup>5</sup>, респонденты считают, что в Республике Беларусь получить финансирование на развитие бизнеса представляется процессом средней сложности (средняя отметка 3.6). 52.1% опрошенных отметили достаточную сложность. Лишь менее четверти респондентов (23.5%) считают, что получить финансирование на развитие бизнеса в Республике Беларусь не является сложным моментом.

В случае поиска финансирования для нового продукта, технологии с высокими рисками, ситуация существенно ухудшается. Согласно семи балльной шкале сложности (1- очень сложно, 7 – очень легко), респонденты оценили доступ к венчурному капиталу в 2.5.

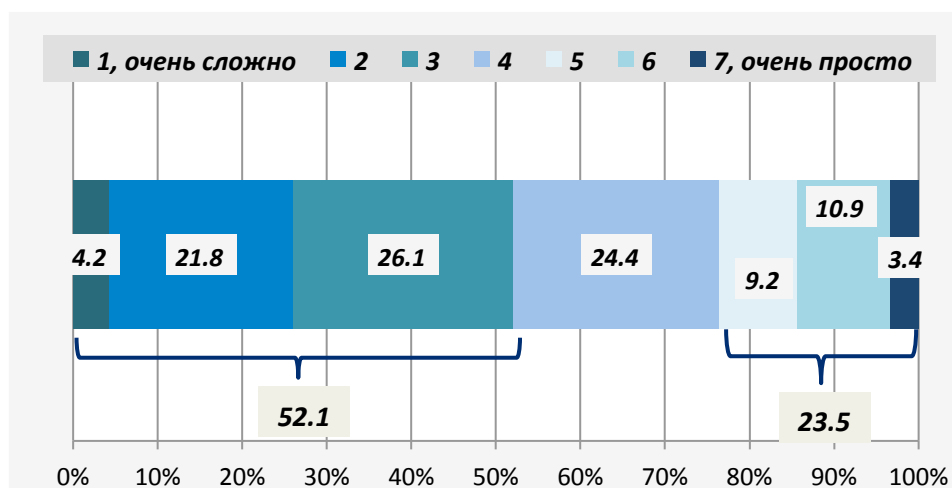


Рисунок 4: Ответ на вопрос «Насколько просто компаниям в Вашей стране привлечь финансирование на развитие бизнеса»

Источник: Расчеты авторов по данным опроса руководителей компаний в рамках WEF

<sup>5</sup>Опрос руководителей компаний 2012 (Отчет по глобальной конкурентоспособности 2012-2013), проведенный CASE для Всемирного экономического форума (WEF). Опрошено 121 предприятие

Во время опроса «Развитие малых и средних предприятий Беларуси»<sup>6</sup>, респондентов просили назвать самые большие проблемы для ведения бизнеса в Беларуси. Было предложено 20 вариантов, отметка «-2» означала признание фактора в качестве главной проблемы. 30.3% респондентов назвали в качестве основной проблемы уровень инфляции в стране, 23.2 – уровень налоговых ставок и 22.7% - доступ к финансам. Среди других предложенных вариантов ответов были такие проблемы как коррупция, неэффективное государственное управление, обеспечение исполнения контрактов, обеспечение права собственности и защиты собственности (физической и интеллектуальной), налоговое регулирование, неадекватное образование рабочей силы и др.

Более того, 30.7% респондентов ответили, что изменение условий доступа к кредитам ухудшило положение бизнеса за последний год. Отметкам «-5» означала значительно ухудшение положение. Такой ответ дало 5.9% опрошенных представителей МиС бизнеса, когда оценивался фактор доступности получения кредита. 10.0% респондентов считало, что арендные ставки в большей мере ухудшили их положение и 7.8% видели причину в размере штрафов. Среди других предложенных факторов, которые оценивались как проблемы, были «налоговая нагрузка» (4.6% поставили отметку «-5»), «ценообразование» (3.2%) и др. В тоже время отметку «5» - значительное улучшение для бизнеса, 4.4% респондентов поставило, когда речь шла о таком факторе как «регистрация бизнеса» и 2.9% - «доступ к получению кредита».

Немногим более четверти респондентов (25.4%) дали ответ, что ограничение доступа к финансовым ресурсам банков является одним из негативных изменений во внешней среде, к которым предприятия проявляют наибольшую чувствительность. Также наиболее часто встречающимися ответами были падение покупательской способности населения внутри страны (частота 70.7%), переориентация заказчиков на более дешевых поставщиков (частота 38.4%), задержки (неплатежи) в оплате поставленной продукции (частота 37.9%), дефицит квалифицированной рабочей силы (частота 24.4%).

Таблица 1 – Результаты опроса

<b>1. Каковы, на Ваш взгляд, самые большие проблемы для ведения бизнеса в Беларуси?</b> («-2» – «Самая большая проблема», «0» – «не имеет значения», «2» – «Незначительная проблема»)														
	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5	НЗ /30	Все го	Средни й балл
<b>Доступ к финансам</b>				22.7	13.4	7.6	6.6	9.0				40.6	100	
<b>2. Как повлияло изменение бизнес среды на ведении Вашего бизнеса за последний год?</b> («-5» – «значительное ухудшение положения», «0» – «отсутствие изменений», «5» – «значительное улучшение»)														
<b>Доступ к получению кредитов</b>	5.9	3.7	6.4	6.4	8.3	24.2	10.8	7.8	5.6	2.4	2.9	15.6	100	-0.19
<b>3. К каким негативным изменениям во внешней среде Ваше предприятие наиболее чувствительно?</b>														
<b>Ограничение доступа к финансовым ресурсам банков</b>	Количество											Частота*		
	104											25.4		

Источник: Опрос «Развитие малых и средних предприятий Беларуси»

Большую значимость степени влияния условий кредитования на деятельность организаций можно проследить, анализируя реальный сектор экономики. Согласно

<sup>6</sup>Опрос «Развитие малых и средних предприятий Беларуси» проведен в 2013 г. лабораторией аксиометрических исследований НОВАК для Исследовательского центра ИПМ в мае 2013 г. Было опрошено 409 респондентов. См. результаты на <http://www.research.by/publications/surveys-of-business/data/2013/>

мониторингу предприятий реального сектора экономики Республики Беларусь<sup>7</sup>, в апреле 2014 г. 35.2% респондентов указали на сильное воздействие условий кредитования. Слабым влиянием данного фактора назвали 14.8% опрошенных, а умеренным - 50% организаций.



Рисунок 5: Влияние условий кредитования на деятельность предприятий реального сектора экономики

Источник: Мониторинг предприятий реального сектора экономики Республики Беларусь

Участники мониторинга прогнозировали также замедление роста потребности в кредитовании: баланс ответов снизился на 3 п.п. до 21.7%. В мае-июле увеличения потребности в кредитовании ожидали 33% респондентов, ее снижения – 7.5% предприятий. 3.8% опрошенных считали, что потребность в кредитовании исчезнет, а ее неизменности ожидали 55.7% участников анкетирования. Сезонность потребности в кредитных ресурсах прослеживается на графике. В летние месяцы объем кредитных средств, необходимый для функционирования компании снижается. Среднегодовой уровень находится на отметке 33%.

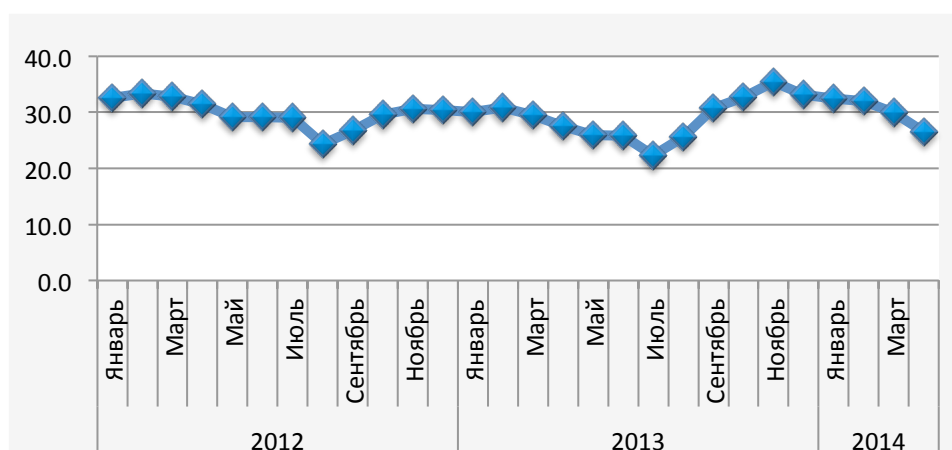


Рисунок 6: Ожидание изменения потребности предприятия в кредитовании - всего

Источник: Мониторинг предприятий реального сектора экономики Республики Беларусь

Одной из главных задач данного исследования является поиск ответа на вопрос «Почему белорусские организации не желают привлекать внешнее финансирование?».

Самым очевидным ответом может стать наличие определенных барьеров в процессе получения внешнего финансирования. Тем не менее, с точки зрения предприятий, это предположение не находит достоверного подтверждения. Количество

<sup>7</sup>Мониторинг предприятий реального сектора экономики Республики Беларусь проводится ежемесячно Национальным банком. См. результаты на <http://www.nbrb.by/publications/EnterpriseMonitoring/>



фирм, ощущающих наличие препятствий при попытке доступа к внешнему финансированию практически равно организациям, не встречающих таковых на своем пути (49.2% против 48.9%).

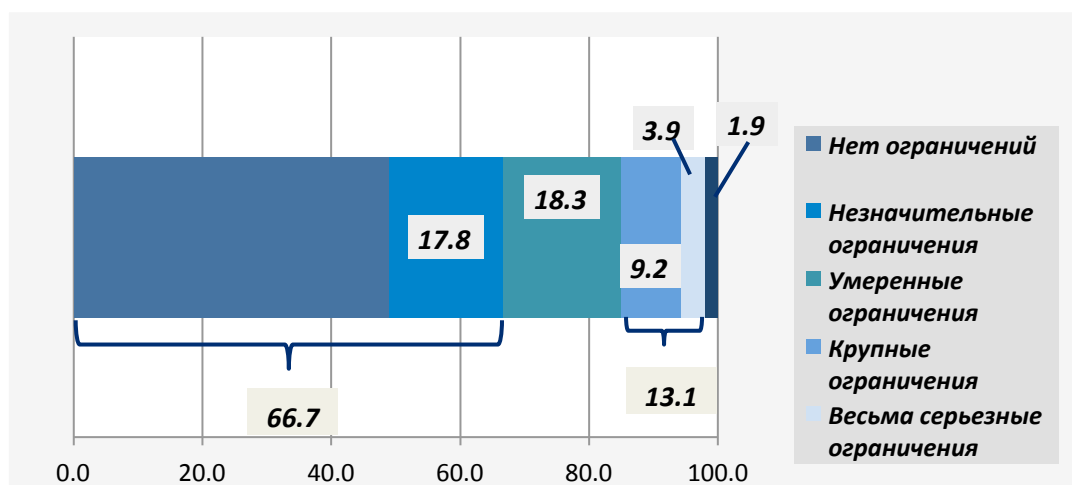


Рисунок 7: Барьеры, возникающие при попытке получить внешнее финансирование  
 Источник: Расчеты авторов по данным обследования ВЕЕПС

Тем не менее, следует принять во внимание, что на данный момент в республике самым распространенным видом внешнего финансирования является кредит, предоставляемый банковским сектором (16.2%). Анализ показал, что из общего количества организаций, подававших заявление на получение банковского финансирования, 64.8% респондентов встретили на своем пути барьеры.

В течение 2012 года 36% респондентов подали заявки на получение кредита, 70% из которых были удовлетворены.

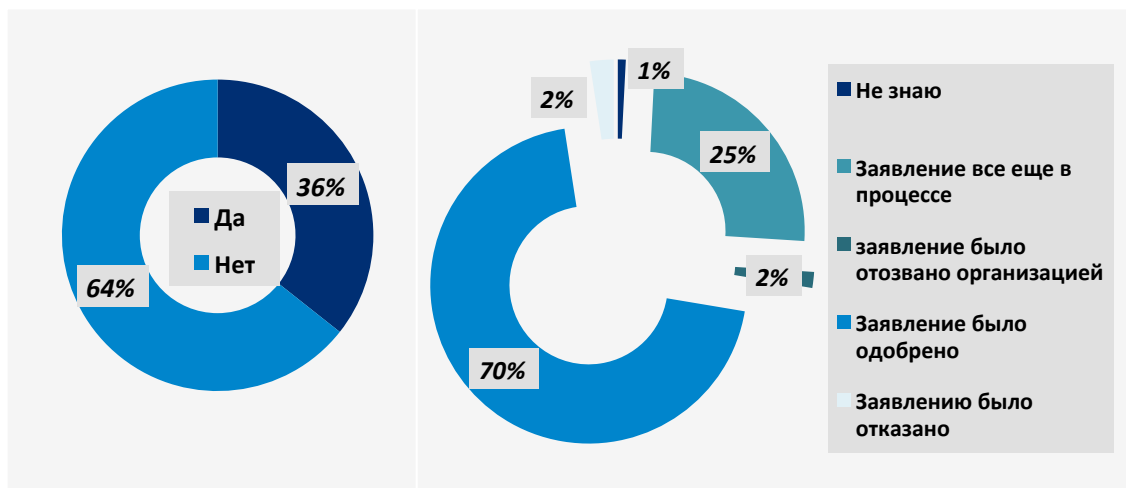


Рисунок 8: Процент фирм, подававших заявку на получение кредита  
 Рисунок 9: Исход самого последнего обращения за получением кредита/ссуды  
 Источник: Расчеты авторов по данным обследования ВЕЕПС

Как было отмечено ранее, выборку опроса ВЕЕПС составило 360 респондентов, 30.3% которых зарегистрировано в Минске, 13.6% - Брестской области, 11.7% - Гомельской, 13.3% - Гродненской, 9.7% - Могилевской, 12.2% - Минской и 9.2% - Витебской. Для исследования интересно было посмотреть, каким образом удовлетворяются поданные заявления на получение банковского кредитования по регионам Республики Беларусь.

Несмотря на то, что наибольшую потребность в банковском кредитовании испытывала Брестская область (52% респондентов отметили необходимость во внешнем финансировании), Гродненская область (42.4%), Минск (40.3%), Могилевская область (37.5%), Минская - 29%, Гомельская - 27.3%, Витебская - 21.1%, количество аппликационных форм в 2012 г. было зафиксировано в следующем объеме: Минск (38), Брестская область (23), Гомельская - 15, Гродненская - 14, Минская, Витебская - 13 и Могилевская - 7. Можно увидеть практически полное несовпадение между потребностями компаний и действиями высшего менеджмента.

Рисунок 10 отображает количество одобренных заявлений на получение банковского кредитования по регионам. Рисунок 11 показывает, что в областях республики процесс получения банковского кредита намного быстрее. Значительное количество отказов получили компании, желавшие получить кредит в Минской области.

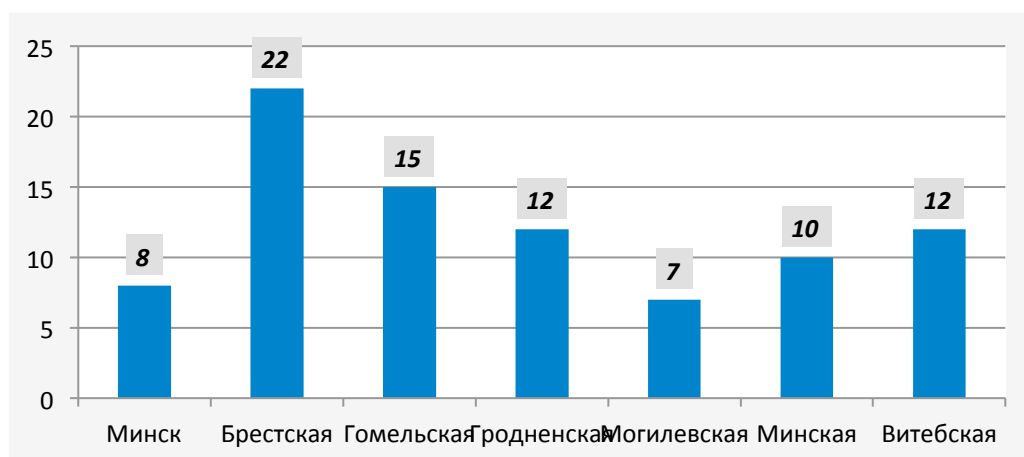


Рисунок 10: Количество одобренных заявлений на получение банковского кредита по регионам, 2012 г.

Источник: Расчеты авторов по данным обследования ВЕЕПС

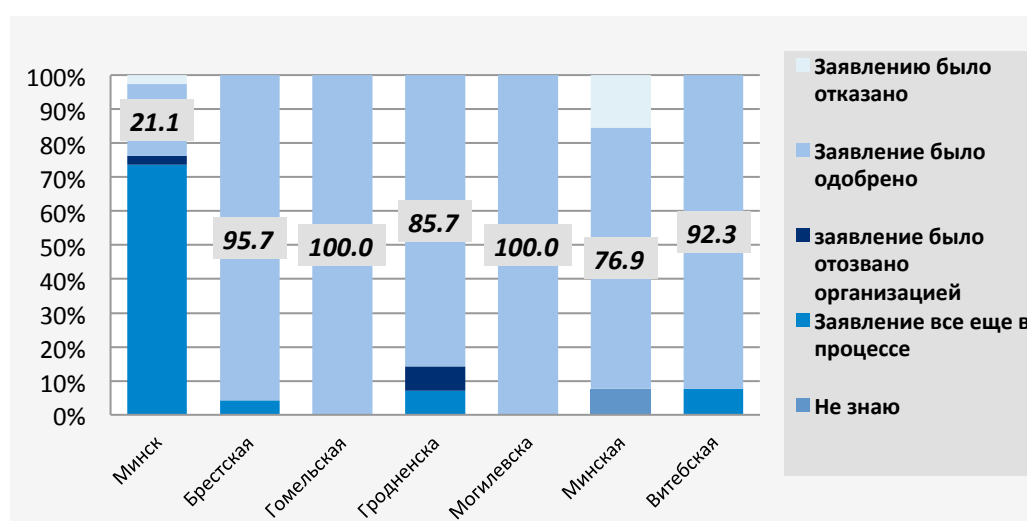


Рисунок 11: Количество одобренных заявлений на получение банковского кредита по регионам, 2012 г.

Источник: Расчеты авторов по данным обследования ВЕЕПС

Отвечая на вопрос о простоте получения банковского кредита, при условии владения лишь хорошим бизнес-планом и не имея залога, респонденты, опрошенные для обзора WEF, заявили, что сделать это весьма проблематично. 12.5% предприятий отмечают среднюю сложность, 15.8% говорят о легкости и более двух третях (71.7%) - о сложности выше средней.

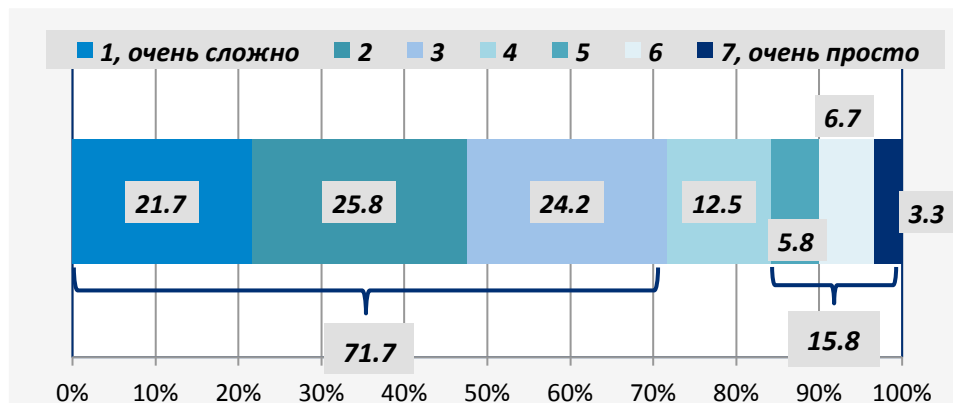


Рисунок 12: ответ на вопрос «Насколько просто в Вашей стране получить банковский кредит, имея только хороший бизнес-план и не имея залога?»

Источник: Расчеты авторов по данным опроса руководителей компаний в рамках WEF

Согласно проведенному анализу на основании данных BEEPS лишь 33% респондентов в течение 2012 года имели кредитную линию / заем от финансовых учреждений.

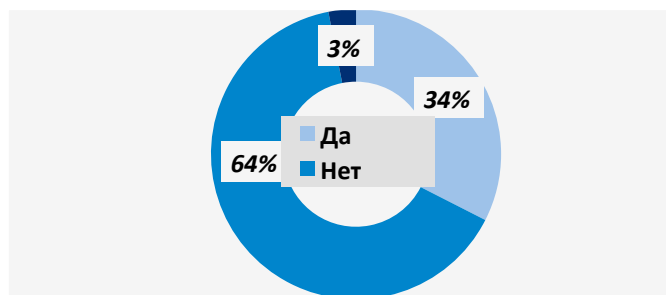


Рисунок 13: Наличие кредитных линий от финансовых институтов

Источник: Расчеты авторов по данным обследования BEEPS

Из этих 33%, имеющих займы, кредиты, 70% имели по одной кредитной линии, 16% по две, но некоторые предприятия имели и по 17 кредитов одновременно.

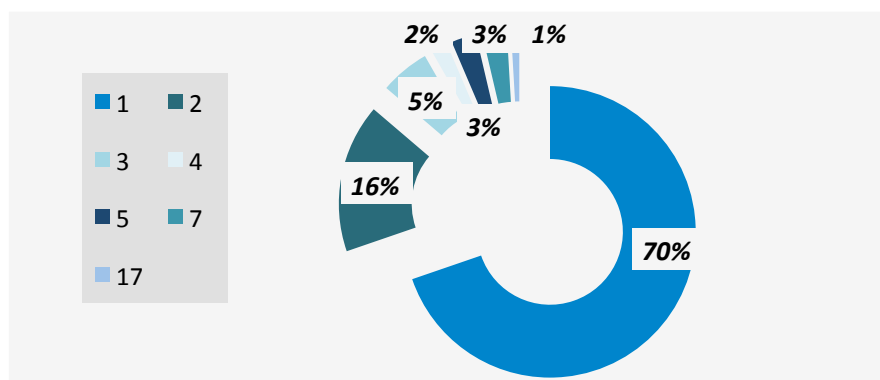


Рисунок 14: Количество непогашенных кредитов, имеющих у организации

Источник: Расчеты авторов по данным обследования BEEPS

В основном полученные кредитные линии были предоставлены коммерческими банками (61%) и лишь 1 % – небанковскими финансовыми учреждениями.

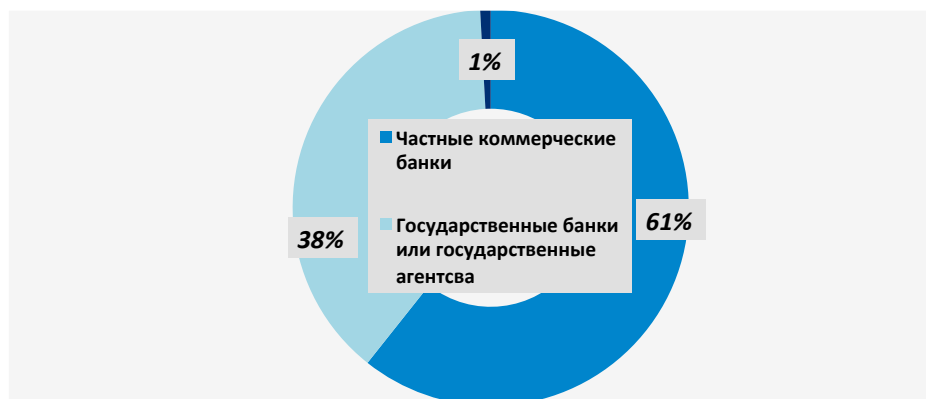


Рисунок 15: Вид финансового учреждения, выдавшего кредит  
Источник: Расчеты авторов по данным обследования ВЕЕПС

Рисунок 16 на основе данных ВЕЕПС показывает ответы, которые менеджеры высшего звена чаще всего дают на вопрос, «Почему их компания использует преимущественно внутренние источники финансирования инвестиций?»

Самым частым объяснением нежелания получить доступ к внешнему источнику финансирования в виде банковского кредита оказалось отсутствие необходимости в таковом (61.7%).

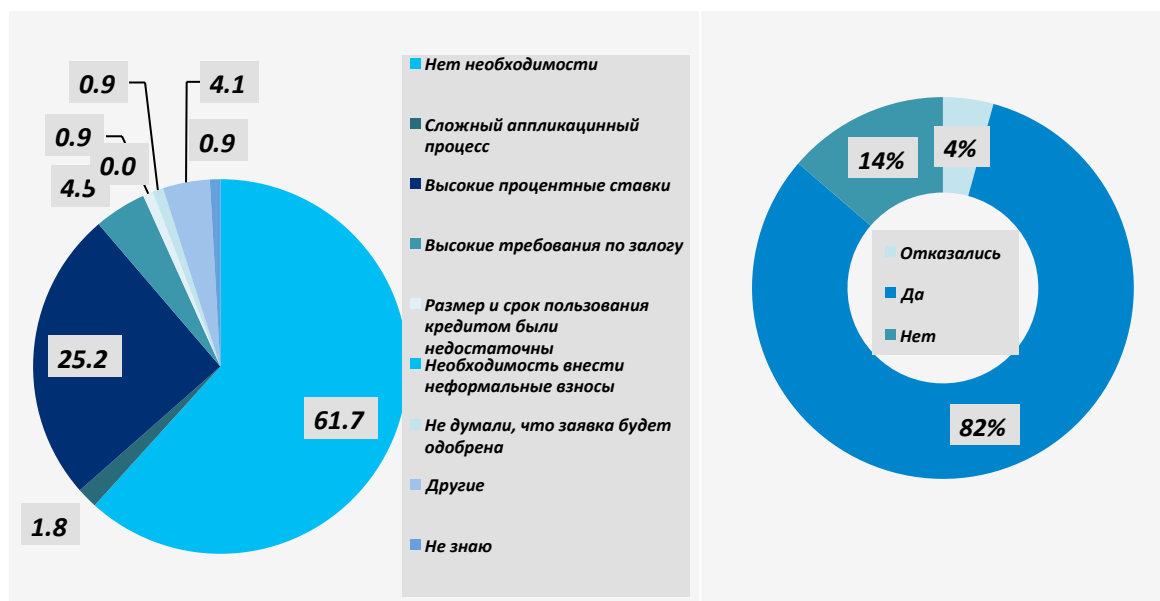


Рисунок 16: Основные причины неиспользования банковских кредитов/ссуд

Рисунок 17: Необходимость обеспечить залог для получения последней кредитной линии/ссуды  
Источник: Расчеты авторов по данным обследования ВЕЕПС

Таким образом, получается, что 80% финансовых ресурсов, необходимых для функционирования компаний, привлекается за счет внутренних источников из-за нежелания руководителей расширять доступ к внешнему финансированию. Оказывается, что проблема высоких процентных ставок, которая чаще всего звучит, когда речь заходит о внешнем финансировании не является доминирующей, и причину необходимо искать намного глубже. Следовательно, возникает два ключевых момента, которые требуют объяснения. Во-первых, необходимо найти мотив, который заставляет

высшее руководство организаций заявлять, что необходимости во внешнем финансировании нет. Во-вторых, необходимо определить и детально рассмотреть возможные препятствия, стоящие у фирм на пути. Возможные причины нежелания фирм привлекать внешние источники финансирования были разделены на 3 группы: причины институционального характера, причины макроэкономического характера, в отдельную группу была выделена проблема высоких процентных ставок.

### Институциональные причины

Наличие сильных институтов, функционирующих в пределах страны, всегда являлось необходимым условием для развития экономики. В случае Республики Беларусь наблюдается слабая развитость финансовых институтов, которые бы способствовали развитию потенциала организаций и экономики в целом. Таким образом, нет свободного и беспрепятственного доступа к внешним источникам финансирования и перемещению капитала.

С точки зрения предприятий (WEF) уровень развитости финансовых рынков в Республике Беларусь находится немногим ниже среднего (на отметке 3.7 по семи балльной шкале). 29.2% опрошенных определили уровень развития как средний, 42.5% дали ответ ниже среднего и 28.3% - выше среднего.

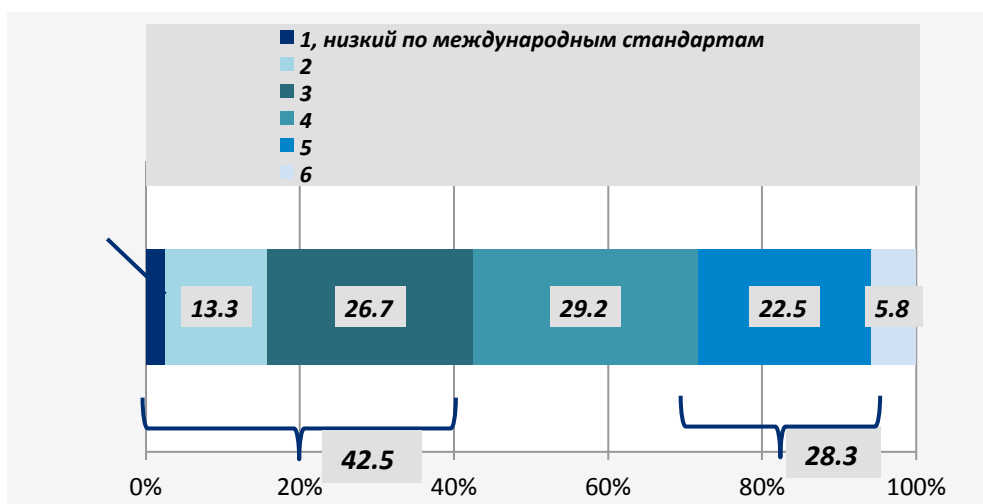


Рисунок 18: Ответ на вопрос «Как бы Вы оценили уровень развитости финансовых рынков в Вашей стране?»

Источник: Расчеты авторов по данным опроса руководителей компаний в рамках WEF

45.7% опрошенных считают, что в Республике Беларусь финансовый сектор предоставляет выбор финансовых продуктов и услуг для бизнеса на уровне выше среднего, еще 22.9% - на среднем уровне.

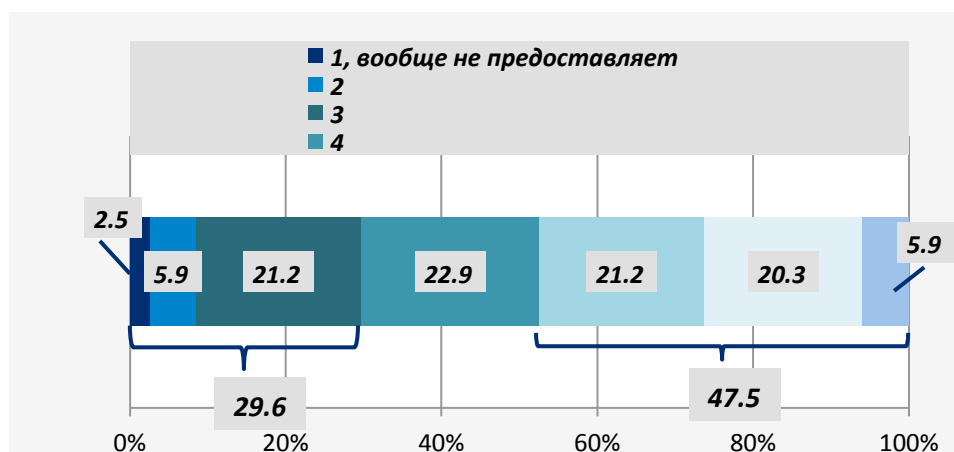


Рисунок 19: Ответ на вопрос «Предоставляет ли финансовый сектор в Вашей стране широкий выбор финансовых продуктов и услуг для бизнеса?»

Источник: Расчеты авторов по данным опроса руководителей компаний в рамках WEF

В то же время на вопрос «в какой мере конкуренция между поставщиками финансовых услуг в стране обеспечивает предложение финансовых услуг по доступным ценам?» 37.3% респондентов дали ответ «ниже среднего». 27.1% опрошенных считают, что конкуренция обеспечивает доступность финансовых услуг на среднем уровне и 35.6% - на уровне выше среднего. Таким образом, можно предположить, что в стране не существует конкуренции между финансовыми организациями на должном уровне, благодаря которой были бы достигнуты оптимальные для всех организаций цены.

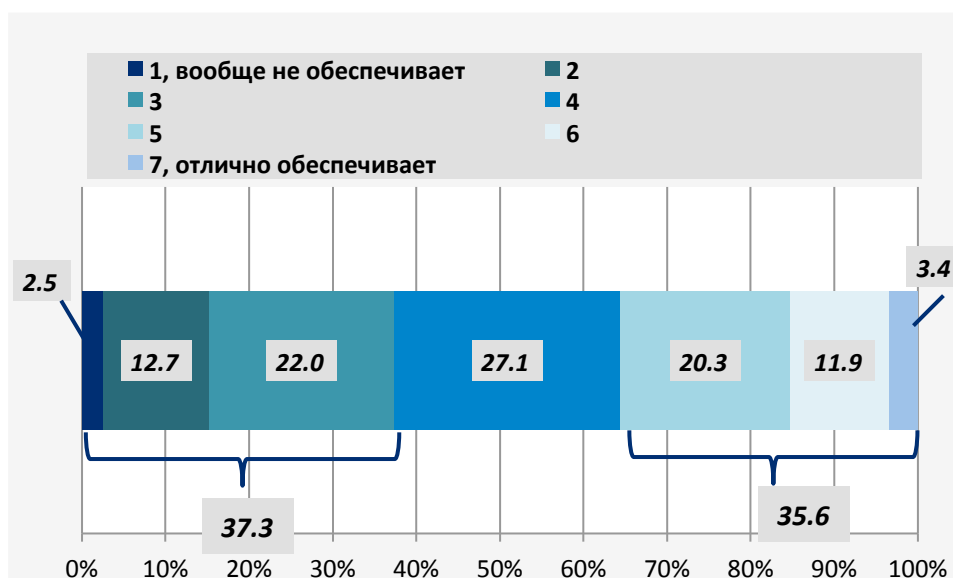


Рисунок 20: Ответ на вопрос «В какой мере конкуренция между поставщиками финансовых услуг в Вашей стране обеспечивает предложение финансовых услуг по доступным ценам?»

Источник: Расчеты авторов по данным опроса руководителей компаний в рамках WEF

59.2% организаций доверяют банкам и считают их надежными на уровне выше среднего. 20.8% менеджеров доверяют банкам в средней степени. Таким образом, недоверие к банковской системе не является одним из барьеров, мешающих предприятиям получить внешнее финансирование, о чем также свидетельствовали рисунки 8-9.

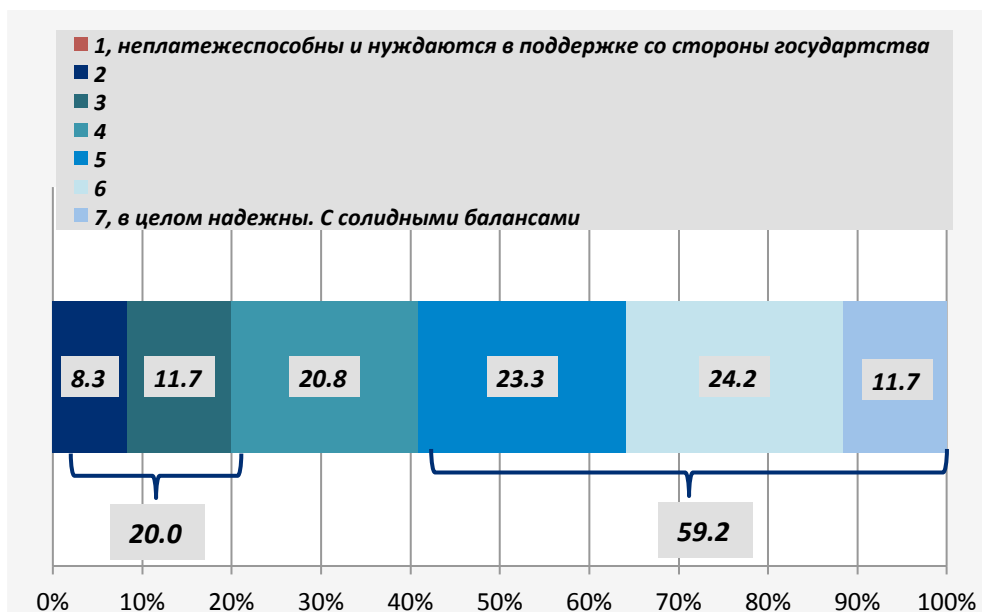


Рисунок 21: Ответ на вопрос «Как бы Вы оценили надежность банков в Вашей стране»  
 Источник: Расчеты авторов по данным опроса руководителей компаний в рамках WEF

Развитие фондового рынка республики в течение последних лет является неизменным приоритетом при разработке мер экономической политики. Следовательно, увеличение объема финансовых средств, получаемых за счет фондового рынка, является привлекательной целью. Тем не менее, достигнуть желаемого уровня до сих пор не удалось. Согласно обзору WEF 2012, отвечая на вопрос «насколько сложно получить денежные средства за счет эмиссии акций?», 20.66 % респондентов отметили средний уровень сложности, 56,2% ответили, что этот процесс является сложным (с ответами 1,2,3) и лишь 14.88 % сказали, что легко.

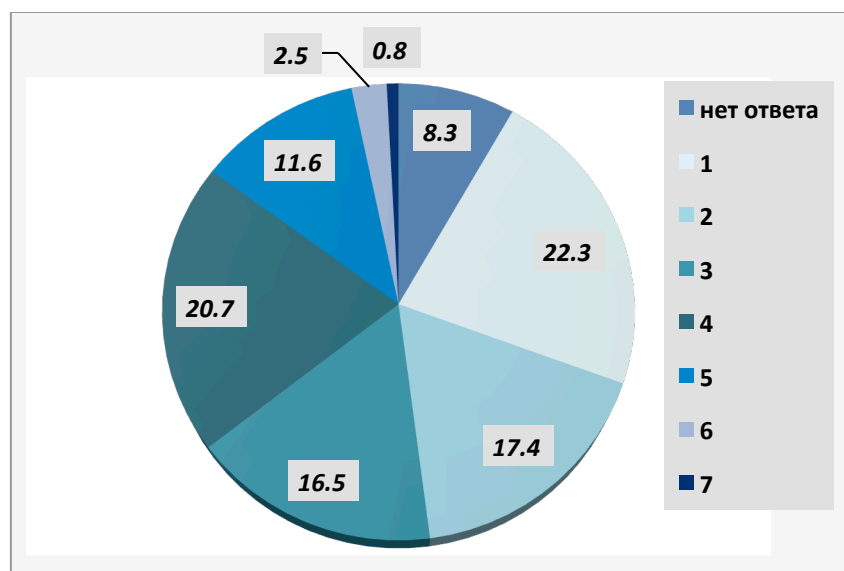


Рисунок 22: Барьеры при получении финансирования за счет эмиссии акций  
 Примечание: 1-очень сложно, 7-очень просто  
 Источник: Расчеты авторов по данным опроса руководителей компаний в рамках WEF

Тем не менее, с точки зрения предприятий, регулирование и надзор за оборотом ценных бумаг находится на уровне выше среднего (44.6%). Что касается законодательной защиты интересов миноритарных акционеров, то, по мнению

респондентов, она обеспечивается на уровне немногим выше среднего (отметка 4.3 по семибалльной шкале, где 1 означает, что акционеры вообще не защищены, 7 – полностью защищены).

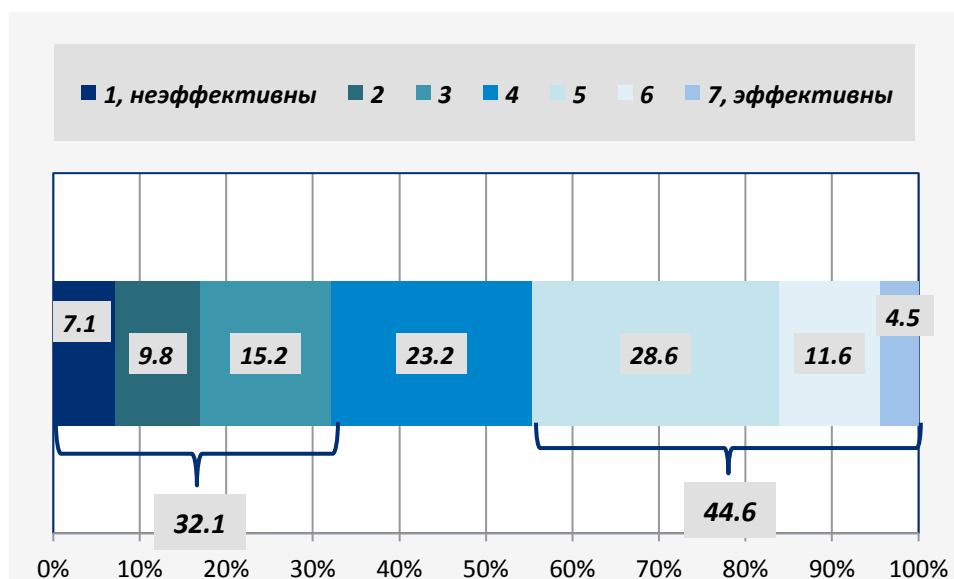


Рисунок 23: Ответ на вопрос «Как бы Вы оценили регулирование и надзор за оборотом ценных бумаг в Вашей стране?»

Источник: Расчеты авторов по данным опроса руководителей компаний в рамках WEF

Стоит также обратить внимание и на то, что 21% респондентов из числа представителей МС бизнеса считают, что для них существуют неравные условия ведения бизнеса по сравнению с государственным сектором.

Таблица 2 – Результаты опроса

2. В каких сферах, по Вашему мнению, предприниматели ощущают неравные условия ведения бизнеса по сравнению с государственным сектором?		
Доступ к кредитным ресурсам	86	21.0*

Примечание: \* здесь и далее частота – это процент респондентов отметивших тот или иной вариант ответа в условиях, когда можно было выбрать несколько вариантов.

Источник: Опрос «Развитие малых и средних предприятий Беларуси»

Таким образом, развитие финансовых институтов является одной из передовых задач в трансформационном процессе. Согласно полученным результатам, все еще актуальными вопросами остаются вопросы развития законодательной базы в области защиты интересов миноритарных акционеров, регулирования оборота ценных бумаг и работы фондовой биржи, а также вопросы повышения конкуренции между поставщиками финансовых услуг.

### Макроэкономические причины

Макроэкономическая ситуация в стране во многом определяет денежно-кредитную политику государства. В соответствии с ней меняются условия получения финансирования. Например, от ставки рефинансирования будет зависеть цена на кредитные ресурсы, от нормы резервных требований – предложение денег, от состояния счета платежного баланса – возможность кредитования в валюте и т.д.

Согласно мониторингу предприятий реального сектора экономики Республики Беларусь в апреле 2014 г ухудшение условий кредитования в части стоимости кредитов



отметили 35.7% предприятий (36.9% в марте 2014 г.). На ухудшение условий предоставления кредитов (законодательно закрепленные требования к платежеспособности предприятий и необходимость обеспечения кредитов залогами, гарантиями и поручительством) указали 27.3% респондентов (в марте – 28.6%). А по мнению 15% участников мониторинга (в марте – 15.7%) условия кредитования ухудшились в части размеров (максимально возможная сумма предоставляемого кредита).

### Ухудшившиеся условия кредитования

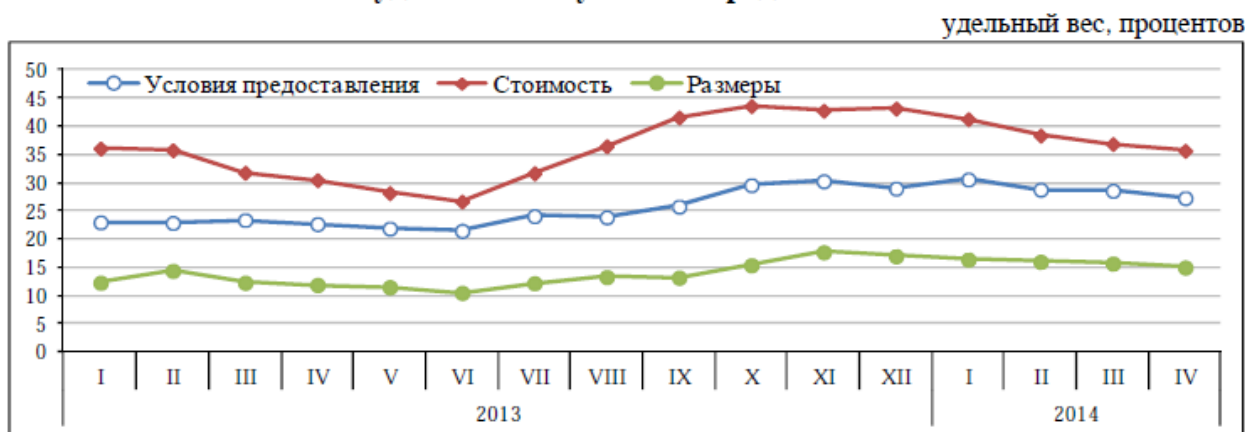


Рисунок 24: Ухудшившиеся условия кредитования, апрель 2014 г.  
Источник: Мониторинг предприятий реального сектора экономики Республики Беларусь

Изначально стоит рассмотреть характеристику организаций, которые формируют ВВП страны. По состоянию на 1 января 2013 года на государственную форму собственности приходилось 13.4% организаций, на частную – 82.6% (из них организаций с долей государственной собственности – 1.3% и организаций с долей иностранной собственности - 4.3%) и 4% - на иностранную форму собственности.

3.1% составляли акционерные общества, ООО – 30.3%, ОДО – 5.6%, унитарные организации – 40.1%.

34.5% организаций располагаются в городе Минске и 16.8% - в Минской области, на каждую из остальных областей приходится 8-10%.

Согласно доступной статистике, по состоянию на 2012 год 67.2% фирм являлись микроорганизациями и малыми организациями (57.7% - микроорганизации и 9.5% - малые организации). При этом 76.1% всех организаций, зарегистрированных в городе Минск, являлись микроорганизациями (по Минской области - 69.8%).

Анализ используемых источников финансирования в разрезе размера предприятий на основании данных ВЕЕПС показал, что внутренний источник финансовых средств является более значимым именно для предприятий малого и среднего бизнеса. Малые предприятия берут кредиты у банковского сектора реже, чем средние и крупные фирмы, а предприятия среднего бизнеса и вовсе не получают финансирования за счет фондового рынка.

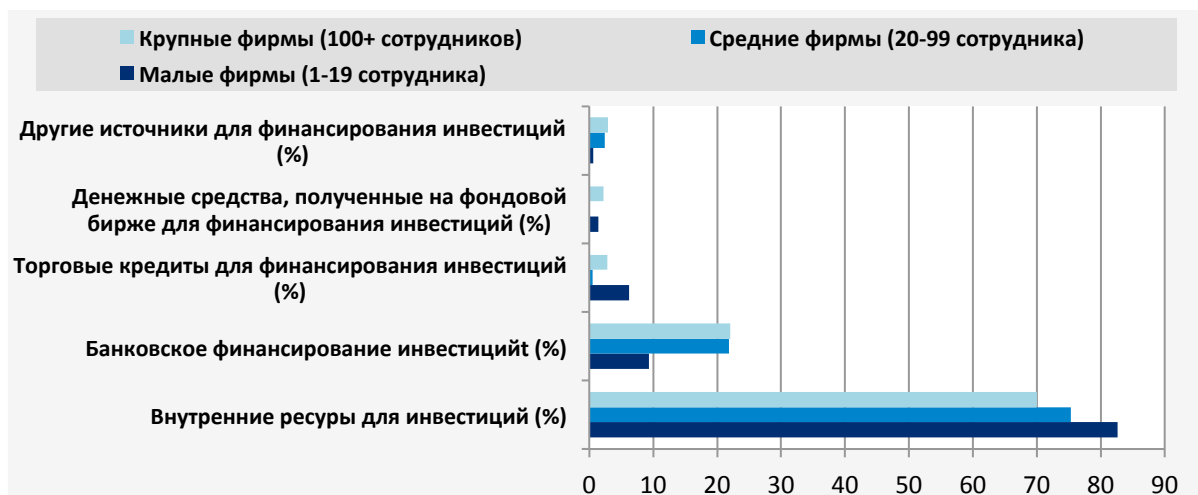


Рисунок 25: Структура источников денежных средств для финансирования инвестиций в разрезе фирм

Источник: Расчеты авторов по данным обследования ВЕЕПС

В силу того, что для Республики Беларусь, банковский кредит является наиболее распространенным видом внешнего финансирования, целесообразно более детально рассмотреть возможные препятствия, останавливающие организации пользоваться кредитными ресурсами.

Согласно проведенному анализу на основании данных ВЕЕПС, наибольшую потребность во внешних финансовых ресурсах отмечают малые предприятия с численностью от 5 до 19 человек. Их количество составляет 66.3% от общей численности организаций, испытывающих такую необходимость.

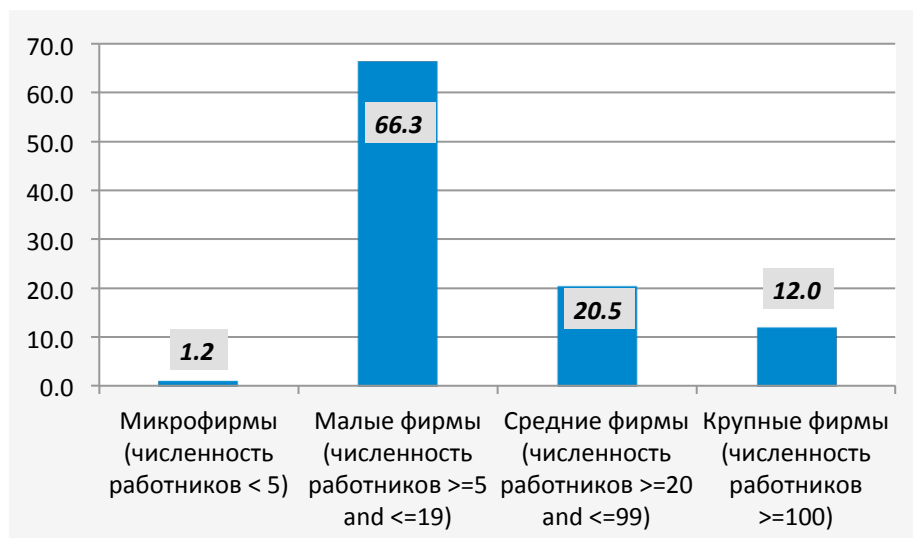


Рисунок 26: Структура предприятий согласно размеру, испытывающих потребность в дополнительном финансировании

Источник: Расчеты авторов по данным обследования ВЕЕПС

37.4% организаций, которые отметили потребность в банковском кредитовании, не подавали аппликационную заявку на получение заемных средств. Во многом причиной данного феномена является различие в размерах организаций и форме собственности.

Согласно данным обследования ВЕЕПС, наибольший процент таких предприятий, которым необходимо внешнее финансирование со стороны банковского сектора, но

которые не пытались его получить, наблюдается среди малых предприятий (66.3%), затем идут средние предприятия (20.5%). Среди крупных организаций таких насчитывалось лишь 12.1%. Выборку составили 1.9% микроорганизаций, 52.5% малых организаций, 27.5% средних и 18.3% крупных.

Наибольшую долю фирм, которые ощущают необходимость внешнего финансирования со стороны банковского сектора, но не подавали заявку на его получение, составляют предприятия негосударственной формы собственности - 92.7%. В свою очередь, среди частных фирм, наибольшую долю таких организаций (76.1%) составляют предприятия, 100% уставного фонда которых принадлежит белорусским предпринимателям, компаниям или организациям. Стоит отметить также, что доля предприятий, которым необходимо было внешнее финансирование, но которые, несмотря на это, не обращались в банки, выше всего среди фирм, в уставном фонде которых иностранные предприниматели, компании и организации не имеют ни одного процента. Среди предприятий, испытывающих потребность в финансировании, фирм без иностранного капитала было 90.2%.

Таким образом, наблюдается ряд противоречий. Во-первых, в Минске и Минской области сеть финансовых учреждений наиболее разветвлена. Однако доля предприятий, испытывающих потребность в финансировании, но не обращающихся в банки, здесь выше, чем в других регионах. Это явление объясняется тем, что в Минске выше доля микро- и малых организаций, которые испытывают наибольшие трудности с получением кредита.

Во-вторых, удельный вес унитарных предприятий все еще высок, что не дает им возможности привлекать дополнительные финансовые ресурсы со стороны фондовой биржи.

В-третьих, несмотря на то, что на государственную форму собственности приходится всего лишь 13.4% общего количества организаций, большее количество из них подают заявки на кредиты, которые удовлетворяются с помощью административных механизмов. К таким административным механизмам относятся: заниженные процентные ставки, секторные программы, прямые указы и иные законодательные акты. В соответствии с официальной статистикой<sup>8</sup>, на 1 июня 2014 года организациям государственной формы собственности было выдано 130 663.1 млрд. руб. (в национальной и иностранной валюте), а организациям частной формы собственности - 146 219.8 млрд. руб. Требования банковского сектора к нефинансовым организациям были выше для государственной формы собственности – см. рисунок 28.

Анализ сложившихся тенденций позволил выявить, что преобладают кредитные вложения краткосрочного характера. Как было отмечено ранее, организации чаще предпочитают обращаться за внешним финансированием (в банк за кредитами) в случаях более долговременной потребности (например, для покупки ОС). В условиях Республики Беларусь данный фактор также может выступать в качестве одной из макроэкономических причин, сдерживающих организации от расширения финансирования. После кризиса 2011 г. белорусская экономика не характеризуется как стабильная, что предполагает высокую степень риска и неопределенности. Это в конечном итоге приводит к сдерживанию кредитования на долгосрочной основе.

Анализ динамики проблемных кредитов банков позволил выявить, что государственные организации имеют больший объем задолженности перед банками, несмотря на то, что им было выдано кредитных ресурсов в меньшем объеме и на их долю приходится лишь 13.4% общего количества организаций. В силу того, что

---

<sup>8</sup>Бюллетень банковской статистики, издаваемый ежемесячно Национальным банком. № 5 (179)

краткосрочные кредитные вложения банков превалировали над долгосрочными, в общем объеме проблемных кредитных обязательств краткосрочные обязательства доминировали. Объем краткосрочной задолженности больше у государственных организаций, объем долгосрочной – у частных.

Макроэкономическая стабильность определяет тактику и стратегию поведения финансовых организаций. Именно она заставляет выдвигать высокие требования по обеспечению кредитов и отчасти устанавливать высокие процентные ставки как плату за высокую степень риска. К тому же в Республике Беларусь еще не сформирована четкая и прозрачная система, которая бы позволяла отслеживать кредитную историю организации. Не существует системы, которая позволяла бы фирмам накапливать «бонусы» за полностью выплаченные в срок кредиты и получать более выгодные условия кредитования при следующем обращении.

### *Проблема высоких процентных ставок*

Представители белорусского бизнеса считают высокие процентные ставки одной из ключевых преград для получения внешнего финансирования. Данная проблема выделена в особую группу проблем, как симбиоз макроэкономических и институциональных факторов. С одной стороны, высокая инфляция в стране в течение последних лет - это макроэкономическая проблема. Ставка рефинансирования, которая автоматически влияет на процентные ставки по кредитам, является одним из инструментов регулирования инфляционных процессов. С другой стороны, озвученная проблема носит институциональный характер, так как процентные ставки в меньшей мере формируются на основании рынка, а больше зависят от структурных особенностей экономики Беларуси и инструментов по ее управлению.

С первого взгляда может показаться, что проблема высоких процентных ставок - самый главный и единственный барьер, удерживающий предприятия от получения кредитов, так как именно процентные ставки являются выражением стоимости кредитных ресурсов.

С точки зрения предприятий так и есть. Свидетельством данного факта могут быть результаты нескольких опросов.

Согласно опросу «Развитие малых и средних предприятий Беларуси», 55.8 % респондентов считают, что ставки на заемные средства со стороны банков и других финансовых организаций усложняют успешное ведение бизнеса. Согласно данным опроса ВЕЕPS, репрезентативную выборку которого составляли компании всех размеров, лишь 25.2% респондентов назвали высокие процентные ставки в качестве основной проблемы. Данное расхождение можно объяснить тем, что высокие процентные ставки составляют особенно важную преграду для развития именно малого и среднего бизнеса.

К тому же предприятия Мис бизнеса считают, что задача по снижению процентных ставок и упрощению доступа к финансовым/кредитным ресурсам является важной для решения на государственном уровне (средний бал по ответу - 2.84).

Таблица 3 – Результаты опроса

1. Какие внешние факторы мешают Вам в успешном ведении бизнеса? («-5» – «крайне усложняет», «0» – «не имеет значения», «5» – «очень помогает»)														
	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5	НЗ/30	Все го	Средний балл
Ставки на заемные средства со стороны банков и других финансовых организаций	14.9	5.9	14.7	12.2	8.1	28.4	3.2	3.2	4.2	2.0	2.0	1.5	100	-1.37
3. Проранжируйте важность решения на государственном уровне следующих задач: («1» – «Очень важная проблема», «6» – «Проблема не столь актуальна»)														
Снижение процентных ставок и упрощение доступа к финансовым/кредитным ресурсам							25.6	21.9	21.1	11.6	14.3	6	100	2.84
												5.7		

Источник: Опрос «Развитие малых и средних предприятий Беларуси»

В Республике Беларусь проблема высоких процентных ставок озвучивается довольно часто в силу одной из особенностей белорусской экономической модели – относительно высокой инфляциогенности. Предприятия, прослеживая последовательность действий национального банка по сдерживанию инфляции (политика дорогих денег – рост ставки рефинансирования – рост процентных ставок по кредитам) начинают чувствовать, что они просто не могут позволить себе приобретать такие дорогие внешние источники финансирования.

Тем не менее, согласно официальной статистике, процентные ставки по кредитам зависят не только от ставки рефинансирования (рисунок 27). В течение января-марта средняя ставка рефинансирования оставалась неизменной (23.5% годовых), в то время как средние процентные ставки по новым кредитам банков в белорусских рублях снизились на 5.6 п.п. с 45.9% годовых до 40.3%.

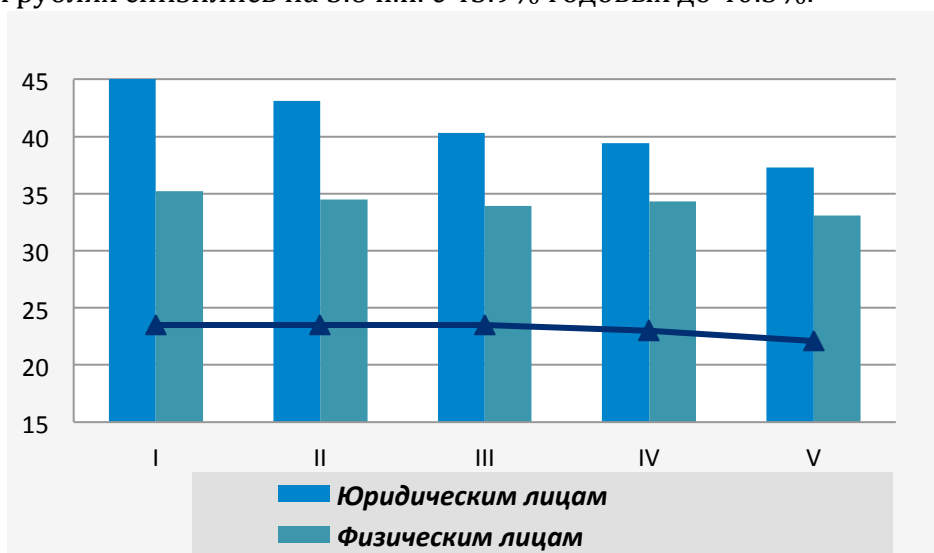


Рисунок 27: Зависимость между средними процентными ставками по новым кредитам банков в белорусских рублях и средней ставкой рефинансирования<sup>9</sup>

Источник – Бюллетень банковской статистики, выпуск №5 (179) 2014 г. стр. 25

<sup>9</sup>Без учета кредитов, предоставленных на льготных условиях по решениям Президента Республики Беларусь, Правительства Республики Беларусь  
См. [http://www.nbrb.by/publications/bulletin/Bulletin\\_2014\\_05.pdf](http://www.nbrb.by/publications/bulletin/Bulletin_2014_05.pdf)

Одной из задач исследования было показать, что на самом деле проблема высоких процентных ставок не является ключевой. В условиях крайней необходимости внешнего финансирования данный фактор не выступит в качестве барьера. Согласно рисунку 28, объем требований к государственным и другим нефинансовым организациям со стороны банковского сектора увеличивался, несмотря на поведение средних процентных ставок по кредитам. На данном рисунке очередной раз подтверждается, что тренды средней ставки рефинансирования и средних процентных ставок по кредитам банков могут не совпадать.

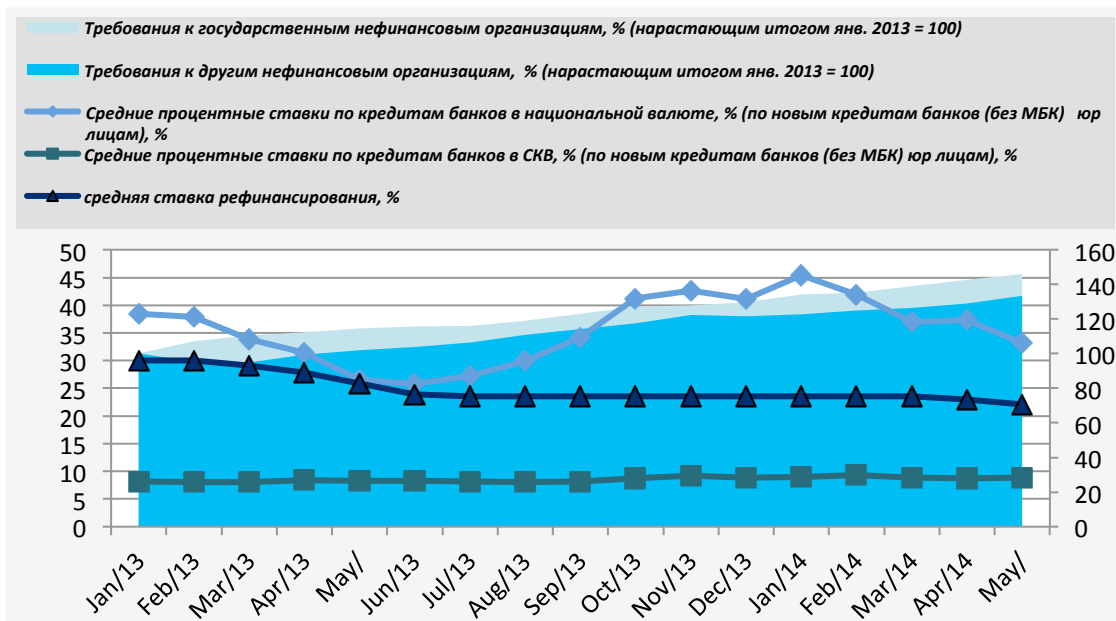


Рисунок 28: Зависимость между средними процентными ставками по кредитам банков (левая ось) и требованиями к государственным и другим нефинансовым организациям (правая ось)  
 Источник – Бюллетень банковской статистики, выпуск №5 (179) 2014 г. стр. 25

Таким образом, с учетом макроэкономических и институциональных причин неразвитости финансовых рынков в стране можно сделать более точный вывод о том, почему белорусские предприятия предпочитают внутренние источники финансирования внешним. Во-первых, высокая инфляция создает ложное представление о процентных ставках как о главном барьере на пути к внешнему финансированию. Во-вторых, неразвитость фондового рынка, законодательства в сфере защиты прав миноритарных акционеров выступают сдерживающими факторами для развития небанковских инструментов заимствования. В-третьих, распределение белорусских предприятий по формам собственности, размерам и местоположению также препятствуют полноценному использованию внешних финансовых ресурсов. Таким образом, все вышеперечисленное значительно сокращает возможности развития потенциала организаций и как следствие наносит убытки белорусской экономике.

### Эконометрический анализ

В предыдущем разделе был дан анализ основных показателей, характеризующих развитость финансовых рынков Беларуси. Он показал, что основным источником финансирования являются внутренние ресурсы организаций и объяснил причины такого положения. В то же время, улучшение доступа к внешнему финансированию

явилось бы ключевым фактором для устойчивого развития предприятий и реализации их потенциала.

Данный раздел содержит результаты кроссекционного анализа данных белорусских предприятий на основе обзора BEEPS 2013 г.<sup>10</sup> Они показывают, что существует необходимость принятия мер экономической политики, направленных на развитие финансовых рынков страны. Развитие фондовых рынков будет иметь положительное влияние на объем продаж на предприятиях и рост производительности труда, а также на загрузку производственных мощностей.

Рассмотрим эти возможности более подробно.

Показателями, которые наилучшим образом характеризуют, насколько успешно организация использует внешние финансовые ресурсы, являются объем инвестиций в основной капитал за счет каждого из доступных источников: а) кредиты, привлекаемые от банковского сектора, б) кредиты от других организаций небанковского сектора, в) торговые кредиты, г) денежные ресурсы, полученные на фондовой бирже. В условиях развитости финансовых рынков в стране предприятиями широко используются денежные средства, привлеченные от организаций небанковского сектора и за счет фондовой биржи. В Республике Беларусь, как отмечалось ранее, фондовая биржа обеспечивает в среднем 1.1% всех инвестированных денежных средств, организации небанковского сектора - 1.2%, банки - 16.2%. Названные показатели выступают в роли объясняющих переменных.

Таблицы 3 и 4 отображают дескриптивные статистики всех доступных источников, использующихся для инвестиций в основной и оборотный капитал. Анализ показывает, что процент финансовых ресурсов, полученных за счет таких источников как внутренние ресурсы, торговые кредиты и другие источники финансирования (неформальные займы), выше в том случае, если целью является пополнение оборотного капитала. Кредиты от банковского и небанковского секторов, в свою очередь, в большем объеме используются для инвестиций в основной капитал.

Таблица 3 – Дескриптивные статистики структуры инвестиций в основной капитал

Переменная	N	$\mu$	$\sigma$	Min	Max
Внутр	163	78.75	32.16	0	100
Фонд_бр (Equity)	163	1.07	6.45	0	60
Банк (Bank)	163	14.33	27.70	0	100
Не_банк (non_bank)	163	1.20	8.90	0	100
Торг_кр	163	3.69	13.33	0	100
Др	163	0.95	5.54	0	50

Примечание:  $\mu$ - среднее значение,  $\sigma$ - стандартное отклонение, N - количество наблюдений.

<sup>10</sup> В ходе опроса было опрошено 360 предприятий, 34.4% которых функционирует в сфере торговли, 32.5% - в производственной сфере и 33.1% - в других секторах экономики. Выборка состоит из 54.2% малых предприятий (5-19), 27.5% - средних (20-99) и 18.3% крупных (100+). 30.3% предприятий зарегистрировано в Минске, 13.6% - в Брестской области, 11.7% - Гомельской, 13.3% - Гродненской, 9.7% - Могилевской, 12.2% - Минской и 9.2% - Витебской.

Таблица 4 – Deskриптивные статистики структуры инвестиций в оборотный капитал

Переменная	N	$\mu$	$\sigma$	Min	Max
Внутренние фонды/Нераспределенная прибыль	339	80.44	28.92	0	100
Займы у банков (частных и государственных)	339	11.16	22.12	0	100
Займы у небанковских финансовых институтов	339	0.91	6.47	0	80
Торговые кредиты	339	5.79	15.52	0	100
Другие (друзья, родственники)	339	1.70	9.81	0	100

Примечание:  $\mu$ - среднее значение,  $\sigma$ - стандартное отклонение, N - количество наблюдений.

В роли зависимых переменных выступают рост продаж на предприятиях, рост производительности труда и показатель загрузки производственных мощностей. Рост продаж показывает процентное изменение объема продаж за 2009 - 2012 фискальный год. Период времени в 3 года обусловлен имеющимися статистическими данными, к тому же он позволяет сгладить периодические колебания в продажах, выявить среднесрочную тенденцию, но достаточно короткий, чтобы ожидать серьезных структурных изменений на рынке.

Контрольными переменными выступают следующие показатели: 1) фиктивные переменные, характеризующие отраслевую принадлежность компании: промышленность, строительство, продажи, транспорт, другие виды сервиса (сюда относятся фирмы, которые занимаются гостиничным и ресторанным бизнесом, автосервисом, работают в IT-сфере, занимаются почтовыми услугами и услугами телекоммуникаций), 2) возраст фирмы, 3) размер, 4) форма собственности, 5) переменная, характеризующая объем экспортных поставок компании, 6) фиктивная переменная, определяющая место регистрации фирмы в Минске.

#### Влияние на рост продаж

На первом этапе было проанализировано влияние различных источников финансирования инвестиций в основной капитал на рост продаж предприятий в исследуемой выборке.

Положительная корреляция выявлена между объемом инвестиций в основной капитал со стороны небанковского сектора и ростом продаж фирм (таблица 6). В уравнениях, представленных в таблице 6, основная переменная, отражающая степень развитости рынка небанковского финансирования является значимой на уровне 1%. Уравнением, имеющим наилучшие характеристики, оказалось уравнение под номером 6. Для того чтобы избежать возможности появления признаков пространственной корреляции, стандартные ошибки были сглажены с учетом 7 регионов Республики Беларусь (Брестская обл., Гродненская обл., Минская обл., Могилевская обл., Витебская обл., Гомельская обл., г. Минск). Согласно полученным результатам, увеличение объема дополнительных внешних ресурсов от организаций небанковского сектора на 1 п.п.



приводит к росту продаж в среднем примерно на 7.3% в течение 3 лет<sup>11</sup>. Из данных таблицы 6 также следует, что на положительную динамику роста продаж влияние оказывает также государственная форма собственности организации (переменная статистически значима на уровне 5%). Исходя из полученного уравнения, увеличение государственной доли на 1 п.п. в уставном фонде предприятия приводит к росту продаж на 1%, в то время как для частного сектора этот показатель почти в 2 раза ниже – 0.6% (переменная *Pr\_dom* значима на 1% уровне). При увеличении косвенного экспорта в доле продаж на 1 п.п. могут быть получены дополнительные 1.5% роста продаж. Следует также отметить, что размер компаний не оказывает значительного влияния на исследуемый показатель в случае финансирования инвестиций со стороны небанковского сектора.

Из эконометрического анализа следует также, что существует положительная корреляция между величиной денежных средств, направленных на приобретение более ликвидных основных средств (машин, оборудования, станков) и ростом продаж компаний (таблица 7). Коэффициент в данном случае составляет примерно 1%. Независимая переменная, *lnInvest*, оказалось значимой на 1% уровне. Отраслевые переменные по промышленности, строительству и продажам оказались значимыми на 5 и 10% уровнях. Более сильное влияние на рост продаж оказывает финансирование ОС в строительной сфере – 0.61%. Форма собственности, размер компании и возраст не оказывают существенного влияния. В представленном уравнении также были сформированы 7 кластеров по такому признаку как регион регистрации фирмы.

В ходе исследования обнаружена отрицательная корреляция инвестиций, финансируемых банковским сектором, на рост продаж предприятия. Это можно объяснить низкой эффективностью кредитования в рамках государственных программ, о чем свидетельствует обзор результатов исследований по данной проблеме<sup>12</sup>.

Финансированием государственных программ занимаются как государственные банки, на долю которых в 2013 г. приходилось 78.6% совокупного уставного фонда банковского сектора, так и созданный в 2012 г. «Банк развития Республики Беларусь», целью которого является совершенствование финансирования государственных программ и социально значимых инвестиционных проектов. В 2013 г. Банк развития приобрел активы государственных банков, сформированные при кредитовании государственных программ и мероприятий, на сумму в размере 5,1 трлн. рублей<sup>13</sup>.

### *Влияние на рост производительности*

Результаты анализа выявили существование положительной корреляции между величиной денежных средств, полученных на приобретение основных фондов от организаций небанковского сектора, и ростом производительности фирмы. С учетом вида деятельности предприятия, величины, возраста и формы собственности, при прочих равных условиях других переменных, увеличение объема заимствованных денежных средств от организаций небанковского сектора в основные средства на 1 п.п. приводит к росту производительности труда на предприятии примерно на 1.5% в

<sup>11</sup>Следует учесть, что в ряде уравнений *t*- и *F*-статистики представлены при невыполненной предпосылке о нормальности распределения ошибок. Это обусловлено наличием значительного количества пропусков ответов и ограниченных возможностей трансформации переменных, поскольку многие ответы указывают нулевые значения.

<sup>12</sup>Более детально озвученный вопрос рассматривается в исследовании Владимира Валетко и Сержа Навродского, экспертов CASE, в рамках проекта "Capital and labour market in Belarus: equal status for long run growth".

<sup>13</sup>Аналитическое обозрение «Финансовая стабильность в Республике Беларусь, 2013 г.», Национальный банк Республики Беларусь. См. <http://www.nbrb.by/publications/finstabrep/>

течение 3 лет (таблица 8). Основная объясняющая переменная, *pop\_bank*, оказалось значимой на 1% уровне только при условии формирования кластеров по 7 регионам. Из данных таблицы 8 также следует, что на положительную динамику роста производительности позитивное влияние оказывает форма собственности предприятий. Стоит ожидать более динамичного роста производительности у компаний с большей долей государства, переменная статистически значима на уровне 1%. Также позитивное влияние оказывает тот факт, что фирма часть своей продукции реализует путем косвенного экспорта (переменная значима на 10% уровне). В то же время, стоит отметить, что несмотря на незначимость отраслевых переменных, можно сделать предположение, что существует специфика в способе финансирования инвестиционных проектов в строительной сфере, в сфере продаж. К такой специфике относится, например, субсидирование или ограничение затрат на инвестиции (отрицательная корреляция). В то же время в промышленности и некоторых сферах услуг, под которыми подразумеваются такие сферы как информационные технологии, почта, телекоммуникации, автосервис и др., инвестиции в основной капитал означают повышение производительности труда на этих предприятиях.

При изучении характера связи между объемом банковских кредитов и ростом производительности фирмы выявлено, что коэффициент при независимой переменной (*Bank*) не оказывает какого-либо влияния на зависимую переменную (*prod\_gr*).

Далее в качестве объясняющей переменной была проанализирована сумма инвестиций, полученных на фондовом рынке. Результаты свидетельствуют, что для рассмотренной репрезентативной выборки фирм увеличение объема денежных средств, полученных на фондовом рынке на 1 п.п. приводит к росту производительности предприятия в среднем приблизительно на 0.9% в течение 3 лет (таблица 9). Основная независимая переменная, *Equity*, оказалось значимой на 10% уровне только при формировании кластеров по 7 регионам. Из данных таблицы 9 также следует, что на предприятиях государственной формы собственности при получении инвестиций за счет фондовой биржи производительность труда растет в 3 раза быстрее, чем на частном предприятии. Возможно, это связано с большей активностью на фондовой бирже именно государственных предприятий или предприятий с долей государства (переменные статистически значимы на 1% и 5% уровнях). Положительная динамика роста производительности при увеличении объема денежных средств, полученных за счет фондовой биржи, наблюдается на средних предприятиях, в то время как на крупных предприятиях наблюдается отрицательная (переменные статистически незначимы). Согласно полученным результатам, в строительной сфере и сфере продаж, существует отрицательная динамика роста продаж в случае получения инвестиций путем продажи акций. В других отраслях, напротив, выявилось положительное влияние (отраслевые переменные статистически незначимы). Переменная косвенного экспорта (значима на уровне 5%) оказывает положительное влияние на рост производительности.

#### *Влияние на загрузку производственных мощностей*

Согласно уравнению, представленному в таблице 10, положительная корреляция между объемом банковского финансирования и загрузкой производственных мощностей существует только при инвестициях со стороны банковского сектора. В остальных случаях наблюдается отрицательная динамика. Для рассмотренной репрезентативной выборки фирм увеличение объема заимствованных денежных средств от организаций банковского сектора на 1 п.п. приводит к повышению загрузки

производственных мощностей в среднем на 0.2%. Переменная Bank является значимой на 1% уровне. Отраслевая принадлежность, размер компаний и доля экспорта в объеме продаж существенного значения не имеют, в отличие от возраста и места регистрации. Из результатов эконометрического анализа следует, что при увеличении банковского финансирования на 1 п.п, загрузка производственных мощностей в среднем увеличивается приблизительно на 15.4% для предприятий, чей возраст превышает 10 лет (переменная статистически значима на уровне 1%). Данный факт может быть объяснен за счет того, что организации, существующие на рынке свыше 10 лет, имеют больше шансов получить банковский кредит. К тому же полученное финансирование, направленное на обновление и модернизацию основных средств, эксплуатирующихся более длительный период времени, позволяет значительно увеличить их загрузку. Напротив, негативная динамика загрузки производственных мощностей при увеличении объемов банковского кредитования отмечается на предприятиях, зарегистрированных в городе Минске (переменная статистически значима на уровне 1%). Увеличение инвестиций в основные фонды со стороны банковского сектора на 1 п.п. может привести к снижению загрузки производственных мощностей на 13.7%. Такой результат получен, скорее всего, из-за специфики инвестирования в силу того, что износ основных средств в г. Минске ниже, чем по республике в целом.

Также был проведен анализ влияния различных внешних источников финансирования инвестиций на количество рабочих часов в неделю, в течение которых функционирует организация, но значимые результаты получены не были.

Таким образом, подтверждается тот факт, что развитие финансовых рынков – это один из первоначальных и центральных шагов при трансформации экономики, на который указывает экономическая теория, а также практика стран с переходной экономикой. Создание и развитие финансового рынка, как одного из базовых институтов рыночной экономики приветствуется различными международными организациями, такими как Всемирный банк, Международный валютный фонд, Европейский банк реконструкции и развития, Международная финансовая корпорация и другими.

## **Выводы**

Финансовый рынок страны – это одна из составляющих, которые помогают фирмам развиваться и расти, обеспечивая при этом рабочие места и достойный уровень заработной платы. Тем не менее, белорусский рынок капитала реформирован лишь в незначительной степени с момента получения независимости государства. Согласно многим показателям развитости банковского и небанковского секторов, рынка финансов в целом, Республика Беларусь находится на отметке намного ниже, чем ее ближайшие соседи и торговые партнеры.

Данное исследование подтвердило, что основным источником финансовых ресурсов для предприятий выступают внутренние ресурсы, около 80%.

Среди иных многочисленных источников внешнего финансирования инвестиций банковский сектор в Республике Беларусь занимает лидирующее положение. 16.2% всех необходимых ресурсов компании получают путем банковских кредитов. В то же время, преимуществами пользования дополнительными объемами денежных средств посредством банковского сектора пользуется лишь 33.3% опрошенных респондентов (BEEPS). Малая популярность банковских займов объясняется тем, что процесс получения внешнего финансирования инвестиций сопряжен с определёнными трудностями, которые увеличиваются, когда речь идет о банковском кредите. 64.8%

респондентов из общего количества организаций, подававших заявление на получение банковского финансирования, встретили на своем пути барьеры. Данный факт, в свою очередь, привел к тому, что 61.7% респондентов отметили отсутствие надобности в банковском кредитовании. Таким образом, нежелание компаний брать кредиты объясняется не слабой развитостью белорусской банковской системы, а макроэкономическими и институциональными факторами.

Детальный анализ позволил классифицировать возможные причины на 3 группы факторов.

Среди институциональных причин, актуальных для Республики Беларусь, можно выделить следующие. Во-первых, руководство белорусских компаний считает, что в целом, на рынке представлено достаточное количество финансовых продуктов, но в то же время на рынке финансовых услуг функционирует недостаточное количество экономических агентов. Увеличение количества игроков позволило бы повысить конкуренцию между ними. Это, в свою очередь, позволило бы значительно снизить стоимость привлекаемых ресурсов. Во-вторых, все еще актуальными вопросами остаются вопросы развития законодательной базы в области защиты интересов миноритарных акционеров, регулирования оборота ценных бумаг и работы фондовой биржи.

Макроэкономические причины условно можно разделить на 2 подгруппы.

Объяснением первой подгруппы служит структура предприятий по размеру, формам собственности и месту регистрации фирм. Можно сказать, что это своего рода внутренний механизм белорусской экономической модели.

Во-первых, 34.5% организаций располагаются в городе Минске и 16.8% - в Минской области, в то время как полученные результаты показали, что именно в Минской области было зафиксировано наибольшее количество отказов в финансировании. За 2012 год лишь 21.1% поданных в Минске заявлений на получение банковского кредита был одобрен,

Во-вторых, необходимость в дополнительных ресурсах преимущественно испытывают микроорганизации, большая часть которых приходилась на город Минск (76.1%), где аппликационный процесс занимает большой промежуток времени. К тому же, как раз эти предприятия меньше всего и пытаются получить внешнее финансирование.

В-третьих, заявление на получение кредита чаще всего подают государственные предприятия и предприятия, в уставном фонде которых, есть иностранный капитал. Большее количество поданных заявлений на кредиты со стороны государственных предприятий удовлетворяются преимущественно благодаря действию административных механизмов: заниженных процентных ставок, секторных программ, прямые указов и законодательных актов. В результате государственные организации имеют больший объем задолженности перед банками, чем частные предприятия, несмотря на то, что им было выдано меньше кредитных ресурсов и на их долю приходится лишь 13.4% общего количества организаций.

В-четвертых, все еще высок удельный вес унитарных предприятий, что сокращает возможности привлечения дополнительных финансовых ресурсов со стороны фондовой биржи.

Вторая подгруппа макроэкономических причин больше носит видимый, обобщенный характер. Одной из основных задач в ходе исследования было показать необходимость развития стабильной системы финансовых институтов, которая бы носила долговременный характер. Тем не менее, в условиях Республики Беларусь на данный момент выполнить эту задачу весьма проблематично, т.к. в стране преобладают

кредитные вложения краткосрочного характера. Следует отметить, что предприятия чаще предпочитают обращаться за внешним финансированием (в банк за кредитами) в случаях более долговременной потребности, например, для покупки ОС. Объяснением сложившейся ситуации может выступать тот факт, что белорусская экономика (после кризиса 2011 г.) не характеризуется как стабильная и устойчивая, что предполагает высокую степень риска и неопределенности. Однако следует подчеркнуть, что с точки зрения организаций именно макроэкономическая стабильность является залогом успеха.

Особое место в процессе поиска ответа на вопрос, почему высший менеджмент белорусских предприятий не желает использовать внешние источники финансирования инвестиций, занимает проблема высоких процентных ставок. Несмотря на то, что 55.8 % респондентов считают, что ставки на заемные средства со стороны банков и других финансовых организаций усложняют успешное ведение бизнеса, в действительности причина находится глубже. О высоких проблемных ставках в Республике Беларусь говорят преимущественно только из-за того, что белорусская экономическая модель характеризуется высокой инфляциогенностью, что создает ложное представление о процентных ставках как главном барьере на пути к получению внешнего финансирования. В процессе исследования было доказано, что в течение 2013-2014 гг. объем требований к государственным и другим нефинансовым организациям со стороны банковского сектора увеличивался, несмотря на поведение средних процентных ставок по кредитам.

Существенным результатом исследования, является подтверждение важности разнообразия услуг финансового рынка. В работе рассматривались 3 наиболее перспективных вида финансовых услуг: привлечение денежных средств со стороны банковского и небанковского секторов, а также за счет активизации работы фондовой биржи в стране. На настоящий момент наибольший процент внешнего финансирования инвестиций фирмы получают от организаций банковского сектора, за ними следуют небанковские финансовые организации и фондовая биржа. Исследование показало, что для каждого источника финансирования степень влияния на экономические показатели фирм сильно различается. Более значимая положительная динамика зафиксирована при получении инвестиций со стороны небанковского сектора. Таким образом, становится понятным, какие виды финансовых услуг на данный момент принесут наибольшую экономическую выгоду как для отдельных фирм, так и для экономики страны в целом. Стоит отметить, что согласно официальной статистике, в 2013 г. 88.9% совокупных активов финансового сектора приходилось на долю банков, 6.8% – на долю Банка развития и 4.2% – на долю страховых компаний, которые по существу и представляют небанковский сектор в Республике Беларусь.<sup>14</sup>

Эконометрический анализ показал, что существует положительная корреляция между величиной инвестиций, привлекаемых из различных источников, и результатами экономической деятельности белорусских коммерческих организаций, такими как рост продаж, рост производительности труда и загрузкой производственных мощностей.

Согласно полученным результатам, увеличение объема внешних ресурсов от организаций небанковского сектора на 1 п.п. приводит к росту продаж в среднем примерно на 7.3 % в течение 3 лет.

Из эконометрического анализа также следует, что существует положительная корреляция между величиной денежных средств, направленных на приобретение более

---

<sup>14</sup> Аналитическое обозрение «Финансовая стабильность в Республике Беларусь, 2013 г.», Национальный банк Республики Беларусь. См. <http://www.nbrb.by/publications/finstabrep/>

ликвидных основных средств (машин, оборудования, станков) и ростом продаж компаний. Коэффициент в данном случае составляет примерно 1%.

С учетом вида деятельности предприятия, величины, возраста и формы собственности, при прочих равных условиях других переменных, увеличение объема заимствованных денежных средств от организаций небанковского сектора в основные средства на 1 п.п. приводит к росту производительности труда на предприятии в среднем на 1.5 % в течение 3 лет.

Результаты исследования также свидетельствуют, что увеличение объема денежных средств, полученных на фондовом рынке, на 1 п.п. приводит к росту производительности предприятия в среднем приблизительно на 0.9% в течение 3 лет.

Для рассмотренной репрезентативной выборки фирм увеличение объема заимствованных денежных средств от организаций банковского сектора на 1 п.п. приводит к повышению загрузки производственных мощностей в среднем на 0.2%.

Полученные результаты позволяют увидеть неиспользуемые возможности потенциала белорусских предприятий, которые могли бы быть реализованы, при условии развитости и эффективности работы финансовых рынков.

Таким образом, результаты исследования свидетельствуют, что существует потребность в разработке грамотной экономической политики по развитию финансовых рынков в стране и устранению барьеров на пути к конкретным видам финансовых услуг (развитие небанковского сектора). Это позволит наилучшим образом раскрыть потенциал белорусских организаций.

Таблица 5: Определение переменных и их дескриптивные статистики

Переменная	Определение	$\mu$	$\sigma$	N	min	max
non_bank	Процент инвестиций в основной капитал, финансируемый организациями небанковского сектора	1.20	8.90	163	0	100
Equity	Процент инвестиций в основной капитал, обеспеченный за счет вкладов владельцев, полученных за выпуск новых акций	1.07	6.45	163	0	60
Bank	Процент инвестиций в основной капитал, обеспеченный банковскими кредитами	14.33	27.70	163	0	100
Manuf	1, если фирма работает в промышленности, в противном случае 0	0.33	0.47	360	0	1
Constr	1, если фирма работает в строительной сфере, в противном случае 0	0.05	0.21	360	0	1
Retail	1, если фирма работает в сфере продаж, в противном случае 0	0.48	0.50	360	0	1
Transp	1, если фирма работает в транспортной сфере, в противном случае 0	0.03	0.18	360	0	1
Other_serv	1, если фирма работает в других видах сферы услуг, в противном случае 0	0.13	0.34	360	0	1
old	1, если фирма старше 10 лет, в противном случае 0	0.63	0.48	360	0	1
I_small	1, если количество сотрудников больше 4 и меньше 20, в противном случае 0	0.53	0.50	360	0	1
I_medium	1, если количество сотрудников больше 19 и меньше 100, в противном случае 0	0.28	0.45	360	0	1
I_large	1, если количество сотрудников больше 99, в противном случае 0	0.18	0.39	360	0	1
Pr_dom	% в уставном фонде, принадлежащий частным белорусским лицам, организациям, компаниям	82.49	34.47	349	0	100
Pr_for	% в уставном фонде, принадлежащий частным иностранным лицам, организациям, компаниям;	8.16	24.23	355	0	100
State	% в уставном фонде, принадлежащий государству	8.90	26.46	350	0	100
exporter	% прямого экспорта в объеме продаж фирмы	7.13	20.06	359	0	100
Ind_exp	% косвенного экспорта в объеме продаж фирмы	3.80	14.80	359	0	100
mn	1 если фирма зарегистрирована в Минске, в противном случае 0	0.30	0.46	360	0	1
sales_gr	Рост продаж фирмы (общий объем продаж в фискальном году/общий годовой объем продаж три фискальных года назад)	117.02	68.06	214	31.42	412.21
lsales_gr	Логарифм роста продаж фирмы	4.62	0.53	214	3.45	6.02
Sqsales_gr	1/корень квадратный роста продаж	0.10	0.03	214	0.05	0.18
prod_gr	Рост производительности фирмы (общая годовая производительность в фискальном году/общая годовая производительность 3 фискальных года назад)	0.74	0.52	208	-0.54	2.24
Invest	Объем затрат организации на машины, станки, оборудование (новое или используемое)	18.78	2.08	128	12.90	24.13
Capacity	% выпуска как пропорция от максимально возможного выпуска при условии, что все доступные производственные мощности были задействованы в фискальном году (загрузка производственных мощностей)	80.34	21.87	110	10	100

Примечание:  $\mu$ - среднее значение,  $\sigma$ - стандартное отклонение, N - количество наблюдений.

Таблица 6: Связь между объемом инвестиций в основные фонды со стороны небанковского сектора и ростом объема продаж

VARIABLES	(1) sales_gr	(2) sales_gr	(3) sales_gr	(4) sales_gr	(5) sales_gr	(6)!! sales_g r
non_bank	6.003*	5.769*	7.334**	7.273**	6.993**	7.273* **
	(3.185)	(3.087)	(2.911)	(2.885)	(2.894)	(0.301)
Manuf	48.24*	37.03	29.61			
	(28.71)	(28.16)	(27.28)			
Retail	13.98	11.26	8.372			
	(29.41)	(28.52)	(27.39)			
Transp	10.57	2.047	-15.46			
	(46.54)	(45.21)	(43.07)			
Other_serv	22.62	16.14	5.378			
	(32.32)	(31.42)	(30.14)			
Pr_dom	0.561**	0.539**	0.565**	0.572**	0.535**	0.572* **
	(0.265)	(0.257)	(0.241)	(0.240)	(0.240)	(0.125)
State	0.980**	1.034**	0.962**	1.007**	0.928**	1.007* *
	(0.423)	(0.410)	(0.394)	(0.393)	(0.391)	(0.335)
I_small	-2.831	2.754				
	(20.64)	(20.11)				
I_medium	10.70	14.90				
	(18.69)	(18.19)				
exporter	0.197	0.292	0.396	0.360		0.360
	(0.329)	(0.321)	(0.303)	(0.253)		(0.336)
Ind_exp		1.304**	1.326***	1.510***	1.449***	1.510* *
		(0.509)	(0.498)	(0.485)	(0.485)	(0.523)
old	-15.59	-17.37				
	(16.91)	(16.40)				
mn	25.08	18.91				
	(15.43)	(15.14)				
Constant	36.25	39.06	42.62	56.41**	64.61***	56.41* **
	(37.92)	(36.75)	(32.18)	(23.06)	(22.45)	(8.585)
Observations	98	98	98	98	98	98
R-squared	0.211	0.268	0.231	0.196	0.179	0.196

Standard errors in parentheses

\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

!! – Linear regression, Std. Err. Adjusted for 7 clusters in regions



Таблица 7: связь между объемом инвестиций в машины, оборудование, станки и ростом объема продаж

VARIABLES	(1) sales_gr	(2) sales_gr	(3) sqsales_gr	(4) lsales_gr	(8)!! lsales_gr
Invest	8.35e-09 (5.83e-09)	1.01e-08* (5.63e-09)	-0* (0)	9.04e-11* (0)	9.04e-11*** (0)
Manuf	56.31 (36.30)	72.31** (34.42)	-0.0280* (0.0143)	0.577** (0.287)	0.577** (0.181)
Constr	50.61 (46.24)	75.55* (42.97)	-0.0298* (0.0179)	0.610* (0.359)	0.610** (0.247)
Retail	44.99 (38.98)	61.40 (37.26)	-0.0266* (0.0155)	0.524* (0.311)	0.524* (0.255)
Other_serv	39.21 (37.42)	49.36 (36.51)	-0.0272* (0.0152)	0.501 (0.305)	0.501 (0.280)
Pr_dom	-0.716* (0.399)	-0.719* (0.389)	0.000260 (0.000162)	-0.00553* (0.00324)	-0.00553** (0.00167)
Pr_for	-1.269*** (0.446)	-1.238*** (0.436)	0.000445** (0.000181)	-0.00949** (0.00364)	-0.00949*** (0.00198)
I_medium	16.90 (16.20)				
I_large	-13.09 (20.76)	-30.03* (16.23)	0.0113* (0.00675)	-0.238* (0.135)	-0.238 (0.129)
exporter	0.554* (0.302)	0.643** (0.287)	-0.000200* (0.000120)	0.00443* (0.00240)	0.00443 (0.00272)
Ind_exp	1.473*** (0.457)	1.550*** (0.448)	-0.000318* (0.000186)	0.00827** (0.00374)	0.00827* (0.00405)
old	-8.582 (15.51)				
mn	14.60 (14.45)				
Constant	124.8** (55.74)	117.2** (54.67)	0.105*** (0.0227)	4.603*** (0.456)	4.603*** (0.335)
Observations	83	83	83	83	83
R-squared	0.326	0.303	0.190	0.221	0.221

Standard errors in parentheses

\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

!! – Linear regression, Std. Err. Adjusted for 7 clusters in regions

Таблица 8: Связь между объемом инвестиций в основные фонды со стороны небанковского сектора и ростом производительности труда на предприятии

VARIABLES	(1) prod_gr	(2) prod_gr	(3) prod_gr	(4)!! prod_gr
non_bank	0.987 (2.465)	1.514 (2.269)	1.176 (2.288)	1.514*** (0.329)
Manuf	24.85 (28.21)	27.35 (24.27)		27.35 (24.89)
Constr	-17.32 (36.04)	-14.27 (29.72)		-14.27 (19.89)
Retail	-5.931 (30.28)	-2.311 (24.72)		-2.311 (27.28)
Other_serv	4.670 (29.84)	5.917 (26.22)		5.917 (25.39)
Pr_dom	0.298 (0.210)	0.322* (0.193)	0.304 (0.195)	0.322** (0.110)
State	0.748** (0.329)	0.688** (0.308)	0.699** (0.313)	0.688*** (0.181)
I_medium	4.664 (13.89)			
I_large	-6.941 (16.23)			
exporter	0.00721 (0.256)			
Ind_exp	0.945** (0.406)	0.949** (0.384)	1.168*** (0.384)	0.949* (0.402)
old	-1.595 (13.21)			
mn	8.174 (12.27)			
Constant	61.98* (36.50)	58.47** (27.11)	69.62*** (18.27)	58.47** (22.80)
Observations	95	95	95	95
R-squared	0.217	0.205	0.132	0.205

Standard errors in parentheses

\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

!! – Linear regression, Std. Err. Adjusted for 7 clusters in regions

Таблица 9: Связь между объемом инвестиций в основные фонды, получаемых за счет фондового рынка и ростом производительности труда на предприятии

VARIABLES	(1) prod_gr	(2) prod_gr	(3)! prod_gr	(4)!! prod_gr
Equity	0.915 (1.027)	0.564 (1.016)	0.915 (0.229)	0.915* (0.437)
Manuf	23.99 (28.12)		23.99 (29.64)	23.99 (30.49)
Constr	-19.36 (35.91)		-19.36 (30.60)	-19.36 (32.43)
Retail	-8.285 (30.30)		-8.285 (23.43)	-8.285 (37.83)
Other_serv	3.415 (29.75)		3.415 (13.41)	3.415 (36.27)
Pr_dom	0.282 (0.207)	0.288 (0.198)	0.282 (0.154)	0.282** (0.0934)
State	0.736** (0.326)	0.709** (0.321)	0.736 (0.401)	0.736*** (0.149)
I_medium	5.613 (13.87)		5.613 (7.329)	5.613 (7.718)
I_large	-5.997 (16.21)		-5.997 (12.69)	-5.997 (19.05)
exporter	-0.0105 (0.254)		-0.0105 (0.261)	-0.0105 (0.293)
Ind_exp	0.953** (0.405)	1.167*** (0.397)	0.953 (0.659)	0.953** (0.383)
old	-3.953 (12.88)	-4.255 (11.45)	-3.953 (12.80)	-3.953 (5.482)
mn	9.468 (11.92)	6.557 (11.86)	9.468 (23.08)	9.468 (6.675)
Constant	65.18* (35.99)	71.62*** (21.26)	65.18 (64.78)	65.18* (31.10)
Observations	95	95	95	95
R-squared	0.223	0.137	0.223	0.223

Standard errors in parentheses

\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

! - Linear regression, Std. Err. adjusted for 7 clusters in year of interview

!! - Linear regression, Std. Err. adjusted for 7 clusters in regions

Таблица10: Связь между объемом инвестиций в основные фонды со стороны банковского сектора и загрузкой производственных мощностей

VARIABLES	(1) Capacity	(2) Capacity	(3) Capacity	(4) Capacity	(5) Capacity, robust
Bank	0.158 (0.128)	0.166 (0.125)	0.160 (0.109)	0.199* (0.104)	0.199*** (0.0716)
Pr_dom	-0.0208 (0.122)	-0.0334 (0.106)			
Pr_for	-0.0125 (0.141)	-0.0425 (0.133)			
I_medium	-5.454 (6.298)				
I_large	-4.323 (8.903)				
exporter	0.139 (0.113)	0.104 (0.0942)	0.100 (0.0917)		
Ind_exp	0.0882 (0.119)				
old	15.45*** (5.566)	15.24*** (5.004)	15.69*** (4.727)	15.43*** (4.730)	15.43*** (5.257)
mn	-15.57*** (5.674)	-14.13*** (5.137)	-14.60*** (4.819)	-13.71*** (4.761)	-13.71*** (4.378)
Constant	78.35*** (13.27)	76.90*** (11.03)	73.67*** (4.204)	74.62*** (4.120)	74.62*** (5.433)
Observations	54	54	54	54	54
R-squared	0.355	0.339	0.337	0.321	0.321

Standard errors in parentheses

\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1