



Л.И. ШМЫГОВА

РОЛЬ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ В ЭКОНОМИЧЕСКОМ РАЗВИТИИ: НЕКОТОРЫЕ ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ И ПРАКТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ ПРОБЛЕМЫ

Эта проблема в столь конкретной формулировке еще не получила должного внимания в академических кругах и среди политиков. В современной экономической литературе в основном роль рынка ценных бумаг рассматривается во взаимосвязи финансового и экономического развития. В качестве основных составляющих финансового развития выделяются движение денежной массы, рост и аккумуляция сбережений, регулирование и движение инвестиций. Важное место в этом ряду отводится формированию институциональной структуры посредников в качестве показателя финансового развития экономики. На практике растущее несоответствие функций сбережения и инвестирования, значительный рост доли финансовых активов в реальных активах рассматриваются как необходимое условие роста экономики. Развитие финансового рынка является одним из основных условий экономического развития. Этот постулат сегодня хотя и не оспаривается, но требует теоретического осмысления. В развитии теоретической мысли здесь условно можно выделить два направления: первое — в русле традиционных подходов, кейнсианского и монетаристского, где произошло преодоление агрегированного подхода к определению финансовых активов, под которыми первоначально понимались только деньги. Движение долгосрочных финансовых инструментов (рынка капиталов) не рассматривалось как компонент финансового рынка. Второе направление сформировалось как реакция на проблемы развивающихся стран, где классические подходы к оценке роли финансового сектора в экономическом развитии оказались малопродуктивными, а методы регулирования экономики по этим схемам в условиях несовершенного, малоконкурентного рынка капиталов оказались неэффективными.

Классическая теория значительно внимание уделяла движению процентной ставки как основному индикатору финансового рынка. Неоклассики рассматривали долгосрочные изменения процентной ставки под влиянием движения инвестиций и сбережений. Кейнсианская теория предложила анализировать краткосрочные тенденции в движении процентной ставки на основе предпочтений ликвидности. Эта теория предлагала два основных канала ликвидности: деньги (включая банковские депозиты) как абсолютно ликвидные и облигации (бонды). Спрос на эти средства изменяется в зависимости от колебаний ставки процента: чем выше ставка, тем относительно ниже ее фиксированный процент по облигациям и соответственно цена облигаций. В отличие от классиков, считавших иррациональным держать деньги, так как они приносят минимальную прибыль или вообще не приносят ее, кейнсианцы считали этот акт совершенно рациональным, ибо в условиях ожидания повышения ставки процента наблюдаются потери капитала, инвестированного в облигации.

Теория рациональных ожиданий вводит в круг исследований курсовые стоимости ценных бумаг и их взаимоотношения с процентной ставкой, так как практика показала, что деньги и рынок капитала наиболее эффективно реагируют на потоки новой информации, которая, в свою очередь, влияет на процентную

ставку и курсовые цены. Как и всякая теория, теория рациональных ожиданий рассматривает идеальный случай — совершенно конкурентный рынок, одинаковый доступ всех экономических агентов к информации, незначительные информационные и транзакционные издержки и т.п. На практике же могут наблюдаться противоположные процессы: то, что выгодно для крупных и хорошо отлаженных рынков, например правительственных облигаций или акций, включенных в листинг, может оказаться неприемлемым для мелких, рискованных сегментов рынка (значительные затраты на сбор информации, нерациональные ожидания на рискованных операциях).

Ряд экономистов пытался разработать теорию финансового роста в условиях недостаточности развитого рынка капиталов, инфляционной спирали и неэффективной кредитной и фискальной политики государства. В этих условиях традиционные кейнсианские и монетаристские подходы в чистом виде не работали. Исследователи МакКиннон и Шоу¹, разрабатывая в основе своей противоположные теории финансового роста (в модели Шоу деньги нейтральны и рассматриваются только как средство платежа, у МакКиннона деньги играют активную роль), пришли к одинаковым выводам и соответственно рекомендациям в области экономической политики. Увеличение ставки по депозитам способствует росту реальных денежных запасов, постепенно усложняет финансовую структуру и может в результате способствовать экономическому росту, т.е. росту внутреннего валового продукта (ВВП) на душу населения по двум причинам: 1) улучшение качества инвестиций и 2) рост сбережений, позволяющий увеличивать объемы инвестиций. Оттолкнувшись от ряда общих условий, выделенных ими на основе анализа развивающихся стран, МакКиннон и Шоу детально разработали теорию финансовой репрессии, финансовой либерализации и углубления финансовой институциональной структуры. Установление потолочной ставки процента, жесткого валютного курса, прямых тарифов и квот, финансирование приоритетных отраслей в сочетании с инфляцией и картелизированной банковской структурой подавляют экономическое развитие, вызывают асимметричные потоки информации между экономическими агентами. Это, в свою очередь, делает сверхрисковыми какие-либо действия в указанных условиях. Финансовая либерализация на первых порах дает ощутимые преимущества по сравнению с “репрессией”, по крайней мере, стимулирует через плавающую ставку процента рост сбережений, которые впоследствии могут быть направлены на инвестирование в наиболее эффективные секторы экономики. Но эта теория, как считают сами ее создатели, не может считаться полной и совершенной без развития структуры посредников и рынка ценных бумаг. Их роль в теории сводится к двум основным функциям: эффективное распределение капитала и распределение риска ликвидности, производительности накопления между экономическими контрагентами в условиях финансовой либерализации. Она сама по себе, как подтвердила практика различных развивающихся стран, не может обеспечить эффективного выполнения этих функций.

Выделение рынка ценных бумаг для самостоятельного теоретического анализа позволило на основе классических теорий роста разработать модифицированные модели экономического развития с учетом основополагающих функций рынка ценных бумаг. Росс Левин строит модель, которая связывает финансовую систему, а именно рынок ценных бумаг, с постоянным общим ростом дохода на душу населения². Он основывается на эндогенной модели роста, в которой агенты принимают решения, определяющие постоянный уровень экономического роста, и на модели финансовой структуры, в которой финансовые контракты возникают как оптимальный результат или реакция на информационные и рискованные характеристики экономики. В модели риск ликвидности и производительности создают побудительные мотивы для формирования рынка ценных бумаг. А он, в свою очередь, влияет на экономический рост двумя способами. Первый включает эффективность фирмы и зависит от внешних эффектов в производстве “человеческого” капитала. РЦБ увеличивает эффективность фирм, ограничивая или исключая преждевременный отток капитала из фирмы, что увеличивает темп роста “человеческого” капитала и дохода на душу населения.

Второй способ, которым РЦБ может влиять на рост, — это увеличение доли ресурсов, предназначенных фирме. Увеличивая ликвидность инвестиций, сокращая производительный риск, совершенствуя эффективность деятельности фирм, РЦБ таким образом стимулирует инвестиции и, следовательно, производство “человеческого” капитала и экономический рост.

Любая из названных теорий заслуживает внимания хотя бы потому, что она пытается дать рекомендации в области экономической политики. Так, Р. Левин исследует влияние налоговой политики на потоки инвестиций. Именно от их величины в конечном счете зависит доход на душу населения и экономический рост в целом. В его модели изначально уровень сбережений фиксирован, а потому, по мнению исследователя, влияние подоходных налогов (налоги на зарплату и корпоративные налоги) на стимулирование экономического роста преувеличено. Может быть, замечает Р. Левин, это и не очень серьезный вывод, но он дает повод для дальнейшего анализа взаимоотношений РЦБ, экономического роста и политики. Кроме того, этот вывод соответствует заключению Всемирного банка о наличии положительной зависимости между эффективностью инвестиций и относительным размером финансовой системы и малой зависимостью между финансовыми рынками и уровнем сбережений.

Взаимосвязь рынка ценных бумаг и экономического роста рассматривается и в рамках теории эволюционного развития. П. Кумар и Дж. Цецекос строят свою модель, отталкиваясь от теории стадий Ростоу³. Основное концептуальное положение их теории состоит в том, что развитие финансового сектора является необходимым условием экономического роста. Хотя другие факторы (инвестирование, производственная активность, экспорт, отбор технологий и институциональное развитие) несомненно важны, но только финансовый рынок активизирует взаимоотношения между ними. Согласно теории, развитие финансового сектора и РЦБ необходимо для продвижения экономики на две последние стадии (из пяти): четвертая связана с развитием ведущих отраслей экономики и ростом спроса на инвестиции, происходящим одновременно с развитием банковского сектора и неофициального фондового рынка. В этих условиях появляется возможность улучшения положения финансовых посредников, развивается РЦБ для торговли инструментами экономических субъектов, параллельно снижается роль неофициального рынка. Пятая стадия предполагает замедление роста уже зрелого банковского сектора и резкое возрастание объемов сделок на вторичном РЦБ. Финансовые инновации в форме производных финансовых инструментов задают динамизм движению рынка ценных бумаг, а неофициальный рынок на этой стадии неизбежно отмирает. Эта теория подвергается критике по двум позициям. Во-первых, ряд экономистов считает такой подход непродуктивным, так как важно не описание, а способ (механизм) достижения экономического развития с помощью РЦБ; а во-вторых, подвергаются сомнению выводы, а именно: необходимость государственного стимулирования РЦБ, недоразвитие которого якобы связано с проблемой спроса на внутреннем рынке. На самом деле, считают они, низкий инвестиционный спрос на инструменты РЦБ в странах с “транзитной” экономикой связан, прежде всего, с политическим риском, что и определяет приоритеты в инвестировании: банковский сектор или РЦБ, вложения во внутреннюю экономику или в экономику других стран.

Как уже говорилось, все теории по этой проблеме имеют смысл в качестве основы для рекомендаций в области государственной политики, которая может способствовать реализации функций РЦБ или тормозить их. Кроме того, анализ возможностей РЦБ влиять на экономическое развитие ставит страны с “транзитной” экономикой перед выбором, какую из теоретических моделей принять за основу: англо-американскую, отличительное свойство которой значительный слой мелких акционеров и довольно жесткая система ограничений для выхода банков на РЦБ, или немецко-японскую, где основными держателями акций являются банки или крупные инвестиционные фонды. Многие отдадут предпочтение второй модели: у банков больше возможностей собирать, анализировать информацию, имеются средства для ее аккумулирования, а РЦБ может

существовать только на мощной информационной базе; у банков ниже, чем у мелких акционеров, склонность сбрасывать ценные бумаги при курсовых колебаниях. Правда, возможность более крупных потрясений на РЦБ выше при движении только крупных пакетов акций или мощных инвесторов с диверсифицированными пакетами ценных бумаг. Однако, отмечает А. Сингх, американская модель предполагает прогнозы нормы прибыли на более краткий период, в силу чего они часто завышены, а это, в свою очередь, сужает объемы потенциально возможных инвестиций (высокая ставка процента в качестве критерия отбора инвестиционных проектов сокращает их поток) и в дальнейшем может сказаться на конкурентоспособности страны⁴.

Кроме того, банки как участники рынка ценных бумаг инициируют и поощряют индустриальное развитие в большей степени, чем РЦБ с подавляющим числом мелких акционеров. Так как мелкий инвестор заинтересован только в получении дивидендов, он не может заниматься, например, долгосрочным планированием, максимизацией эффективности предприятия, акции которого у него на руках. Такое явление, конечно, не абсолютно, так как если в рамках американской модели действует стратегический инвестор конкретного акционерного общества, то можно рассчитывать на его заинтересованность в развитии и финансовой устойчивости конкретного предприятия, а также в стабильности экономики в целом.

Таким образом, эволюционная теория предлагает идеальную схему каналов воздействия рынка ценных бумаг на экономическое развитие, но на практике эти методы опосредованы общими политическими и экономическими условиями, степенью развития законодательной базы, развитостью информационной системы государства и другими факторами. По методу участия банков на РЦБ нам ближе европейская модель. Но только при общем благоприятном политическом и экономическом климате, при последовательных и продуманных реформах она приобретет свои особенности и сможет работать.

¹ См. например: S u d w e e k s B r . L . Equity market development in developing countries. New York, 1989; Policymaking in the open economy: concepts and case studies in economic performance / ed. by R. Dornbusch. Oxford, 1993.

² См.: Levine Ross. Stock markets, growth and policy. World Bank, 1990.

³ См.: K u m a r P . C . , Tsetsecos George // Business finance in less developed capital markets. Greenwood Press, 1992.

⁴ См.: Singh Ajit. The stock market and economic development: should developing countries encourage stock markets? World Bank, 1992.