

Опубликовано: Криничанский К.В. Фондовый рынок и экономическое развитие: каналы взаимосвязи/ Современный финансовый рынок Российской Федерации. – Пермь: Изд-во Пермского ун-та, Изд. дом «Пресстайм», 2007. – 337 с. – С. 151–156

Криничанский К. В.,
г. Миасс, ЮУрГУ

ФОНДОВЫЙ РЫНОК И ЭКОНОМИЧЕСКОЕ РАЗВИТИЕ: КАНАЛЫ ВЗАИМОСВЯЗИ

Литература 1990–2000-х гг. содержит важные доказательства в пользу связи развития финансового сектора (финансовой глубины, активности финансовых посредников и др.) с экономическим ростом. Однако «передаточный механизм» от финансов к росту и экономическому развитию исследован не достаточно. Изучение каналов взаимосвязи фондового рынка и экономического развития является важной теоретической задачей, так как может дать результаты, существенно повышающие качество проводимой экономической политики. Такое изучение в последнее время проводилось рядом авторов, среди которых Раджан и Зингалес (1998) [3], Уэглер (2000) [5], Циторелли и Джембера (2001) [1], Фишман и Лав (2002) [2] и др.

В настоящей работе в качестве предмета изучения предлагается рассмотреть два возможных канала передачи информационных сигналов, благодаря которым функционирование фондового рынка создает экстра-возможности для роста.

Первый канал – информация о ликвидности рынка. В масштабах всего рынка такую информацию может дать показатель рыночных (биржевых) оборотов, который в таком случае становится влиятельной составляющей сигнального механизма, посредством которого фондовый рынок воздействует на процесс трансформации сбережений в инвестиции.

Значение ликвидности как информационного сигнала состоит в том, что его характеристика влияет и на решения об использовании (размещении) сбережений первичными собственниками богатства и институтами, представляющими их интересы, и на возможности компаний по привлечению капитала в целях осуществления инвестиций. Ликвидность фондового рынка (представленная как величина суммарных биржевых оборотов) неотъемлема связана со структурой сбережений: наиболее ликвидные рынки формируют в странах, где они созданы, модель широкого держания ценных бумаг с высокоразвитыми институтами коллективных инвестиций, с соответствующей системой перераспределения доходов, которая осуществляется в значительной мере не в связи с принятием индивидуальных или регламентированных в рамках права решений, а в связи с функционированием самих рынков, назначающих вознаграждение его участникам через систему цен, поддерживаемую конкурентной рыночной структурой.

Ликвидность рынка, по нашему мнению, определяет также и структуру инвестиций. Для ценных бумаг фирмам, предлагающим неэффективные проекты, рынок не создает благоприятных условий. На них не оказывается должного спроса или же им выставляются запретительно высокие дисконты, что, с одной стороны, отражается на оборотах их бумаг, с другой, –

ограничивает возможности для проведения такими фирмами инвестиционной политики, требующей обращения к внешним ресурсам. В результате такого воздействия со стороны рынка ценных бумаг происходит формирование равновесной структуры инвестиций, в которой предпочтение отдается более эффективным проектам. Подчеркнем, что связь между обеспечивающей рост эффективностью экономики и фондовым рынком вполне логично пролегает по каналу ликвидности. Основанная на фондовом рынке экономическая система обеспечивает агентов, подпитывающих с его помощью деньгами нефинансовый сектор, простой и удобной системой выхода. Гибкий и масштабный процесс перераспределения капитала, его межфирменного и межсекторного перемещения, ведущий к более эффективному функционированию экономики и более рациональному размещению ресурсов, возможен только в рамках ликвидного рынка.

Следующий канал, устанавливающий направленную связь фондового рынка и экономического развития, это информационный поток о рыночной капитализации компаний. Существует, на наш взгляд, устойчивая зависимость уровня сбережений, объема и структуры инвестиций в основной капитал от уровня рыночной капитализации компаний. Как показывают расчеты, коэффициенты корреляции капитализации фондового рынка и инвестиций в основной капитал весьма высоки. Для США за период 1988–2003 гг. это 0,9668, для Великобритании за аналогичный отрезок 0,8572. Сформулируем объяснение данному наблюдению через обоснование связи между капитализацией и инвестициями на уровне отдельной фирмы.

Показатель капитализации не просто отражает рыночную оценку стоимости акций, но отображает характер восприятия рынком реализуемой компанией стратегии, включающей, прежде всего, инвестиционную составляющую и механизм реализации ординарной корпоративной цели – повышения благосостояния акционеров. Инвестиции и рыночная капитализация (последняя – целевой показатель с точки зрения собственников фирмы), относящиеся к одному и тому же периоду, согласно подходу, разработанному Ф.Модильяни и М.Миллером [6. – С. 89–90], находятся в обратной зависимости, что показано формулой 1:

$$MC(t) = \frac{1}{1 + r(t)} [E(t) - Inv(t) + MC(t + 1)], \quad (1)$$

где $MC(t)$ и $MC(t+1)$ – рыночная капитализация в период t и $(t+1)$, соответственно; $r(t)$ – нормальный уровень доходности на акции компаний данной группы; $E(t)$ – величина чистой прибыли компании в период t ; $Inv(t)$ – величина инвестиций компании в период t .

Уравнение (1) – это условие равновесия, возникающее благодаря тому, что часть прибыли должна расходоваться на инвестиции $Inv(t)$, необходимые для поддержания функционирования компании. Можно доказать, что акционеры, предпочитающие максимизацию богатства в краткосрочном периоде, и голосующие за распределение чистой прибыли в форме дивидендов, не добьются для себя выигрыша, если их решение будет принято. Это

происходит из-за того, что фирма будет вынуждена привлекать дополнительный капитал с помощью выпуска ценных бумаг. Однако это повлечет снижение ожидаемых доходов (приходящихся на 1 акцию) в будущем, что равносильно снижению ценности акций в настоящем. Последнее обстоятельство, очевидно, противоречит интересам акционеров. Следовательно, принимая во внимание оговорку об их рациональном поведении, они скорее будут рассматривать инвестиции как приемлемую альтернативу получению текущих доходов в виде дивидендов, надеясь, что инвестиции, по меньшей мере, уравновесят денежные «потери» за счет ответной реакции рыночного курса акций.

Однако, как показано ниже, нельзя считать любые инвестиции благом для компании. Существует строгая связь между планируемыми инвестициями и текущей капитализацией компании, объясняемая способностью фирмы генерировать экономическую прибыль. Текущий уровень капитализации стремится к равновесию, задаваемому уравнением, представленным формулой (2):

$$MC(0) = \frac{E(0)}{r} + \sum_{t=0}^{\infty} Inv(t) \left[\frac{r^*(t) - r}{r} \right] \cdot (1+r)^{-(t+1)}. \quad (2)$$

Оно показывает, что капитализация чувствительна к соотношению рентабельности инвестиций компании и нормальных издержек на обслуживание капитала. При этом, если $r^*(t) > r$, стоимость фирмы будет расти, а при $r^*(t) < r$ инвестиции будут только снижать капитализацию (стоимость) компании.

Рассматриваемый канал взаимосвязи финансов и роста (капитализация – инвестиции – рост) показывает, что объем валовых инвестиций объясняется комбинацией условий и рефлексий, в основе которых лежит принцип максимизации полезности агентов, осуществляющих сбережения. Если говорить об условиях, то они должны быть такими, чтобы сбережения могли свободно циркулировать на рынке и обращаться в форму ценных бумаг и обратно в деньги, и при этом, находясь в ценных бумагах, они получали бы максимальную правовую защиту и рыночную оценку (отражаемую показателем цен акций и капитализации рынков). Действительно, капитализация в таком случае оказывается целевой функцией и, одновременно, переменной, характеризующей качество управления компаниями, поглощающими инвестиции (капитал) с разной эффективностью.

Данный вывод, на наш взгляд, помогает глубже проникнуть в механизм взаимосвязи инвестиций и роста. Благодаря предложенным объяснением становится более ясно, почему отдельная группа стран, имеющих довольно высокую норму инвестиций, не добиваются столь же значительного роста, что и другие страны с более скромными соответствующим показателем. Вообще, руководствуясь некоторыми замечаниями [7. – С. 229–231], можно показать, что наращивание или снижение объема инвестиций действительно являются важным для экономики показателем, но направление и глубина зависимости будут существенно зависеть от типа рассматриваемой экономики. В связи с

показанной выше зависимостью инвестиций компании и ее капитализации утрачивает остроту критика, основанная на том тезисе, что рынок ценных бумаг малозначим, так как слабо представлен в структуре источников финансирования инвестиций. Функция данного рынка не исчерпывается исключительно перекачиванием ресурсов из одних фондов в другие. Трансформация сбережений в инвестиции посредством фондового рынка представляет собой гораздо более тонкий механизм, нежели только мобилизация крупных капиталов для инвестиций и осуществление *оперативного* межотраслевого перетока капитала. Суть данного механизма – отбор проектов, а его инструментарий – это ликвидность и капитализация.

Таким образом, во-первых, показано, что «передаточный механизм» от финансов к росту заложен в таких генерируемых фондовым рынком сигналах, как ликвидность (объем биржевых сделок, рыночные обороты) и рыночная капитализация. Во-вторых, подчеркнуто, что рынок ценных бумаг отличным от других форм финансового посредничества или форм, используемых государственной системой распределения, способом организует трансферт сбережений в инвестиции, основной идеей которого является свобода решения сберегателя в выборе объекта инвестиции и условие беспрепятственного входа на рынок и выхода из него. Мотив, которым руководствуется собственник свободного капитала, становится преобладающим на рынке и регулирует процесс инвестиций, осуществляемых фирмами. Тем самым, показано, что рынок ценных бумаг осуществляет уникальный вклад в выполнение функции трансферта сбережений в инвестиции, которая является своего рода частью его общественной программы, «неисчерпаемым» общественным благом, которое создается при его становлении в экономической системе. Подчеркнем при этом уникальность не только применяемой рынком технологии, но получаемых результатов, которые заключаются в способности рынка, помимо мобилизации капиталов и осуществления их перемещений, осуществлять контроль над эффективностью использования капитала фирмами и способствовать отбору лучших стратегий и проектов, предлагаемых их руководством. Все это в конечном итоге позитивно воздействует на экономический рост и способствует максимизации национального богатства.

Список источников

1. Cetorelli N., Gambera M. Banking structure, financial dependence and growth: International evidence from industry data// *Journal of Finance*. 2001. 56 (April). P. 617–648.
2. Fisman R., Love I. Patterns of industrial development revisited: The role of finance/ *World Bank Policy Research Working Paper* 2877, 2002, August.
3. Rajan R., Zingales L. Financial dependence and growth// *American Economic Review*. 1998. 88 (June). P. 559–586.
4. Wachtel P. How Much Do We Really Know about Growth and Finance? /*Federal Reserve Bank of Atlanta. Economic Review*. First Quarter 2003. P. 33–47.

5. Wurgler, J. Financial markets and the allocation of capital// Journal of Financial Economics. 2000 58, no. 1–2. P. 187–214.

6. Модильяни Ф., Миллер М. Сколько стоит фирма? М.: Дело, 2001. – 272 с.

7. *Ослунд А.* Строительство капитализма: Рыночная трансформация стран бывшего советского блока. – М.: Логос, 2003. – 720 с.