

ЭФФЕКТИВНЫЙ РЫНОК АКЦИЙ – НЕОБХОДИМОЕ УСЛОВИЕ РАЗВИТИЯ НАЦИОНАЛЬНОЙ ЭКОНОМИКИ

Развитые, эффективные рынки акций занимают одну из ключевых позиций в экономиках стран, стимулируя экономический рост. На развитие и эффективность данных рынков влияют главным образом макроэкономические факторы.

Ключевые слова: рынок акций; капитализация; эффективность; экономический рост.

За последнее десятилетие рынкам акций уделялось огромное внимание как источнику финансового развития и экономического роста, а также в контексте больших колебаний стоимости активов на рынках акций и, что наиболее актуально в настоящее время, в условиях мирового финансового кризиса.

Рынки акций играют значительную роль в экономиках стран, т.к. наряду с коммерческими банками участвуют в трансформации накоплений частного и корпоративно секторов в инвестиции, тем самым способствуя дальнейшему национальному финансовому развитию и экономическому росту.

Говоря о роли рынка акций в экономическом росте страны, можно отметить следующие моменты. Рынок акций обеспечивает отдельных лиц дополнительными финансовыми средствами посредством альтернативного финансового механизма, тем самым увеличивая уровень накоплений в экономике. Он способствует внутреннему росту компаний, имеющих свои котировки на рынке акций, т.к. фирмы имеют возможность привлечь необходимый капитал по сравнительно низкой цене в связи с тем, что риски, связанные с привлечением капитала, распределяются среди соответствующих участников рынка. Таким образом, развитие компаний благоприятно влияет на экономику страны. Благодаря запасу ликвидности, рынок акций помогает продвижению долгосрочных неликвидных проектов, т.к. инвесторы, которые приобрели доли в таких проектах, в любое время могут продать их с помощью рынка и им не придется ждать, когда проекты начнут приносить прибыль. Кроме того, рынок акций обеспечивает эффективное управление и контроль со стороны внешней среды над компанией. Это особенно важно в случае возникновения конфликта между корпоративными управленцами и инвесторами. Подобное управление и контроль осуществляются благодаря ценообразованию на рынке акций, когда последний посылает определенные сигналы руководству фирмы для принятия эффективных решений. Подобный механизм известен как рынок для корпоративного контроля. Информация о рыночной цене фирмы делает последнюю незащищенной от поглощения и приводит к более активной торговле с целью перехода контроля. В том случае, если компания поглощена, неэффективный менеджмент может быть заменен альтернативным, который отвечает интересам инвесторов. Однако фактически поглощение – не единственный способ улучшить управление фирмой.

Давая оценку эффективности и масштабу рынка акций, как правило, используют такие показатели, как капитализация, ее доля в ВВП, ликвидность, оборот.

Наиболее обобщающим показателем масштабов рынка акций является *капитализация* – совокупная

курсовая стоимость акций, допущенных к торговле на фондовых биржах. Рост капитализации может происходить за счет 2 факторов:

- 1) роста цен на акции;
- 2) увеличения общего количества компаний, прибегающих к выпуску акций, предназначенных для продажи широкому кругу инвесторов.

Второй фактор имеет существенное значение только на формирующихся рынках. Например, в Китае количество компаний, имеющих котировку на фондовых биржах, выросло с нескольких десятков в 1991 г. до 1400 к концу 2004 г. На развитых рынках количество компаний, по которым рассчитывается капитализация, представляет собой величину достаточно стабильную: она росла, но относительно умеренными темпами [1]. Таким образом, рост капитализации связан в основном с ростом курсовой стоимости акций.

За 20 лет (1980–1999 гг.) капитализация мировых рынков акций выросла почти в 13 раз [1], в то время как совокупный ВВП увеличился за тот же период примерно в 2,5 раза. С 2000 г. началось повсеместное сокращение абсолютной и относительной величины капитализации в связи с кризисом на мировых рынках акций. В 2002 г. указанное соотношение составило 66%. Лишь в 2003 г. рынки акций развитых стран стали выходить из этого кризиса и соотношение «мировая капитализация/мировой ВВП» повысилось примерно до 100%. В целом значение данного показателя в 2–3 раза выше, чем в 30–70-е гг. XX в.

Доля развитых рынков в совокупной капитализации, составлявшая в 1980 г. примерно 96%, сократилась к 1993 г. до 88% [1]. Во второй половине 1990-х гг. темпы роста развитых рынков оказались выше, чем развивающихся, и за 1995–1998 гг. произошло относительное ослабление позиций формирующихся рынков, в результате чего доля развитых рынков снова повысилась – до 91–93% в 1997–1998 гг., которые оказались очень тяжелыми для формирующихся рынков. Самые динамичные и крупные из них – азиатские – испытали серьезнейший кризис. За 1997 г. капитализация Кореи, Малайзии и Таиланда сократилась примерно на 2/3. Российский рынок уменьшился в 15 раз с октября 1997 по октябрь 1998 г.

Тем не менее в новом десятилетии положение формирующихся рынков относительно развитых улучшилось. Кризис на мировых рынках акций, начавшийся весной 2000 г., затронул формирующиеся рынки в меньшей степени, в результате чего их доля в мировой капитализации повысилась до 10%. Конечно, это сопоставимо с долей этой группы стран в мировом производстве и населении [1], однако в целом можно прогнозировать ее рост, прежде всего, за счет Китая, Индии, стран Восточной Европы и России.

«Львиную долю» мировой капитализации – от 62 до 67% – обеспечивают всего три страны: США, Япония, Великобритания. А на «семерку» крупнейших приходится свыше 75% мировой капитализации. Абсолютный лидер по капитализации – США (от 30 до 51% мировой капитализации за два последних десятилетия). В послевоенной истории был короткий период, когда по капитализации на первое место вышла Япония (1988–1990 гг.). Причины этого заключались в «разбухании» фиктивного капитала в Японии в 1980-е гг. и высоком курсе японской йены, оказавшем влияние на все количественные показатели этой страны при их переводе в доллары США.

Еще одним важным показателем, характеризующим уровень развития рынка акций, является то, что *степень развитости акционерного капитала в экономике страны* определяется как *отношение капитализации к ВВП страны* [1].

За 20 лет (1980–1999 гг.) соотношение капитализации и ВВП в мире в целом повысилось с 23 до 118% [1]. Обращает на себя внимание знаменитый рост данного показателя именно в последние двадцать лет XX в., особенно в 1990-е гг.

Акционерный капитал наиболее развит в англосаксонских странах или находившихся под сильным влиянием Великобритании (США, Канада, Австралия, ЮАР, Сингапур).

В ведущих странах континентальной Европы и Японии доля курсовой стоимости акций в ВВП в 2–3 раза ниже, чем в США, Англии и Канаде. Это связано с тем, что выпуск акций имеет здесь меньшее значение в обеспечении промышленных предприятий финансовыми ресурсами. В Европе и Японии значительную роль во второй половине XX в. играли банки, предоставляющие предприятиям долгосрочные ссуды.

Некоторые исследователи усмотрели главную причину различий в уровне развития рынка акций и в целом рынка ценных бумаг в несхождении юридических систем отдельных стран. В частности, утверждается, что прецедентное право в англосаксонских странах больше способствует развитию финансовых рынков, чем кодифицированное право в европейских континентальных странах [2].

Исследование, проведенное Р. Раджаном и Л. Зингалесом [3], свидетельствует о том, что:

1. Перед Первой мировой войной в таких странах, как Франция, Бельгия, Германия и Австрия (страны с кодифицированной системой права), рынок акций был более развит, чем в США и Австралии.

2. В целом рынок акций в первые три десятилетия XX в. почти повсеместно был более развитым, чем на протяжении следующих 60 лет, и лишь в последнее десятилетие он резко вырос.

Показатель доли капитализации в ВВП не является мерилем степени развитости экономики. Например, этот показатель в Великобритании значительно выше, чем в ФРГ или Франции, однако экономика ФРГ и Франции не менее эффективна, чем экономика Великобритании (о чем свидетельствуют наиболее важные показатели – ВВП на душу населения, производительность труда). Показатель «капитализация/ВВП» в первую очередь говорит о национальных особенностях

привлечения капитала предприятиями, т.е. в данном случае речь идет об акционерном капитале. Здесь стоит отметить и роль банковского сектора и других финансовых посредников в обеспечении предприятий финансовыми активами. В литературе взаимосвязь между финансовыми посредниками и рынком акций, т.е. являются ли они субститутами или дополняющими друг друга элементами, до сих пор не изучена полностью. Тем не менее в той же Германии многие экономисты считают, что менее развитый рынок акций по сравнению с англосаксонскими странами является недостатком ее финансовой системы. Иными словами, развитый рынок акций рассматривается как фактор, повышающий конкурентоспособность экономики. Неслучайно с 1990-х гг. на правительственном уровне Германии предпринимаются шаги по стимулированию развития рынка акций в этой стране.

А в Финансовой системе Франции в 1980–90-е гг. очень быстро происходили изменения, позволяющие говорить о том, что она постепенно отходит от так называемой континентальной модели, опирающейся преимущественно на банки, и переходит к англосаксонской модели с опорой на рынок ценных бумаг.

Другие экономисты полагают, что более высокая роль банковского сектора в привлечении капитала предприятиями в сравнении с рынком акций приводит к более устойчивой, надежной национальной финансовой среде.

Важно отметить, что показатель ликвидности, а также доступность достоверной информации являются одними из движущих сил развития и функционирования рынка акций.

Кроме того, ликвидность более наглядно показывает, как рынок акций связан с экономическим ростом в стране.

Существующие эмпирические исследования подтверждают взаимосвязь между ликвидностью рынка акций и экономическим ростом: страны с более ликвидными рынками обладают более высокими уровнями привлечения капитала и соответственно большей продуктивностью.

Ликвидный рынок акций, который характеризуется активной торговлей среди большого количества инвесторов и фирм, обеспечивает реализацию приемлемых стратегий как для инвесторов, так и для фирм-эмитентов.

Ликвидность служит одной из основных характеристик развития рынка акций. Также ликвидность обеспечивает реализацию более эффективного корпоративного управления и распределения ресурсов, которые направляются более продуктивным и инновационным фирмам.

Обычно используют два подхода для измерения ликвидности: 1) отношение совокупной стоимости реализованных в определенном периоде акций к ВВП. Этот индикатор измеряет общую торговую активность на рынке относительно масштабов экономики; 2) отношение совокупной стоимости реализованных в определенном периоде акций к капитализации рынка акций. Данный индикатор, известный как оборот, измеряет общую торговую активность на рынке относительно масштабов рынка акций. Необходимо отметить, что указанные индикаторы не измеряют ликвидность как таковую, а измеряют общую торговую активность на рынке относительно масштабов экономики и рынка акций; 3) показатель *оборота*, взятый по отношению к

капитализации, также характеризует ликвидность национального рынка акций.

В 1990-е гг. во всех странах резко активизировалась торговля акциями. За 1990–2000 гг. оборот системы NASDAQ вырос с 452 до 19 799 млрд долл. (ликвидность рынка – со 146 до 550%), на Нью-Йоркской фондовой бирже – с 1325 до 11 060 млрд долл. (ликвидность – с 50 до 100%) [1]. В 2001–2002 гг. вследствие кризиса на рынках акций обороты на многих биржах сократились, тем не менее, ликвидность осталась на высоком уровне, учитывая тот факт, что капитализация тоже снизилась: в целом по США – 146% в 2005 г. [1], в Германии данный показатель составил 157%. Высокой ликвидностью обладают и азиатские рынки Саудовской Аравии, Индии, Кореи, Тайваня, Китая.

Двумя важными факторами роста оборотов стали либерализация финансовых рынков и устранение барьеров на пути движения капиталов, а со второй половины 1990-х гг. – широкое распространение Интернета, что резко сократило издержки инвесторов, ускорило поступление информации и позволило торговать населению прямо из дома практически в режиме реального времени. Причем по степени компьютеризации и использования Интернета многие формирующиеся рынки (Тайвань, Китай, Корея, Индия, Россия) ничем не уступают, а нередко находятся на том же уровне, что и рынки развитых стран.

При определении тенденций в развитии рынка акций огромное значение имеют макроэкономические факторы, которые отражают состояние экономики и влияют на развитие рынка.

Стабильность макроэкономической среды занимает центральное место в развитии рынка акций. Высокая макроэкономическая нестабильность вызывает волатильность на рынке акций, в то время как стабильность в указанных сферах, например низкий уровень инфляции, побуждает развитие рынка акций.

Такими факторами, которые определяют состояние национальной экономики и влияют на развитие рынков акций, являются, например: состояние финансовой, денежной, валютной систем страны, объем производства, открытость экономики, уровень инфляции в стране, уровень дохода, безработицы, бизнес-климат в стране, денежные переводы, институциональная составляющая и др. Рассмотрим некоторые из них.

Денежные переводы в некоторых странах, особенно в странах Среднего Востока и Центральной Азии, стали более объемным источником внешнего финансирования, чем прямые иностранные инвестиции. Уровень денежных переводов таких стран, как Египет, Марокко, Иордания, Пакистан, где значительная доля рабочей силы эмигрирует, соответствует уровню денежных переводов стран с большими запасами нефти и природного газа. Основными мотивами денежных переводов домой в перечисленных странах являются:

- солидарность;
- привязанность к дому;
- желание диверсифицировать инвестиционный портфель;
- колебания в валютном курсе [4].

С точки зрения влияния денежных переводов на экономическое развитие страны можно выделить следующие основные тенденции:

- снижение бедности;
- увеличение корпораций;
- улучшение уровня детского образования;
- снижение детской смертности [4].

В целом же вопрос о влиянии денежных переводов на экономику страны до сих пор остается открытым. Более того, как было отмечено ранее, в литературе существует убеждение в том, что денежные переводы побуждают финансовое развитие в развивающихся странах, т.к. увеличивают доход и общий уровень депозитов и кредитов, обслуживаемых местным банковским сектором. Стоит отметить, что большая доля денежных переводов проходит через более или менее формальные системы.

С институциональной точки зрения доказано, что банки и другие финансовые организации, через которые переходят денежные переводы, растут с увеличением объема переводов, также увеличивается уровень профессионализма в сфере финансового сектора принимающей страны. Более того, принимающие страны не всегда потребляют все получаемые денежные средства, часть из них остается на счетах владельца денежных средств (например, в случае банковского депозита). Поэтому в качестве одного из показателей капитализации рынка акций используется общий объем работающих переводов в ВВП.

Доход является одним из факторов развития рынка акций. Доход оказывает положительное и довольно значительное влияние на капитализацию рынка акций, а значит, и на его развитие. Более высокие уровни дохода часто ассоциируются с более развитой институциональной составляющей рынка акций, а также с более развитым механизмом бизнес-цикла. Таким образом, чем выше доход населения и, соответственно, больше процветающих компаний, имеющих котировки на рынке акций, тем отчетливее тенденция к инвестированию в рынок акций [4].

Важным фактором развития рынка акций является *уровень инфляции*, который в свою очередь измеряет макроэкономическую стабильность. В литературе чаще используется показатель изменений в уровне инфляции, чем сам уровень инфляции, т.к. стабильный и умеренный уровень инфляции может означать макроэкономическую стабильность, по сравнению с умеренным, но довольно не стабильным уровнем инфляции.

В связи с тем что степень неопределенности на рынке акций может увеличиваться на фоне волатильности уровня инфляции, люди, при этом, становятся менее заинтересованы в участии в торгах на рынке акций [4].

Огромную роль в развитии рынка акций играет *институциональная составляющая*, которая может быть интерпретирована как набор норм и правил, которые придают форму социальному, политическому и экономическому взаимодействию между членами общества, или как организационные институты, такие как политические, экономические социальные, образовательные и другие учреждения.

Институты могут оказывать влияние на развитие рынка акций в двух направлениях. Первое: наиболее развитые институты, которые характеризуются большей прозрачностью, меньшей коррупцией и эффективной защитой прав собственности, способствуют уверенности инвесто-

ров, тем самым увеличивая спрос на акции и, соответственно, рост рынка акций. Второе: наиболее развитые институты способствуют экономическому росту, тем самым увеличивая основу рынка акций. Качество институтов часто ставят в зависимость от показателя степени экономической свободы страны, для измерения которой используется Heritage Foundation's Index of Economic Freedom, который основан на 10 показателях:

1. Торговая политика.
2. Фискальные издержки.
3. Степень государственного вмешательства.
4. Монетарная политика.
5. Потоки капитала и зарубежные инвестиции.
6. Банковская сфера и финансы.
7. Право собственности.
8. Заработная плата и уровень цен.
9. Регулирование рынка акций.
10. Теневой рынок [4].

Значение данного Индекса варьируется от 0 до 100 пунктов, показывая уровень экономической свободы страны и, следовательно, качества институтов. Более высокое значение Индекса соответствует более высокому уровню качества институтов.

Однако существуют некоторые трудности определения степени зависимости между качеством институтов и степенью экономической свободы страны: всегда ли данные величины согласуются между собой? Несмотря на

это, индекс пока считается более точным и широко используется для измерения качества институтов.

В целом можно сказать, что развитие рынка акций является неотъемлемой частью финансового развития страны, что в свою очередь приводит к экономическому росту.

При этом стоит отметить, что развитие, становление эффективного рынка акций, как правило, проходит этап кризиса, который не является следствием того, что рынок достиг вершины своего развития. Финансовый кризис является одним из этапов развития рынка акций.

Соответственно, эффективность рынка акций заключается в способности сохранять устойчивость в условиях кризиса.

Развитая институциональная составляющая, низкий и стабильный уровень инфляции, высокий уровень доходов, сбережений, денежных переводов, а также другие высокие показатели экономического развития в стране способствуют росту рынка акций, увеличению его эффективности.

Развитый же рынок акций приводит к дальнейшему экономическому, в частности финансовому, росту.

Таким образом, между уровнем развития национального рынка акций и уровнем развития экономики существует прямая и обратная зависимость: прямая – рост масштабов акционерного капитала приводит к увеличению национального ВВП, обратная – рост ВВП влияет на развитие всего национального капитала.

ЛИТЕРАТУРА

1. *Современные фондовые рынки: Учеб. пособие.* М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. 926 с.
2. *Laporta R., Lopez-de-Silanes F., Shliefer A., Vishny R.* Low and Finance // *Journal of Political Economy.* 1998. № 106 (6).
3. *Rajan R.G., Zingales L.* The Great Reversals: The Politics of Financial Development of the 20th Century. Режим доступа: <http://www.oecd.org/eco/eco>
4. *Billmeier A., Massa I.* What Drives Stock Market Development in the Middle East and Central Asia – Institutions, Remittances, or Natural Resources? Режим доступа: <http://www.imf.org>

Статья представлена научной редакцией «Экономика» 24 ноября 2008 г.