

Методология анализа функций рынка ценных бумаг

© 2009 К.В. Криничанский

кандидат экономических наук, доцент

Южно-Уральский государственный университет, г. Челябинск

Рассматривается методология анализа осуществления рынком ценных бумаг функций, характеризующих его взаимосвязь с экономической системой. Уделяется внимание вопросам оценки выполнения рынком ценных бумаг функций трансформации сбережений в инвестиции и аллокативной.

Ключевые слова: рынок ценных бумаг, функции, методология анализа.

Предметом настоящей работы являются методологические проблемы, связанные с оценкой выполнения рынком ценных бумаг функций, наиболее явно характеризующих его взаимосвязь с экономической системой, и подходы к их решению. К таким функциям мы относим:

- (1) функцию трансформации сбережений в инвестиции;
- (2) аллокативную функцию;
- (3) функцию стимулирования экономической активности;
- (4) информационную функцию.

Описание такого рода функций содержится во множестве работ разных авторов. Однако в большинстве из них мы не находим ясных подходов к оценке функциональности рынка ценных бумаг, т.е. ответа на вопрос, как оценить, насколько успешно работают его институты, приводит ли это к улучшению работы экономического механизма и позитивному изменению ключевых параметров экономической системы. Наиболее удачные из попыток такого рода содержатся в работах Дж. Стиглица (*J. Stiglitz*) (1981, 1993), Р. Ливайна (*R. Levine*) (1997), В. Евстигнеева (2002). В настоящей работе заостряется внимание на следующих методологических проблемах: сложном и неоднозначном выборе параметров, которые позволяли бы показать выполнение рынком ценных бумаг указанных функций и отследить возникающие в связи с этим системные эффекты; трудности интерпретации работы передаточных механизмов, связывающих финансовый рынок и экономику. Кроме теоретической актуальности, решение этих проблем имеет и практическую значимость, так как дискуссионность подходов к их решению вызывает справедливое возражение относительно корректности использования выводов о роли и участии рынка ценных бумаг в определенных экономических процессах с позиции нормативного подхода.

Методология анализа функции трансформации сбережений в инвестиции. В литературе широко представлен дескриптивный анализ выпол-

нения *экономической системой* функции трансформации сбережений в инвестиции. Данный анализ содержит расчет и оценку таких параметров и характеристик макроэкономического уровня, как нормы сбережений и инвестиций, объемы валовых сбережений и инвестиций в основной капитал, денежные доходы населения, структура сбережений домохозяйств, структура источников финансирования инвестиций предприятий и т.п. В целом, такой подход не содержит акцента на том, какие институты и технологии задействованы в выполнении данной функции, так что в его рамках эта функция является ничем иным, как автоматическим срабатыванием определенного встроенного механизма в ответ на создаваемые системой стимулы и заданные исходные пропорции. Таким образом, в рамках данного подхода мы не сможем приблизиться к пониманию того, почему возникают гигантские по своим масштабам сектор финансовых услуг и финансовый рынок, и к уяснению того, что этот рынок играет значимую роль в современной экономике.

Подобная постановка проблемы влечет за собой несколько подходов к решению. Один из них может заключаться в более глубоком изучении взаимосвязи между показателями, характеризующими функционирование рынка ценных бумаг (финансового рынка), и макропоказателями, отражающими сберегательные процессы и инвестиции. С этой целью может быть предложено использование таких показателей, отражающих работу рынка ценных бумаг, как суммарные рыночные (биржевые) обороты, рыночная капитализация национального рынка, отдельных секторов и компаний и др.

Могут ли данные показатели служить в качестве детерминантов объема валовых инвестиций в основной капитал? В чем может состоять причина тесной связи параметров биржевых оборотов и валовых инвестиций? Она может заключаться в том, что показатель биржевых оборотов характеризует одновременно и сторону сбе-

режений, и сторону инвестиций посредством отражения в нем такой характеристики фондового рынка, как ликвидность. Ликвидность обращающихся ценных бумаг определяет: 1) решения об использовании (размещении) сбережений первичными собственниками богатства и институтами, представляющими их интересы, и 2) возможности компаний по привлечению капитала в целях осуществления инвестиций. Ликвидность рынка, представленная как величина суммарных биржевых оборотов, оказывает значительное влияние на структуру сбережений: наиболее ликвидные рынки создают в экономике необходимые предпосылки для развития модели широкого держания ценных бумаг с высококоразвитыми институтами коллективных инвестиций. Этой модели будет соответствовать система перераспределения доходов, отличительная черта которой заключается в том, что аллокативные и релокативные процессы осуществляются в значительной мере не в связи с принятием волюнтаристских, полностью или фрагментарно регламентированных в рамках системы права решений, возможных в связи с формированием определенной государственной или политической модели, а в связи с функционированием рынков, назначающих вознаграждение его участникам через систему цен, поддерживаемую конкурентной рыночной структурой.

На чем может быть основана тесная эмпирическая связь объемов рыночных оборотов и валовых инвестиций в основной капитал, кроме стороны сбережений? На наш взгляд, это влияние может отражать процессы, связывающие биржевую активность с финансовыми потоками компаний. С одной стороны, ожидаемые денежные потоки (согласно логике принятия инвестиционных решений в рамках фундаментального подхода) детерминируют степень оценки ценных бумаг, с другой стороны, эта оценка создает предпосылки для инвестиционной активности, инвестиционных решений корпораций. Все это в совокупности изменяет структуру инвестиций, складывающуюся в процессе трансформации сбережений в инвестиции. Такая структура находится под воздействием спонтанного рыночного регулирования ликвидности различных ценных бумаг. Для фирм, предлагающих неэффективные проекты, рынок не создает благоприятных условий котирования их ценных бумаг. На рынках данных бумаг не возникает достаточный спрос, при их публичной оценке инвесторы выставляют запретительно высокие дисконты. Это ограничивает возможность проведения такими фирмами инвестиционной политики, требующей обращения к внешним ресурсам. Чем более эффективные проекты предлагают фирмы и чем выше их деловая репутация и инвестиционный рейтинг их бумаг, тем лучшими становятся

условия для привлечения ими денежных ресурсов на финансовом рынке. В результате формируется равновесная структура инвестиций, в которой предпочтение отдается более эффективным фирмам и проектам (во всяком случае, если мы соглашаемся доверять тем показателям, которые они раскрывают и с помощью которых стремятся убедить публику в своем успехе).

Тенденция к использованию лучших проектов прослеживается и в системах с иной моделью контроля над использованием (размещением) капитала, например, моделью, преимущественно основанной на банках, но модель, основанная на фондовом рынке, приносит дополнительные выгоды. Во-первых, она позволяет беспрепятственно финансировать даже самые крупные проекты, которые были бы не под силу с иной системой мобилизации капитала. Во-вторых, данная модель обеспечивает агентов, финансирующих с ее помощью инвестиционные проекты, простой и удобной системой выхода, что делает гораздо более гибким процесс перераспределения капитала, его межфирменного и межсекторного перемещения. В масштабах всей экономики это может иметь тенденцию к более эффективному функционированию экономики и более рациональному размещению ресурсов. Но данный процесс возможен только в рамках ликвидного рынка, и одним из наиболее удобных способов оценки ликвидности (и ее динамики) можно считать отслеживание величины (динамики) биржевых оборотов (нормированных по отношению к какому-то третьему показателю, например, валовым капиталовложениям или ВВП).

Следующий показатель, предположительно, тесно связанный с величиной инвестиций, - это показатель рыночной капитализации. Рассмотрим ситуацию на уровне отдельной фирмы. Показатель капитализации, суммируя рыночную оценку стоимости всех акций компании, отображает характер восприятия рынком реализуемой ею стратегии. Эта стратегия с необходимостью включает инвестиционную составляющую и способы реализации цели повышения благосостояния акционеров. Планируемые инвестиции и рыночная капитализация (целевой показатель с точки зрения собственников фирмы) согласно подходу, разработанному Ф. Модильяни и М. Миллером, обнаруживают зависимость, показанную формулой

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

где MC - рыночная капитализация компании;
 r - нормальный уровень доходности на акции компаний данной группы;
 E - величина чистой прибыли компании;
 Inv - величина инвестиций компании;
 t - указатель периода.

Из данного соотношения видно, что нельзя считать *любые* инвестиции благом для компании и ее акционеров. Связь между планируемыми инвестициями и текущей капитализацией компании объясняется способностью фирмы генерировать экономическую прибыль. Приведенное уравнение показывает, что капитализация чувствительна к соотношению рентабельности инвестиций компании (r^*) и нормальных издержек на обслуживание капитала (r). При $r^*(t) > r$ стоимость фирмы будет расти, при $r^*(t) < r$ инвестиции будут снижать стоимость (капитализацию) компании. Это своего рода встроенный механизм выбора лучших фирм, отвечающий принципу рационального поведения агентов и работающий настолько точно, насколько удовлетворительно работает система раскрытия информации и насколько эта информация достоверна.

Таким образом, *анализ функции трансформации сбережений в инвестиции методологически корректно строить с помощью поиска условий, приводящих к максимизации полезности агентов, осуществляющих сбережения*. Мы видим, что в связи с появлением и функционированием рынка ценных бумаг данные сбережения могут свободно циркулировать - обращаться в форму ценных бумаг и обратно в деньги, и при этом, находясь в ценных бумагах, они получают адекватную рыночную оценку. Капитализация в таком случае оказывается целевой функцией, а рентабельность инвестиций в основной капитал - объясняющей переменной, характеризующей качество управления компанией.

Данный вывод помогает глубже понять механизм взаимосвязи инвестиций и экономического роста. В числе прочего используемый подход предлагает удовлетворительное объяснение тому факту, что отдельные группы стран, имеющих довольно высокую норму инвестиций, но не добивающихся успеха в развитии фондового рынка (что отражается в малых значениях индикаторов его капитализации и оборотов), могут уступать по показателю темпа экономического роста другим странам с более скромными параметрами доли инвестиций в доходе. Очевидно, это связано с относительными различиями нормы эффективности инвестиций в таких странах. Рынок ценных бумаг может быть слабо представлен в структуре источников финансирования инвестиций, но его функция не исчерпывается исключительно перекладыванием ресурсов из одних фондов в другие. Организация с помощью рынка ценных бумаг процесса трансформации сбережений в инвестиции является гораздо более тонким механизмом. Анализ соответствующей функции не исчерпывается исключительно описанием мобилизации крупных капиталов для инвестиций и осуществления оперативного межотраслевого перетока капитала. Инструментарий механизма данной транс-

формации - это ликвидность рынка, институты корпоративного управления, производства, раскрытия и передачи информации. Поэтому и методы ее анализа апеллируют к оценке воздействия степени ликвидности и параметров институционального порядка на инвестиционную активность.

Основы методологии анализа аллокативной функции рынка ценных бумаг. Выше уже обращалось внимание на то, что такие параметры рынка ценных бумаг, как рыночные обороты и капитализация, могут оказать значительное влияние на структуру инвестиций в основной капитал. Продолжим рассмотрение механизма этого влияния.

Показатель биржевых (рыночных) оборотов, как уже отмечено, характеризует ликвидность рынка ценных бумаг. Компании, котирующие свои бумаги на ликвидном рынке, имеют следующие возможности и преимущества: 1) возможность использования рынка акций и облигаций как дополнительного канала финансирования своих инвестиционных программ; 2) оценку своих стратегий и действий, получаемую в виде изменений в показателях капитализации и стоимости капитала, которую можно охарактеризовать как независимую объективную рыночную экспертизу; 3) лучшие способы урегулирования конфликта между собственниками и менеджерами. Кроме того, собственники прав на активы имеют в условиях ликвидного рынка большую свободу в принятии решений о перемещении своего капитала в альтернативные секторы.

Суммируя данные доводы, следует указать, что появление и развитие рынка ценных бумаг будет стимулироваться вышеперечисленными преимуществами. В свою очередь, развитие ликвидного рынка ценных бумаг приведет к тому, что: 1) лучшие (более эффективные) компании и проекты получают в избытке финансовые ресурсы, и стоимость этих ресурсов будет сравнительно более низкой относительно менее эффективных компаний; 2) руководство компаний будет стремиться к постоянному повышению нормы отдачи на собственный и инвестированный капитал¹; 3) инвесторы, в целом следующие такой (общепринятой) логике, будут продолжать доверять финансовой системе и, действуя рационально, оказывать мощную финансовую поддержку наиболее эффективным проектам. Это, в свою очередь, определяет структуру инвестиций в основной капитал.

¹ Это обстоятельство, впрочем, является преимуществом, только если речь идет о долгосрочных индикаторах эффективной работы компаний. Стремление менеджеров "угодить" акционерам как можно быстрее порождает не вполне эффективные (в сопоставлении с альтернативными) и чрезмерно рискованные инвестиции.

Другим аспектом влияния рынка ценных бумаг на структуру инвестиций является то, что в результате становления ликвидных рынков открывается возможность с относительно меньшим риском и издержками осуществлять относительно более крупные, капиталоемкие, долгосрочные и высокоокупаемые проекты, которые не могли бы быть профинансированы ни отдельными обладателями капитала, ни посредством альтернативных форм финансового посредничества. С помощью рынка ценных бумаг это становится возможным вследствие вовлечения в процесс инвестирования множества сберегателей, получающих в результате приобретения ценнобумажных активов одновременно и денежные доходы, и значительное снижение индивидуальных рисков. Поэтому анализ аллокативной функции может также вестись посредством поиска изменений в структуре сбережений домохозяйств, распределения богатства репрезентативных агентов по различным категориям активов.

Механизм осуществления рынком ценных бумаг аллокативной функции опирается на свойство его ликвидности и возможность экспериментирования со стороны инвесторов, облакающих свои представления относительно риска в форму диверсифицированного портфеля ценных бумаг. Ликвидность рынка оказывает влияние на инвестиционные решения как располагающей капиталом публики, так и фирм-эмитентов. Большая ликвидность определяет значительный объем средств, вовлекаемых рынком в результате игры частных инвесторов, и одновременно структурный сдвиг в пользу более длительных и (предположительно) высокоокупаемых технологий. Если бы транзакционные издержки на рынке ценных бумаг не имели тенденции к снижению и обмен требований на собственность (прав, заключенных в ценных бумагах) оставался дорогостоящим, то технологии производства с более длинными периодами окупаемости остались бы всего лишь желанием, но не действительностью.

Что касается отраслевой структуры, то однозначных выводов в отсутствие привязки к определенному периоду и месту, а следовательно, технологическому циклу здесь сделать нельзя. Предположительно, эффективная работа финансовой системы облегчает протекание процесса как смены технологий, так и бурного роста компаний и отраслей, использующих передовые (*hi-tech*) технологии, способствует технологической диффузии.

Влияние рынка ценных бумаг на размещение ресурсов также происходит в связи с тем, что данный рынок обеспечивает смягчение рисков, связанных с инвестициями в проекты, фирмы, отрасли, регионы и страны. Самостоятельное использо-

вание портфельных технологий, использование услуг, оказываемых институтами коллективных инвестиций на рынке ценных бумаг, включение в инструментарий операций с финансовыми производными и прочие действия, направленные на объединение, рассредоточение и диверсификацию риска, обуславливают формирование особой структуры общенационального портфеля ценных бумаг, а через это - особой структуры отраслевого размещения ресурсов.

Возможности достижения с помощью финансовых рынков диверсификации риска создают тенденцию к изменению портфельных стратегий, а именно к включению в портфели проектов с более высокими средними ожидаемыми доходами по инвестициям. В результате преодолевается известная дилемма поведения инвестора, заключающаяся в том, что более доходные проекты несут в себе более высокий риск, чем проекты с относительно меньшей ожидаемой доходностью. Не склонные к риску сберегатели (их доля подавляющая) посредством диверсификации получают возможность войти в более прибыльные проекты. Это, в свою очередь, подпитывает процесс осуществления инвестиций в инновационные проекты со стороны фирм и ведет к непрерывному созданию технологических новшеств. Специально созданные для этой цели институты типа венчурных фондов показывают свою способность управлять диверсифицированным портфелем инновационных проектов, уменьшая риск и продвигая инвестиции в технологический инновационный сектор. Финансовый рынок, делая легко достижимой диверсификацию риска, вносит еще одну поправку в структуру размещения ресурсов, определяя в ней место для высокотехнологичных рискованных инновационных технологий и производств.

Таким образом, есть основания искать взаимосвязь между показателями, характеризующими ликвидность рынков ценных бумаг, например, динамикой рыночных оборотов и индикаторов отношения таких оборотов к ВВП и т.п., и параметрами, отражающими структурные изменения в экономике - динамикой инвестиций в основной капитал отдельных секторов - *hi-tech*, *middle-tech*, динамикой прибыли в этих секторах, а также динамикой взвешенных индикаторов инвестиций, реализации, прибыли, занятости, заработной платы в таких секторах. Также в качестве объясняемых переменных могут быть проверены показатели доли капитализации компаний "новой экономики" в общем объеме капитализации, взвешенные объемы привлеченных средств в результате проведения *IPO* такими компаниями, объем стоимости чистых активов венчурных фондов.