

# Рынок капитала в национальной экономике

Александр Джумов,  
кандидат экономических наук

Проблема капитала во всем многообразии ее теоретических и прикладных аспектов относится к наиболее сложным и неоднозначным в современной экономической теории. Одна из причин столь сильного интереса коренится в том, что именно в теории капитала “спрятана” загадка происхождения и распределения прибыли и взаимосвязанных с ней проблем экономического роста.

Обогащению данной теории в значительной степени способствовала неоклассическая теоретическая школа, характеризующаяся глубоким осмысливанием и обоснованием значения и механизмов функционирования рынков капитала, возрастания роли финансового сектора в системе ресурсного обеспечения коммерческой деятельности экономических субъектов, исследованием процессов взаимодействия крупных корпораций на национальных и международных финансовых рынках.

**В**лияние неоклассики нашло свое отражение и в формировании принципиально иной логики и трактовки содержания финансовой науки, основанной на его преобразовании от понимания финансов исключительно как средств государства к концентрации внимания на потенциале частных компаний, систематизации знаний об основных принципах функционирования финансовых рынков, построении инвестиционных моделей, разработке практического инструментария для участников стабильно функционирующих рынков капитала.

Результаты данных исследований получили свое наиболее зрелое воплощение в теориях: структуры капитала Ф.Модильяни – Г.Миллера (*theory of capital structure*)<sup>1</sup>,

оптимального портфеля Г.Марковица (*portfolio theory*)<sup>2</sup>, модели ценообразования финансовых активов У.Шарпа<sup>3</sup>, Дж.Линнера<sup>4</sup>, Дж.Трейнора<sup>5</sup>, Я.Моссина (*capital asset pricing model*)<sup>6</sup>, модели арбитражного ценообразования (*the arbitrage theory of capital asset pricing*) С.Росса<sup>7</sup>, модели опционного ценообразования Ф.Блека и М.Шоулза (*the options pricing model*)<sup>8</sup>, эффективных рынков капитала Ю.Фамы, Г.Робертса (*efficient capital markets*)<sup>9</sup> и др.

Следует выделить еще один позитивный аспект неоклассической теории.

Отличительной особенностью капитала является присущий ему феномен *расширенного воспроизводства*, подразумевающий наличие способности к увеличению в постоянно расширяющихся масштабах.

Так, в отличие от фактора “земля”, пребывающего в неизменных размерах, и фактора “труд”, детерминированного множеством компонент как социально-экономического, так и демографического характера, фактор “капитал” в стабильно функционирующей экономике имеет ярко выраженную тенденцию к увеличению, опосредующую процессы его накопления.

Воспроизводственный аспект, характерный для капитала, особо подчеркивается представителями всех ведущих экономических школ. Доминирующей проблемой в данной интерпретации становится источник возрастаия капитала, сокрытый в категории процента.

Разным является объяснение причин, лежащих в его основании.

Так, марксистское понимание капитала основано на преобладании эксплуататорских мотивов используемого труда наемных работников. Представители марксизма акцентируют внимание на насильственном характере перераспределения богатства общества, приводя в качестве примеров операции ростовщичества, работоговлю, случаи насильственного удаления крестьян от земель (известное огораживание в Англии).

Сберегательный аспект практически игнорируется представителями данной теоретической школы. Тем не менее, именно он, ориентированный на преобладание предпочтений, обусловленных сберегательными мотивами, представляет наибольший интерес.

Переход, трансформация традиционной экономики в рыночную неизбежно сопровождается установлением характерной структуры собственности и процессами первоначального накопления капитала. При этом в данных процессах преобладающей является либо перераспределительная, либо сберегательная составляющие. Зачастую именно они могут быть поставлены во главу угла тех или иных теоретических направлений.

Реальная экономическая история, несомненно, изобилует примерами и характеризуется наличием всех составляющих механизма первоначального накопления капитала. Однако, причины процветания стран, ориентированных на становление ангlosаксонской модели финансово-го сектора экономики, кроются, в первую очередь, в плоскости преобладания сберегательного характера первоначального накопления капитала по сравнению с перераспределительными мотивами.

Так, в известной работе экономиста-социолога Макса Вебера “Протестантская этика и дух капитализма”<sup>10</sup> прослеживаются четкие причинно-следственные связи между зарождением в Западной Европе современного капитализма и формированием в эпоху позднего средневековья морально-религиозных установок, характеризующих протестантскую религию и направленных на высокую склонность к сбережениям, экономию рабочего времени, яркое выраженное стремление к прирастанию богатства.

В данном контексте отметим идеи исследования зависимости возрастаия капитала от его собственной производительной силы, предоставляемые теорией чистой производительности капитала И.Фишера, и психологические аспекты понимания процента как одной из составляющих теории предельной полезности, выдвигаемой австрийской экономической школой (Е.Бем-Баверк).

Так, в соответствии с теорией предельной полезности трактовка

процента базируется на процессах психологического предпочтения настоящего времени будущему и связанных с ним возможностях незамедлительного удовлетворения возникающих потребностей в различного рода благах, их более высоких ценностных характеристиках в сравнении с отдаленной перспективой, а также с желанием получения будущего дохода, компенсирующего отказ от текущего потребления. Неотъемлемым элементом данного теоретического подхода является активное использование метода дисконтирования как одного из наиболее эффективных методов исследования рынка капитала.

В отличие от теории предельной полезности Е.Бем-Баверка, акцентирующей внимание на особенностях формирования предложения капитала, теория чистой производительности капитала И.Фишера ориентирована на описание событий со стороны спроса на капитал. Согласно И.Фишеру (“Теория процента, обусловленного желанием тратить доход и возможность инвестировать его”), реальная процентная ставка представляет собой цену, уравновешивающую спрос на капитал и предложение капитала<sup>11</sup>. Таким образом, две вышеуказанные теории могут рассматриваться как взаимодополняемые, органично формирующие теорию капитала.

**О**днако, отмеченные выше достоинства, внутренне присущие неоклассической теории, не могут нивелировать несостоятельность некоторых ее исходных предпосылок, методологических основ, используемых в настоящее время и отечественной экономической наукой.

Выделение данных основ с выработкой соответствующих альтернатив имеет особое значение для российской экономики, в частности, для создания теоретического фундамента формирующегося в стране рынка капитала.

В связи с этим отметим весьма важное обстоятельство, недоучет которого явился одной из причин невозможности реализации предлагаемых неоклассических схем в конкретной практической деятельности.

Опыт рыночных преобразований, осуществляемых на постсоветском пространстве, в том числе и в экономике России, обладает особой степенью уникальности. В ее основе лежит отсутствие аналогов подобных системных трансформаций.

Никогда и нигде в мировой практике капитализм и свойственные ему рыночные формы хозяйствования не создавались в соответствии с разработанными заранее схемами. Не следует отрицать влияние экономических теорий на исторический выбор, и, тем не менее, вся история экономических учений является свидетельством того, что различные теоретические школы генерировали свои основные идеи, главным образом, описывая и объясняя реальную действительность *post factum*.

В основе зарождения капиталистических отношений и их дальнейшего развития лежали, в первую очередь, естественно-исторические условия. Соответственно, возникшее разнообразие моделей рыночной экономики является, в значительной степени, отражением внеэкономических условий, то есть естественно-исторической среды, особенностей специфики и традиций национальной

культуры, цивилизационного развития\*.

Данное обстоятельство в значительной степени было проигнорировано на ранних этапах реформирования, что породило негативные тенденции осуществляемых процессов формирования рынка капитала в экономике России. Так, в нашей стране ориентация на акции как на основной источник инвестиций, характерная для ангlosаксонской модели финансового сектора экономики, не оправдала надежд и ожиданий. Осуществление ваучерной приватизации явилось катализатором процессов перераспределения собственности, производимых на ранних этапах формирования акционерного капитала за счет скупки пакетов акций по низким ценам доминирующими собственниками, не способствуя при этом привлечению инвестиций в реальный сектор экономики.

Использование части векселей субъектов хозяйствования не в качестве классических инструментов коммерческого кредитования, а в несвойственной им роли средства платежа (которой обладают исключительно деньги) способствовало деформациям стоимостных оценок, нарастанию сферы немонетарных взаимодействий, завышению цен и росту издержек предприятий и, вопреки расхожему мнению, не снизило остроту платежного кризиса.

Кризисное состояние российской экономики нашло свое отражение в:

– установлении в результате инициированных государством процессов разрушения централизованной плановой системы механизмов стихийной рыночной саморегуляции, повлекших за собой отток капитала из сферы производства, блокирование производственных инвестиций; преобладание сырьевой направленности российской экономики; рост государственного долга; резкую дифференциацию доходов; усиливающуюся противоречивость интересов различных социальных групп населения;

– деформации механизмов накопления капитала; преобладании их перераспределительных составляющих при игнорировании сберегательных аспектов, находящих свое отражение в концентрации прав собственности, функций управления и распоряжения финансовыми потоками компаний в руках групп инсайдеров – лиц, обладающих эксклюзивной информацией из-за слабой формы информационной эффективности и асимметрии информации в российской экономике и использующих данную форму контроля для неравномерного распределения денежных доходов и извлечения инсайдерской ренты;

– усилении конфликта интересов собственников (владельцев крупных пакетов акций-мажоритариев и миноритарных акционеров), менеджеров, наемных работников. Стремление к личному обогащению в ущерб приросту общественного благосостояния влечет за собой искажение

\* В качестве наиболее успешных в данном отношении могут фигурировать Сингапур, Япония, Китай и иные страны конфуцианского культурного региона, сочетающие стабильное экономическое развитие с традиционными самобытными ценностями: широким ареалом распространения фэн-шуй (гармонии личности и природы), высоким авторитетом знания, соблюдением жесткой рыночной дисциплины, приоритетом колLECTивизма над индивидуальностью.

инвестиционных стратегий на отечественных предприятиях, обладающих краткосрочными горизонтами инвестирования, и не способствует расширенному воспроизведству активов высокого качества. Деформация инвестиционных функций находит свое отражение и в отказе корпораций от внедрения инноваций, технологического обновления основного капитала, приводящем, в итоге, к деградации производства капитальных благ и научноемких отраслей экономики;

– формировании периферийного положения России в иерархии мировых рынков капитала, порождаемого вследствие процессов глобализации и интернационализации и влекущего за собой несправедливость и незквивалентность процессов обмена. Отношения между центром, представленным развитыми странами, и периферией подразумевают преобладание импорта высокотехнологичных товаров и услуг, направленного от первых ко вторым, противоположное движение экспорта сырьевых и низкотехнологичных товаров, потерю наиболее качественных ресурсов, воплощенных в инновациях, интеллектуальной собственности, наиболее ценных элементах национального богатства.

**И**стоки отмечаемых противоречий коренятся как в исторической, так и в социально-культурной плоскостях.

Так, происхождение западноевропейского капитализма неразрывно связано с особенностями формирования греко-римской цивилизации, во многом способствовавшей динамичному кардинальному преобразованию основ традиционного обще-

ства и всемерной рационализации всей структуры общественно-экономических отношений. Соответственно, и условия формирования западноевропейских национальных экономик и разнообразных сегментов рынка капитала обладают определенной спецификой.

Данная специфика обусловлена, во-первых, широким ареалом влияния протестантской этики, квинтэссенции Реформации, способствующей созданию благоприятных условий для экономического процветания, неизменного предпочтения индивидуальной экономической свободы и наличия множества вариантов инвестиционных вложений. Следствием данной специфики явилось закрепление за капиталом и собственностью особого статуса, способствующего реализации возможностей для индивидуального обогащения и подразумевающего неразрывную взаимосвязь между удовлетворением как личных, так и общественных благ.

Последующая цивилизованная предпринимательская практика в Западной Европе способствовала преобразованию основных этических принципов в правовые нормы делового этикета, сформировавшие при активном участии государства благоприятную морально-правовую среду, стимулировавшую становление фундаментальных основ цивилизованного рынка капитала и его дальнейшего совершенствования.

В отличие от отмеченных характеристик страны Восточной Европы впитали в себя многие черты, внутренне свойственные византийской цивилизации, наследницей которой в значительной степени и являются. Наряду с богатой духовной культу-

рой, созданной в том числе и благодаря привносимым извне элементам данной цивилизации, иные её аспекты проявились в длительном ущемлении прав и свобод личности, игнорировании частнособственнических интересов, преобладающем стремлении населения к неизменной социальной опеке со стороны государства, приоритете мировоззренческих начал, выражаемых в приверженности православной религии, превозносящую жизнь небесную, но не способствующей формированию навыков земной рациональной практической деятельности, накладывающей моральные оковы на процессы личного обогащения и накопления капитала.

В результате имело – негативное отношение к правам частной собственности и капиталу, закрепившееся в последующих поколениях и генотипах, ее неприятие и неуважение, укоренение традиции личной зависимости от государства, низкой склонности к сбережениям вследствие равномерного распределения невысоких денежных доходов, отсутствие в течение длительного временного периода предпринимательской инициативы и возможностей для осуществления диверсифицируемых инвестиционных альтернатив.

**О**бозначенные отличия являются весьма важными с точки зрения формирования основ модели эффективного рынка капитала в национальной экономике и выработки адекватной экономической политики.

Отметим еще одно фундаментальное отличие в позициях представителей неоклассики и альтернативных ей научных направлений. Данное от-

личие вытекает из неоднозначности подходов к рассмотрению социальной структуры общества и его интерпретации либо в виде социально однородных экономических субъектов (так называемых робинзонов), озабоченных редкостью ресурсов и всячески стремящихся максимизировать полезность получаемых благ, либо из различных социальных групп, обладающих множеством противоречивых интересов, требующих соответствующей реализации.

"По общему признанию, – констатирует Дж.Харкорт, – современный сценарий более сложен, чем простая триада землевладельцев, капиталистов и рабочих классической стадии. Тем не менее, социальные классы являются незаменимым элементом анализа, гораздо более уместным, чем попытка начать с изолированных, максимизирующих полезность экономических агентов с их произвольным исходным распределением ресурсов, между которыми власть разделена поровну, что в целом характеризует ортодоксальный подход к этим проблемам"<sup>12</sup>.

От ответа на данный вопрос зависит и сущностный аспект категории капитала.

Так, неоклассическая школа, отвергая в принципе подобные социальные трактовки, выдвигает на первый план постановку вопросов о техническом измерении капитала, базируясь на рассмотрении общества, представленного совокупностью изолированных индивидов, оперирующих исключительно удовлетворением собственных потребностей и максимизацией своей выгоды – от полезности потребительского блага до прибыли фирмы.

Однако не апеллирование к рациональному экономическому человеку как уникальному потребительскому механизму представляется

принципиально важным. Большее значение приобретает игнорирование представителями неоклассической теории существующих между людьми связей и отношений, влекущее за собой превратное представление о тождественности индивидов как прагматичных экономических субъектов и поведенческих аспектов их деятельности. Соответственно, экономика не является социальным организмом, а подобна некой механической системе, функционирующей благодаря действию естественных законов и автоматически достигающей равновесного состояния.

Рассматриваемый подход формирует соответствующее понимание капитала, сводящее его сущностный аспект к признанию в качестве одного из факторов производства, базирующегося на *физической концепции капитала* (*технологический подход*).

Но, ситуация представляется намного более сложной, и посткейсианская альтернатива, и институциональное-социологическое направление, с характерной для них *методологией холизма*<sup>\*</sup>, в настоящее время более соответствуют экономическим реалиям.

Согласно данным альтернативам детерминация деятельности экономических агентов обусловлена их принадлежностью к различным социальным группам и подвержена серьезному влиянию множества факторов неэкономического характера.

**В настоящее время абсолютизация индивидуальных эгоистических интересов, лежащая в основе неоклассических моделей, во многом не соответствует условиям новой формации.**

Примером является современное акционерное общество.

Так, теоретическая схема “экономического человека” оставляет вне сферы своего действия всю совокупность наемных работников и, частично, миноритарных акционеров, не позволяя им максимизировать свою полезность в качестве производителей. Фактически их индивидуальные интересы являются лишь производными от интересов корпорации и общества в целом. Наглядной иллюстрацией является рис.

Ограниченностю неоклассической теории проявляется в том, что управленческие решения объяснимы только в терминах максимизации богатства акционеров и не учитывают агентских издержек, препятствующих данному процессу.

Агентские издержки являются рождением двух основных обстоятельств:

- значительных масштабов злоупотреблений привилегиями, допускаемых менеджерами корпораций;
- некорректности решений, влекущих за собой перемещение богатства от акционеров к держателям корпоративных ценных бумаг и наоборот.

Таким образом, анализ неоклассической парадигмы, положенной в течение полутора десятилетий в основу осуществляемых в России псевдолиберально-монетаристских рыночных преобразований, свидетельствует о несоответствии ее исходных предпосылок, априорных эвристических постулатов изначальным условиям и специфике функционирования российской экономики.

---

\* Методологический холизм базируется на принципе, в соответствии с которым общественные теории основываются на поведении групп индивидов, взятых в целом.

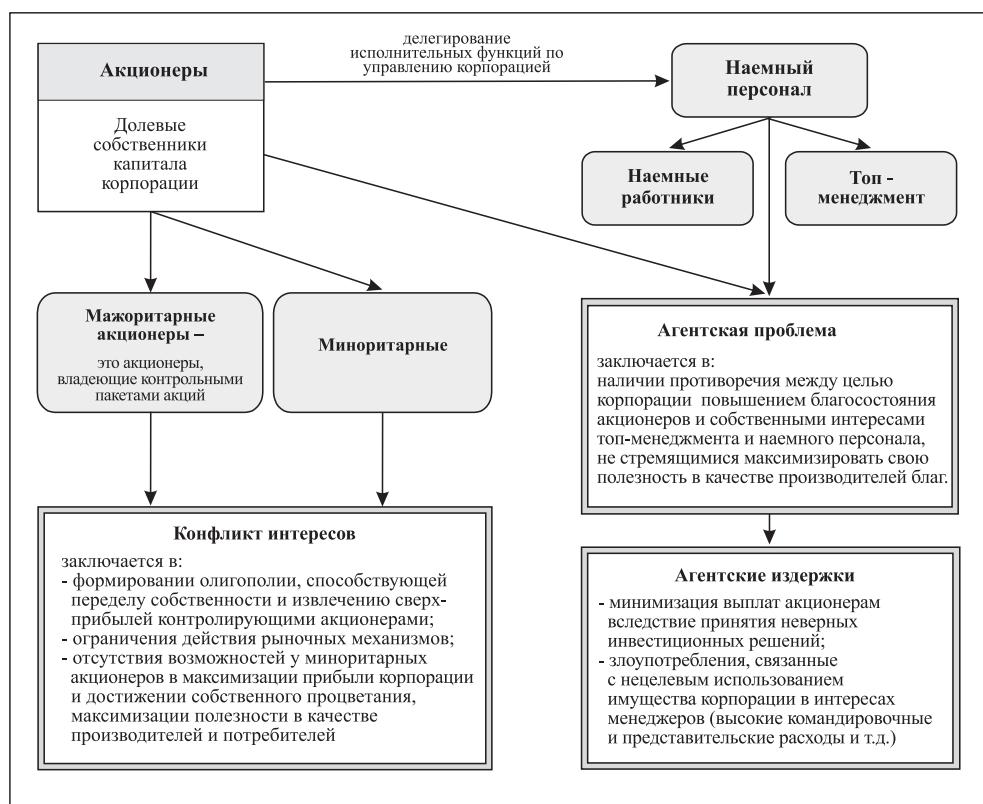


Рис. Формирование системы интересов в современном акционерном обществе

Данное несоответствие порождается, главным образом, ограниченностью “картизянской логики” позитивизма, мировоззренческого ядра неоклассики, характеризующейся преобладанием количественных методов анализа в ущерб качественным аспектам. Оно связано также с технокра-

тичностью и краткосрочностью, с игнорированием особенностей цивилизационного развития страны и формируемых в ней социальных отношений, имеет место абстрагирование от учета реального исторического времени и информационных проблем при принятии инвестиционных решений.

В основу адекватной парадигмы, способной сформировать теоретический фундамент эффективного рынка капитала в экономике России, стимулирующего устойчивое, динамичное развитие и повышение на этой основе уровня благосостояния населения, должны быть положены теоретическое наследие ряда экономических учений классической школы. В том числе, это могут быть марксизм, посткейнсианство и неорикардианство, новый институционализм, современные теории “поведенческих финансов”, триединство рынка капитала.

Полезно использовать лучшие традиции и достижения советской экономической науки (в частности, в области стратегического планирования), синергетики (эволюционной экономической теории), способные генерировать новые идеи.

## Приложения

- <sup>1</sup> *Modigliani F., Miller M.* The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment // American Economic Review. 1958. № 58. December. P. 261–297.
- <sup>2</sup> *Markovits H.M.* Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments. New York: John Wiley & Jons, 1959.
- <sup>3</sup> *Sharpe W.F.* Capital Asset Prices // Journal of Finance. 1964. September. P. 425–442.
- <sup>4</sup> *Lintner J.* The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolio and Capital Budgets // Review of Economics and Statistics. 1965. February. P. 13–67.
- <sup>5</sup> *Treynor J.L.* Towards a Theory of Market Value of Risky Assets // Unpublished paper. Arthur D. Little, Cambridge. MA. 1961.
- <sup>6</sup> *Mossin J.* Equilibrium in a Capital Asset Market // Econometrica. 1966. October. P. 768–783.
- <sup>7</sup> *Ross S.A.* The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing // Journal of Economical Theory. 1976. December. P. 346–362.
- <sup>8</sup> *Black F., Scholes M.* The Pricing of Options and Corporate Liabilities // Journal of Political Economy. 1973. № 31. May–June. P. 637–659.
- <sup>9</sup> *Fama E.F.* Efficient Capital Markets: A. Review of Theory and Empirical Work // Journal of Finance. 1970. May. P. 383–417.
- <sup>10</sup> *Вебер М.* Избранные произведения. Пер. с нем. / Сост., общ. ред. и послесл. Ю.Н. Давыдова; Предислов. П.П.Гайденко. М.: Прогресс, 1990.
- <sup>11</sup> *Fisher J.* The Theory of Interest: As Determined by Impatience to Spend Income and Opportunity to Invest it. Auqustus M.Kelley, Publishers. New York. 1965. P. 117.
- <sup>12</sup> *Harcourt G.C.* Some Cambridge Controversies in the theory of Capital. Cambridge, 1972. P. 113.

