

*Столбов М. И., аспирант кафедры экономической теории МГИМО (У) МИД РФ, эксперт Центра развития*

**Тезисы к докладу “Влияние фондового рынка на экономический рост в развитых странах” на научной конференции “Современное состояние, инструменты и тенденции развития фондового рынка (12.04.2007, МГИМО (У) МИД РФ)”**

Влияние фондового рынка на экономический рост – одно из направлений более общей программы исследований финансового рынка как фактора экономического роста. В рамках данной программы, как правило, анализируется и сопоставляется воздействие на экономический рост двух крупнейших структурных элементов финансового рынка – банковского сектора и фондового рынка.

Исследования западных экономистов (*R. Levine, L. Zingales, T. Beck и др.*), проведённые в 90-е - 2000-е гг., в своём большинстве подтверждают наличие взаимосвязи между развитием фондового рынка и динамикой экономического роста. Эконометрические оценки линейных моделей экономического роста (Барро-регрессии) с включением переменных, отражающих “глубину” фондового рынка (например, отношения капитализации рынка акций, рынка корпоративных облигаций к реальному ВВП), указывают на статистическую состоятельность этих переменных. В общем виде Барро-регрессии можно представить следующим образом:

$$Y_{it} = \alpha_0 + \alpha * F_{it} + \beta * X_{it} + \varepsilon_{it},$$

где  $\alpha_0$ ,  $\alpha$ ,  $\beta$  - коэффициенты,  $F_{it}$  - показатель развития финансового рынка страны  $i$  в момент времени  $t$ ,  $X_{it}$  - значения вспомогательных переменных (уровня инвестиций, темпов инфляции, внешнеторговой квоты и т. п.) для страны  $i$  в момент времени  $t$ ,  $\varepsilon_{it}$  - случайная ошибка регрессии. О положительном воздействии финансового рынка, в том числе, фондового, на

экономический рост можно говорить, если коэффициент  $\alpha$  при переменной  $F_{it}$  положителен и статистически значим.<sup>1</sup>

Согласно расчётам, наиболее ярко выражено воздействие фондового рынка на экономический рост в развитых странах.\* При этом направление этого воздействия в последние годы подвергается детальной верификации: проведённые исследования с использованием теста Грэнжера на причинно-следственную связь преимущественно демонстрируют, что в развитых странах именно развитие фондового рынка стимулирует экономический рост, тогда как для развивающихся стран картина, скорее, обратная – экономический рост потенцирует развитие институтов фондового рынка.

Влияние фондового рынка на экономический рост развитых государств целесообразно проанализировать на примере стран G-7. Под фондовым рынком в данном случае следует понимать рынок акций и корпоративных облигаций.

Среднее значение коэффициента корреляции между отношением капитализации рынка акций к ВВП и темпами прироста реального ВВП в 1990-2005 гг. составило 0,4. Для типичных стран с доминированием фондового рынка в структуре финансового рынка (Великобритания, США) индивидуальные коэффициенты корреляции равны или выше медианного, для стран с банкоориентированной финансовой системой (Германия, Италия) – отрицательны или близки к нулю (табл.1).

---

<sup>1</sup> Levine R. Finance and Growth: Theory and Evidence. - NBER Working Paper № 10766, September 2004. – P. 98.

\* В отличие от приведённого подхода, многочисленные попытки анализа темпов экономического роста и динамики фондовых индексов развитых стран в основном указывают на асинхронность в динамике этих показателей. См., например, П. Ф. Андрукович. Долгосрочная и среднесрочная динамика индекса Доу-Джонса. – Проблемы прогнозирования, 2005, № 2. – С. 46 – 62.

**Значения коэффициентов корреляции между долей капитализации рынка акций и облигаций в ВВП развитых стран и темпами прироста их реального ВВП в 1990-2005 гг.**

Страна	Значение коэффициента корреляции между долей капитализации рынка акций в ВВП и темпами прироста реального ВВП	Значение коэффициента корреляции между долей капитализации рынка корпоративных облигаций в ВВП и темпами прироста реального ВВП
США	0,40	0,17
Великобритания	<u>0,65</u>	0,35
Канада	<u>0,62</u>	0,46
Франция	0,37	<u>-0,62</u>
Италия	0,07	-0,28
Германия	-0,14	-0,24
Япония	<u>0,79</u>	-0,49

*Выделены подчёркиванием коэффициенты корреляции, для которых уровень значимости  $p < 0,05$ .*

**Источник:** расчёты автора по данным World Bank Financial Structure Database ([www.econ.worldbank.org](http://www.econ.worldbank.org)) и [www.un.stat.org](http://www.un.stat.org).

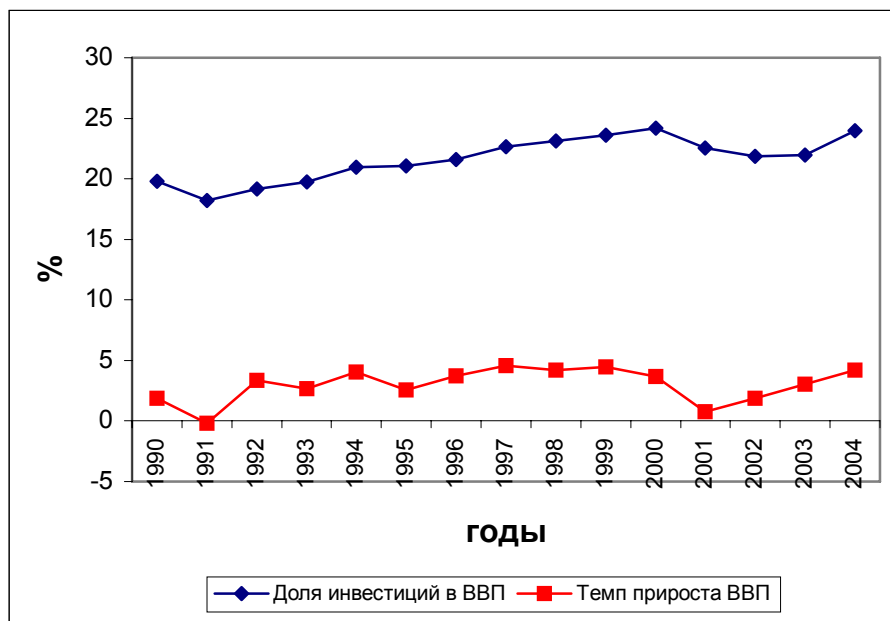
Что касается взаимосвязи между долей капитализации рынка корпоративных облигаций в ВВП и темпами экономического роста, то здесь “водораздел” между развитыми странами с доминирующей ролью фондового рынка и банковского сектора ещё более очевиден: все государства с банкоориентированной финансовой системой характеризуются отрицательными коэффициентами корреляции между этими показателями. Такая зависимость может объясняться тем, что эмиссия облигаций гораздо более близкий субститут и конкурент банковскому кредитованию, чем выпуск акций. Поэтому в условиях благоприятной макроэкономической конъюнктуры

в банкоориентированных странах может происходить преимущественное перераспределение в структуре внешнего финансирования от выдачи банковских ссуд к эмиссии акций, а в периоды спада размещение акций замещается выпуском облигаций и банковскими кредитами. Таким образом, выпуск облигаций в обоих случаях находится в противофазе к темпам роста экономики, что и объясняет отрицательность коэффициента корреляции между долей капитализации рынка корпоративных облигаций в ВВП и темпами прироста реального ВВП в банкоориентированных странах G-7. В странах с доминированием фондового рынка направление взаимосвязи между долей капитализации рынка корпоративных облигаций в ВВП и темпами прироста ВВП такое же, что и для капитализации рынка акций, хотя и более слабо выраженное.

Несмотря на то, что расчёт корреляции, как правило, является стартовым этапом любого исследования и не позволяет достаточно достоверно судить о наличии причинно-следственных связей, по-видимому, тип структуры финансового рынка страны (основанного на преобладании банков или рынка ценных бумаг) может либо ограничивать, либо стимулировать воздействие фондового рынка на экономический рост.

Отдельного комментария заслуживают значения коэффициентов корреляции между долей капитализации рынка акций в ВВП и темпами прироста ВВП в Японии и США. Высокий коэффициент для Японии обусловлен синхронностью стагнации экономики и сокращением удельного веса рынка акций со 122% ВВП в 1990 году до низшей точки – 55% ВВП в 2002. Что касается США, если вместо темпа прироста ВВП рассматривать объём инвестиций, нормированный к ВВП, то значение коэффициента корреляции (и уровень его значимости) возрастает до 0,92 (аналогичная ситуация имеет место и в случае рынка корпоративных облигаций – коэффициент корреляции увеличивается с 0,17 до 0,78). Норма инвестиций,

очевидно, тесно связана с темпами прироста реального ВВП в силу эффекта мультипликатора-акселератора, что следует из графика. (Рис. 1).



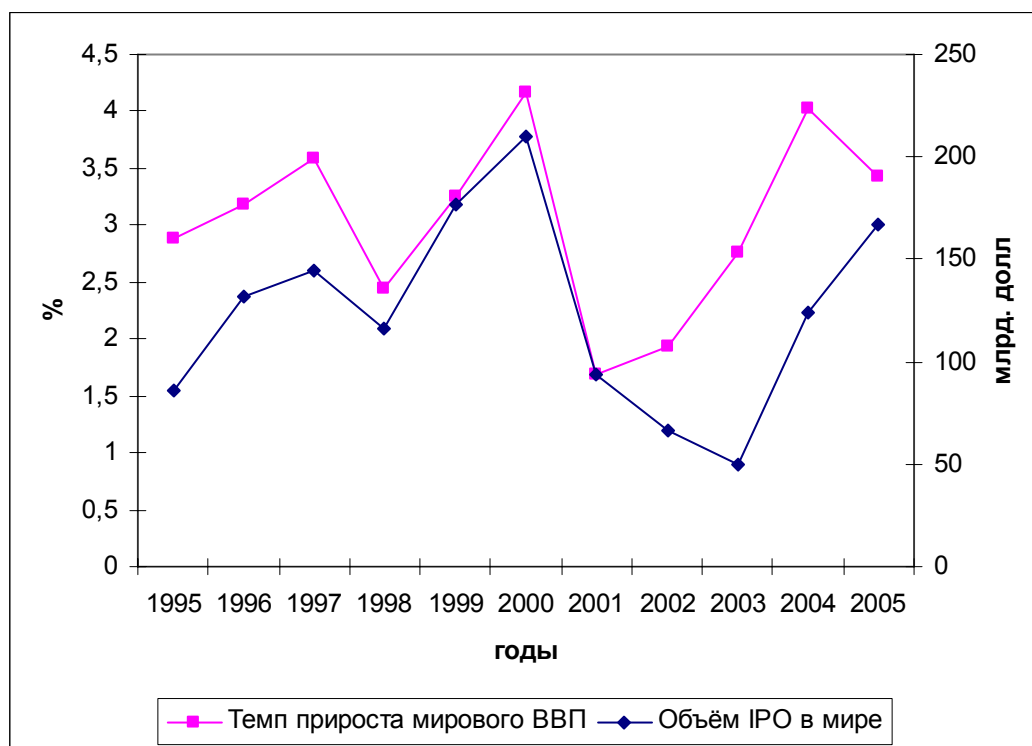
**Рис. 1.** Динамика доли инвестиций и темпов прироста реального ВВП США в 1990-2004 гг.

**Источник:** Alan Heston, Robert Summers, Bettina Aten. Penn World Table Version 6.2. – Center for International Comparisons of Production, Income and Prices at the University of Pennsylvania, September 2006. ([www.pwt.econ.upenn.edu](http://www.pwt.econ.upenn.edu)).

Поэтому можно говорить о том, что фондовый рынок воздействует на экономический рост США опосредованно – через динамику инвестиций.

Что касается, конкретных эффектов влияния фондового рынка на экономический рост в развитых странах, то можно выделить “реальный” эффект (рост инвестиций, производительности труда, совокупной факторной производительности).

Ключевой из реальных эффектов – рост инвестиций в основной капитал посредством IPO. Например, по итогам 2005 года, привлечение средств с помощью IPO было эквивалентно 9,1% совокупного объема инвестиций в основной капитал в Великобритании. При этом динамика IPO характеризуется довольно высоким уровнем корреляции с темпами роста ВВП, как в целом по миру (Рис.2), так и развитых стран, например, для США этот показатель за 1995-2005 составил 0,56.



**Рис. 2.** Динамика мирового ВВП и совокупных IPO в 1995-2005 гг.

**Источник:** www.world-exchanges.org, UN Statistics.

Кроме того, развитие фондового рынка благоприятствует отраслям, характеризующимся существенной потребностью во внешнем финансировании, но не имеющих достаточного объёма материальных активов в качестве обеспечения, то есть речь идёт об инновационных фирмах, осуществляющих венчурное предпринимательство. В частности, фирмы, представляющие фармацевтическую и электронную промышленность, а также биотехнологии, в гораздо большей степени зависимы от доступа к источникам внешнего финансирования, чем компании таких традиционных отраслей, как сталелитейная промышленность или автомобилестроение. Этот вывод подтверждается и на основе анализа микроэкономических данных. В частности, исследование взаимосвязи между интенсивностью НИОКР в 900-х английских акционерных фирмах в 1990-2002 гг., измеренной как отношение расходов на научные исследования и разработки к объёму продаж, и динамикой отношения долга к активам не только показало, что фирмы, характеризующиеся высокой инновационной активностью, также проявляют большую склонность прибегать

к источникам внешнего финансирования, но и стремятся привлекать его, увеличивая акционерный капитал путём дополнительных эмиссий. При этом доля банковских ссуд в структуре внешних заимствований такого рода фирм имеет тенденцию к сокращению.<sup>2</sup> Таким образом, в развитых странах наличие эффективного и “глубокого” фондового рынка ассоциируется с большими возможностями для развития наукоёмких отраслей экономики.

Единственное, что, как правило, нивелирует позитивное воздействие IPO на объемы реальных инвестиций, - использование указанных доходов на цели, не связанные с ростом производственных мощностей. Пока основной доход от IPO часто поступает мажоритарным акционерам, направляется на реструктуризацию задолженности компаний или финансирование сделок по приобретению активов у их прежних владельцев, то есть на цели, не связанные с приращением реального капитала.

Также следует учитывать, что развитие фондового рынка влияет на экономический рост опосредованно – через стимулирование компаний в направлении внедрения передовых методов и стандартов управления, корпоративного поведения, поддержания высокого уровня прозрачности информации о финансово-хозяйственной деятельности. Именно эти изменения, которые часто инициируются выходом компаний на публичный фондовый рынок, качественным образом повышают оценки кредитоспособности компаний и делают для них доступными долгосрочные инвестиционные ресурсы глобальных кредиторов и инвесторов. До настоящего времени наиболее весомый вклад фондового рынка в рост ВВП был связан именно с его косвенным эффектом, и в этом развитые страны представляют собой эталон.

---

<sup>2</sup> Aghion P. et al. Technology and Financial Structure: Are Innovative Firms Different? – London, December 2003. – P. 4 – 5.