

УДК 330.14.014

**Фиктивный капитал в современной российской экономике:  
теоретический аспект****Салиев К.Р.**

Кандидат экономических наук, доцент кафедры экономической теории  
Казанского государственного технического университета им.А.Н.Туполева

*В статье сформулированы теоретические подходы к исследованию фиктивного капитала как экономической категории, определена его структура, выявлены противоречия в его содержании, а также роль в обеспечении устойчивого развития российской экономики.*

*Ключевые слова: фиктивный капитал, кризис, финансовый рынок, титул собственности, капитал, инфляция, финансовый рынок.*

Мировой экономический кризис как комбинация глобального циклического и финансового кризисов, начало которому было положено в США в начале 2008 г., в России вызвал резкое снижение производственной и инвестиционной активности, отягощенное зависимостью отечественной финансово-кредитной системы от зарубежных банков, что проявилось в ее неспособности к адаптации к перестройке процессов накопления в условиях падения цен на нефть и сокращения объемов экспортной выручки. Отставание темпов снижения издержек от темпов падения выручки, а также обесценение финансовых активов, значительная часть которых находилась на балансах не только финансовых компаний и банков, но и предприятий реального сектора, внесло основной вклад в переход основной массы предприятий на уровень производства ниже точки безубыточности. Падение отечественного фондового рынка, показатели которого в 2008 г. сократились с почти в 4,5 раза, тогда как за тот же период индекс Dow Jones в США упал на 32 %, негативно отразилось на состоянии банковской системы и межбанковского рынка, что в дальнейшем привело к ухудшению состояния финансовых рынков и к развитию кризисных явлений во всех секторах российской экономики.

Фундаментальные изменения в содержании факторов производства, определяющие становление нового хозяйственного уклада в XX – начале XXI вв., характеризуются ускорением процессов концентрации и централизации капитала, отделением капитала-собственности от капитала-функции, развитием

рынка титулов собственности и формированием фиктивного капитала как совокупности государственных и корпоративных долговых обязательств и ценных бумаг, как формы реализации экономических отношений на денежном и финансовом рынках. Развитие фиктивного капитала приводит к его обособлению от движения экономических ресурсов, что находит отражение в превращении долговых свидетельств в объект договорных отношений на рынке ссудного капитала, в механизме формирования цены, находящейся в зависимости от объема ожидаемого дохода и нормы процента. Движение фиктивного капитала как обособившейся и самостоятельной формы ссудного капитала в значительной степени определяется циклическими колебаниями национальной и мировой экономики, содержанием мер государственного воздействия на экономические процессы, состоянием финансовой и денежно-кредитной систем, характером институциональной среды, а также масштабами спекулятивных сделок на финансовых рынках, что выражается в высокой степени неопределенности и неустойчивости данного сегмента рынка. В свою очередь, изменения в объеме фиктивного капитала не оказывают непосредственного влияния на величину национального богатства, хотя и способствуют увеличению совокупных расходов государства, предпринимательского корпуса и домохозяйств.

Анализ причин мирового экономического кризиса подтверждает тезис о дальнейшем развитии рынка титулов собственности и возрастании роли фиктив-

ного капитала как совокупности государственных и корпоративных долговых обязательств и ценных бумаг в системе общественного воспроизводства. Развитие фиктивного капитала привело к его обособлению от движения экономических ресурсов, что нашло отражение в превращении долговых свидетельств в самостоятельный объект договорных отношений на рынке ссудного капитала, в механизме формирования цены, находящейся в зависимости от объема ожидаемого дохода и нормы процента и не отражающей состояние реального сектора экономики. В свою очередь, изменения в объеме фиктивного капитала не влияют непосредственно на величину национального богатства, но при этом оказывают воздействие на состояние бюджетной системы и объем дефицита (профицита) консолидированного бюджета, в значительной степени определяют динамику курса национальной валюты, перераспределяют риски экономической деятельности, способствуют увеличению совокупных расходов, что является условием эффективного спроса и восстановления равновесного состояния российской экономики.

В условиях регулируемого рыночного хозяйства решающую роль в структуре фиктивного капитала играют долговые обязательства государства, которые используются в целях преодоления растущих бюджетных дефицитов. Закономерностью мирового хозяйства выступает превышение темпов роста объемов фиктивного капитала над динамикой реального капитала. По оценкам специалистов, если в 1980 г. мировые финансовые активы (акции, негосударственные и государственные долговые обязательства, банковские вклады) были сопоставимы с мировым ВВП (12 и 10 трлн. долл. соответственно), то в 2008 г. объем мировых финансовых активов с учетом вторичных деривативов превысил мировой ВВП, достигший 55 трлн. долл., в 12 раз и составил 660 трлн. долл. [1]. Расхождение темпов роста реального и финансового секторов экономики стимулирует инфляционные процессы и ведет к усилению циклических колебаний макроэкономической конъюнктуры в мировой экономике в целом и в рамках экономических систем отдельных государств. В России подобные диспропорции усиливаются вследствие низкой капитализации значительной части ресурсов, отсутствия достаточных объемов торгов на фондовом рынке, недостаточного количества инструментов, преобладания инсайдерской торговли, несовершенства институциональной среды.

Устранение диспропорций между реальным и финансовым секторами экономики, стимулирование процессов трансформации сбережений в инвестиции, реализация роли фиктивного капитала как необходимого элемента эффективного инвестиционного механизма и, как следствие, стабилизация основных макроэкономических показателей возможны при условии эффективного государственно-

го регулирования рынка фиктивного капитала как фактора поддержания национальной конкурентоспособности.

Сторонники классической традиции трактуют капитал как запас незавершенной продукции, позволяющий производителю преодолеть интервал во времени между затратами ресурсов и появлением конечного результата. В рамках маржиналистской традиции капитал рассматривается как рыночная ценность капитальных благ, как благо высшего порядка, используемое в производстве благ первого порядка. Неоконсервативной концепцией капитал рассматривается как сумма денежных средств, которые имеют альтернативные направления применения, могут быть вложены (инвестированы) в предприятие (вид деятельности) в целях получения дохода, что позволяет выявить количественные закономерности его роста. В рамках кейнсианства в категориальный аппарат теории капитала вводится понятие предельной эффективности капитала как фактора, который наряду со ставкой процента определяет объем инвестирования.

Впервые понятие капитала, не имеющего внутренней стоимости, но приносящего доход, было сформулировано К. Марксом. Развитие ссудного капитала, кредитной системы государства и рынка финансовых услуг как самостоятельной сферы деятельности привело к возникновению фиктивного капитала как превращенной формы денежного капитала, к обособлению капитала-собственности от капитала-функции. В отличие от ссудного капитала, формой движения которого является кредит, фиктивный капитал в марксистской концепции рассматривается как кредит, используемый в качестве капитала.

В соответствии с неинституциональной концепцией фиктивный капитал определяется как совокупность контрактных отношений по поводу денежного капитала и титула собственности на материальные ресурсы, в рамках которых осуществляется обмен элементами пучка прав собственности между эмитентами и держателями государственных и корпоративных долговых обязательств и ценных бумаг в условиях положительного значения транзакционных издержек. При этом в системе контрактных отношений выделяют классические контракты, соответствующие стандартным инвестициям и рыночному типу организации (корпоративные ценные бумаги). Регулярно повторяющиеся малоспециализированные транзакции предполагают использование неоклассических контрактов, соответствующих двусторонней организации, которая требует сохранения за каждым из участников возможности обращения к рыночным альтернативам (долговые обязательства государства). Регулярно повторяющиеся идиосинкразические транзакции требуют использования отношенческих контрактов, соответствующей двусторонней или объединенной организации, преиму-

щества которой состоят в том, что, с одной стороны, она избавляет от высоких стратегических рисков, с другой стороны, издержки ее использования оправданы долгосрочным характером контрактных отношений (кредитные деньги как долговые обязательства государства).

Фиктивный капитал – собственно деньги (в узком смысле слова, то есть национальные валюты), различные «базовые» ценные бумаги (акции, облигации) и производные от них (деривативы) как экономические блага – обладает следующими свойствами. Во-первых, он имеет контрактную форму, что обуславливает его стоимость от предписаний эмитента, а также с надежностью исполнения (или риском неисполнения) обязательств, которые берет на себя данный эмитент. Стоимость фиктивного капитала является ожидаемой, поэтому рост объема фиктивного капитала и его элементов, которые могут быть обменены в будущем на те или иные товары (ограниченные экономические блага), снижает ценность каждого отдельного стандартного контракта. Во-вторых, фиктивный капитал является частным благом, т.е. доступ к нему эффективно ограничен и использование его одним экономическим агентом препятствует использованию другим (в течение того периода времени, когда права на капитальную ценность принадлежат данному экономическому агенту). В-третьих, фиктивный капитал является социально значимым благом: его применение (эмиссия и использование) порождает внешние эффекты для агентов, не являющихся сторонами соответствующего контракта. Так, интенсивная эмиссия денег, осуществляемая государством, может стать источником масштабных негативных экстерналий или инфляции. Превращение производных ценных бумаг в самостоятельный элемент фиктивного капитала с трудно оцениваемыми (недооцененными, заниженными) рисками может привести к возникновению «финансового пузыря» с последующими потерями для их держателей.

Фиктивный капитал как совокупность контрактных отношений по поводу государственных и корпоративных долговых обязательств и ценных бумаг охватывает денежный рынок и рынок ценных бумаг, что предполагает наличие многоаспектной структуры. Субъектами контрактных отношений выступают государство в лице Центрального банка РФ и Министерства финансов РФ, осуществляющего первоначальную модификацию денежной базы через воздействие на величину наличности и резервов; федеральные и региональные органы государственной власти и местного самоуправления, эмитирующие государственные и муниципальные ценные бумаги в целях преодоления дефицита бюджетов различных уровней; Федеральная служба по финансовым рынкам, осуществляющая контроль за движением ценных бумаг; коммерческие банки, влияющие на предложение денег посредством кредитной

мультипликации; специализированные посредники в лице финансово-кредитных организаций, осуществляющих привлечение (аккумуляцию) денежных средств, превращение их в денежный капитал и последующую временную передачу его заемщикам на принципах платности, возвратности, срочности и обеспеченности; заемщики в лице государства, юридических и физических лиц, испытывающие недостаток собственных средств. Объектами контрактных отношений являются кредитные деньги как долговые обязательства государства в той части, в которой они не обеспечены результатами реального производства и выступают источником сеньоража; облигации государственного и муниципального займа, которые используются в системе долгового финансирования бюджетного дефицита; корпоративные ценные бумаги, обладающие собственными законами движения и приобретающие рыночную стоимость, отличную от их номинальной стоимости. Таким образом, объектами фиктивного капитала выступают титулы собственности на отдельные виды ресурсов и денежный капитал, движение которых подчиняется собственным законам, отличающимся от законов движения реального капитала.

В соответствии с принципами теории отраслевых рынков в структуре рынка фиктивного капитала выделяют монопольный сектор (в качестве эмитента выступает государство и муниципальные образования, в качестве объектов – государственные и муниципальные долговые обязательства) и конкурентный сектор (в качестве эмитента выступают предпринимательские организации, в качестве объектов – корпоративные ценные бумаги). Наличие двух секторов на рынке фиктивного капитала определяет наличие двух моделей ценообразования. Рыночная цена каждой единицы фиктивного капитала на конкурентном секторе зависит от величины предельной производительности, т.е. от величины дисконтированного (по ставке процента) потока ожидаемых доходов. В то же время повышение (или понижение) ставки процента (определяемой временным предпочтением) ведет к понижению (или повышению) текущей ценности (рыночной цены) каждой единицы фиктивного производства (независимо от издержек его функционирования) через соответствующий процесс дисконтирования (по ставке процента) ожидаемого будущего потока доходов до тех пор, пока эта величина не совпадет со ставкой процента. Таким образом, рыночная цена единицы фиктивного капитала прямо пропорциональна величине капитализированного дохода от ценных бумаг и обратно пропорциональна уровню нормы банковского процента. В монополизированном секторе рынка цена элементов фиктивного капитала отражает монопольную власть государства.

Среди собственнических правомочий атрибутивным выступает право на капитальную ценность фик-

тивного капитала, тогда как другие элементы «пучка» прав собственности представляют собой способы защиты, расширения, ограничения или разработки этого основного правомочия. Оно предполагает, что экономические агенты могут не только уничтожать, преобразовывать и использовать принадлежащий им фиктивный капитал, но и извлекать его полную ценность при отчуждении в акте обмена. В ходе принятия решений, как повышающих, так и понижающих капитальную ценность, собственник в настоящее время получает доступ к экономическим результатам от последующего использования фиктивного капитала в реальном секторе экономики в качестве источника инвестиций или от спекулятивных сделок на финансовом рынке, поскольку рыночная цена соответствует капитализированной (дисконтированной) величине потока ожидаемых выгод за весь срок его функционирования. В связи с этим экономические агенты оказываются заинтересованными в учете долгосрочных положительных и отрицательных выгод от своей текущей деятельности.

Ведущая роль права на капитальную ценность фиктивного капитала в системе собственнических правомочий обуславливает содержание основной тенденции развития фиктивного капитала – появление структурированных продуктов, которые являются производными по отношению к ранее выпущенным. Структурированный продукт – это совокупность элементов фиктивного капитала, синергетическая общность которых позволяет решать специализированную финансовую задачу, или комбинированный финансовый инструмент, повышенная рискованность более доходных элементов которого компенсируется повышенной гарантией по менее доходным элементам. Согласно финансово-инвестиционной парадигме, в класс инвестиционных структурированных продуктов, нацеленных на решение задач по увеличению капитала, входят преимущественно инвестиционные индексируемые депозиты и их аналоги в любых формах. Первичным отличительным признаком становится возможность применения параметра «коэффициент участия». Прочие структурированные продукты, решающие финансовые задачи и задачи учетной политики (продукты страхования, опционные стратегии, комплексные продукты коллективного инвестирования без привязки к индексам, кредитно-связанные и облигационные ноты) отнесены к финансовым структурированным продуктам.

Амплитуда колебаний индикаторов фиктивного капитала значительно выше амплитуды колебаний макроэкономических показателей. При совпадении векторов движения промышленного цикла и рынка фиктивного капитала темпы роста (спада) последнего в 2-3 раза превышают темпы роста (спада) реального сектора вследствие действия неценовых факторов спроса и предложения (кредитная и де-

нежная мультипликация, инфляционные ожидания инвесторов и др.). В условиях глобализации рынок фиктивного капитала выступает дополнительным фактором дестабилизации валютно-финансовой сферы с последующим перенесением кризисных явлений на экономическую систему в целом. Для предотвращения разворачивания кризиса необходим мониторинг состояния рынка фиктивного капитала по некоторому набору индикаторов, позволяющих на регулярной основе анализировать ее стабильность.

Фиктивный капитал в современной экономике выполняет следующие функции: обеспечение равновесия сбережений и инвестиций в национальной экономической системе; изменение денежной массы и, следовательно, расширение или сокращение объема ВВП; регулирование инвестиционных потоков, обеспечивающих приемлемую структуру использования ресурсов; финансирование государственного бюджета на неинфляционной основе (без выпуска в обращение дополнительных денежных средств); влияние на уровень цен вследствие монетизации дефицита государственного бюджета; воздействие на структурный состав и приоритет развития отдельных отраслей народного хозяйства посредством реализации и приобретения государством ценных бумаг отдельных предприятий; перераспределение дохода субъектов контрактных отношений (эмитентов и заемщиков) вследствие получения процентов (дивидендов) от операций на данном рынке; хеджирование ценовых и финансовых рисков. Создание фиктивного капитала посредством мобилизации средств населения и других хозяйствующих субъектов предоставляет государству возможность получения учредительской прибыли, которая может использоваться как неналоговый источник государственной собственности. Динамика показателей рынка фиктивного капитала отражает состояние экономики в целом и выступает в качестве источника информации о конъюнктуре национального и мирового рынка для домохозяйств, предпринимательских структур и государства. Таким образом, рынок фиктивного капитала выступает эффективной системой упорядочивания и координации отношений между экономическими субъектами с целью снижения транзакционных издержек и обеспечения непрерывности сделок.

Причинами высокого уровня транзакционных издержек на российском рынке фиктивного капитала выступают: высокая степень неопределенности при поиске и выборе контрагентов; несовершенство контрактных отношений и неэффективность институтов, обеспечивающих выполнение договорных обязательств; отсутствие действенной системы защиты прав собственности; оппортунистическое поведение органов государственной власти и местного самоуправления, проявляющееся в высоком уровне коррумпированности; низкий уровень информации-



онных взаимосвязей в иерархических структурах; высокая стоимость создания и внедрения инноваций в рамках организаций. При этом особенностями транзакционных издержек рынка фиктивного капитала с высокой степенью инфокоммуникационного взаимодействия выступают: рост издержек поиска информации вследствие усложнения социально-экономического взаимодействия между экономическими агентами, ускорения процессов информационного обмена и фактора неопределенности, вызванного низким качеством информации; рост издержек измерения на предконтрактной и постконтрактной стадиях; необходимость построения информационной защиты от оппортунистического поведения экономических агентов; увеличение расходов на обеспечение экономической безопасности.

Поскольку фиктивный капитал – это совокупность социально значимых благ, имеющих как положительные, так и отрицательные внешние эффекты, то регулирование их производства и потребления должно быть нацелено на минимизацию возможного ущерба. Сдерживание (предотвращение) возможного ущерба третьим лицам может осуществляться двояко: *ex post*, путем наказания виновника фактически причиненного ущерба при отсутствии ограничений на различные виды деятельности; *ex ante*, путем введения регуляций, ограничивающих те виды деятельности, которые потенциально способны наносить вред. Выбор между этими подходами определяется двумя факторами: принципиальной возможностью восполнить ущерб и платежеспособностью (богатством) его потенциального виновника. Если ущерб можно восполнить (или компенсировать), то с точки зрения максимизации общественного бла-

госостояния более предпочтителен первый подход, поскольку он не ограничивает поиск наиболее эффективных сочетаний ресурсов. Если же возможный ущерб от той или иной деятельности невосполним, более рационально ввести ограничения в соответствующей сфере. Вместе с тем богатство виновника ущерба ограничено, поэтому санкции за причиненный им ущерб для сдерживания неосторожного поведения действительны лишь частично, то есть в пределах тех сумм, которые он может заплатить. Любая величина ущерба, превышающая богатство индивида, становится для него виртуальной. Тем самым за пределами платежеспособности его поведение становится менее осторожным и более (потенциально) вредоносным.

Таким образом, регулирование рынка фиктивного капитала, ориентированное в первую очередь на ограничение негативных внешних эффектов, индуцированных операциями с ним (ухудшение условий кредитования в реальном секторе экономики, снижение темпов роста и рецессия в отдельных секторах или в экономике в целом), должно приобрести характер запрета на использование отдельных типов контрактов.

#### *Литература:*

1. Фаррелл Д. Осмысление новых финансовых реалити // Harvard business Review – Россия. – 2008. – № 10. – [Электронный ресурс]. – URL: <http://www.hbr-russia.ru/issue/42/506/>.

## **Fictitious Capital in Contemporary Russian Economics: Theoretical Aspect**

*K. Saliev*

*The Kazan State Technical University named after A.N. Tupolev*

*The article represents theoretical approach to analysis of fictitious capital as of economic category, defines its structure, and states contradictions in its contents and its role in stable development of Russian economics.*

*Key words: fictitious capital, crisis, financial market, title of ownership, capital, inflation.*

