интеграция финансовых рынков и экономический рост стран

Аннотация

В статье анализируется взаимосвязь между финансовой интеграцией и экономическим ростом. Рассматриваются разные каналы влияния интеграции на экономический рост: прирост внутренних сбережений, снижение стоимости капитала вследствие лучшего глобального распределения риска, передача технологий и управленческого ноу-хау, развитие местного финансового сектора, углубление специализации, благоприятная экономическая политика.

Ключевые слова: фондовый рынок, интеграция, интернационализация, экономический рост

Малхасян В.Р.
аспирант факультета финансов, денежного обращения и кредита Государственного университета Высшей школы экономики, г. Москва
vlad5891@gmail.com

Одной из важнейших тенденций развития современной мировой финансовой системы в целом и фондового рынка в частности является процесс либерализации, интеграции и глобализации этих рынков, который начался в 1980-х гг., и отмечается перетоками капитала среди индустриальных стран и, что более примечательно, между индустриальными и развивающимися странами. Для глубокого анализа этого процесса и выявления его влияний на экономический рост, особенно в странах с переходной экономикой, необходимы показатели, измеряющие степень либерализации и интегрированности данных стран в мировую финансовую систему. Во многих работах используются в основном два показателя: ограничения по движению капитала и фактические потоки капиталов через национальные границы.

Движение капитала и интеграция стран в мировую экономику

Либерализация счета капитала традиционно рассматривается как необходимый фактор финансовой интеграции и определяется официальными ограничениями по движению капитала[1]. Однако этот индикатор позволяет измерить контроль за движением капитала, но не охватывает различия в интенсивности контроля. Лучшим измерителем финансовой открытости является показатель валовых потоков капитала по отношению к ВВП. Хотя эти два измерителя финансовой интеграции взаимосвязаны, они относятся к двум различным аспектам. Показатель ограничений по счету капитала указывает на наличие «de jure»[2] ограничений по движению капитала, в то время как показатель финансовой открытости показывает реализованные «de facto»[3] потоки капиталов. Для разных групп стран эволюция этих показателей отличается (*см. рисунки 1, 2 на с. 24*). Однако интересен тот факт, что эти два показателя могут изменяться независимо друг от друга. Так, в 70-80-ых годах развивающиеся страны Латинской Америки характеризовались крупными объемами перетоков частного капитала, при сравнительно строгих официальных ограничениях. В этом случае процесс интеграции проходил без либерализации счета капитала. И, наоборот, в некоторых странах Африки либерализация счета капитала не привела к росту притоков или оттоков частного капитала.

В экономической литературе неоднократно доказано, что трансмиссия финансовой интеграции в экономический рост происходит через набор каналов, которые можно разделить на две группы: прямые и косвенные.

Прямые каналы непосредственно влияют на детерминанты экономического развития – прирост

лучшим измерителем финансовой открытости является показатель валовых потоков капитала по отношению к ВВП

---

[1] В качестве данного показателя используется в основном фиктивная переменная МВФ (источник: MF's Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions), однако есть и другие показатели, напр. переменная Куина (Quinn`s measure, Источник: Quinn, Dennis, 1997, "The Correlates of Change in International Financial Regulation," American Political Science Review, Vol. 91 (September), pp. 531–51. ), или переменная Миниана (Miniane`s measure, Источник: Miniane, J. 2004, 'A New Set of Measures on Capital Account Restrictions', IMF Staff Papers, vol. 51, no. 2, pp. 276–308).

[2] De jure (*лат.*) – с юридической точки зрения, формально – *прим. ред.*

[3] De facto (*лат.*) – фактически. Используется в противовес выражению «de jure», как его антоним – *прим. ред.*

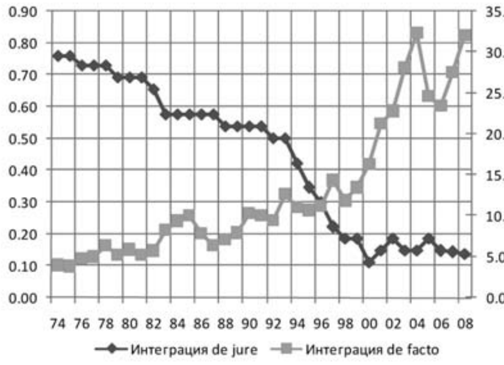

Рис. 1. Показатели финансовой интеграции развитых стран

Источник: World Bank. – World Development Indicators 2006, www.worldbank.org, и IMF's Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions, 2005.

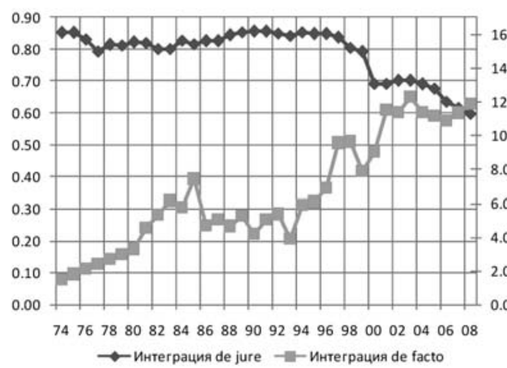

Рис. 2. Показатели финансовой интеграции развивающихся стран

Источник: World Bank. – World Development Indicators 2006, www.worldbank.org, и IMF's Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions, 2005.

внутренних сбережений, снижение стоимости капитала, перевод технологий из развитых стран в развивающиеся, развитие внутреннего финансового сектора.

Косвенные каналы ведут к углублению специализации вследствие лучшего риск-менеджмента, они включают также благоприятную макроэкономическую политику, наличие таких институтов как институт защиты прав собственности, контрактной дисциплины и т.д. Рассмотрим каждый канал в отдельности.

...трансмиссия финансовой интеграции в экономический рост происходит через набор каналов, которые можно разделить на две группы: прямые и косвенные

Два канала трансмиссии интеграции в экономический рост

1. Прирост внутренних сбережений. Рост сбережений, вызванный финансовой интеграцией, ведет к увеличению инвестиций, следовательно, и экономическому росту. Переток средств из стран с избытком капитала в страны, нуждающиеся в нем, носит взаимовыгодный характер, как для страны-экспортера капитала, так и страны-реципиента: первые получают более высокую отдачу на капитал, а вторые удовлетворяют свою потребность в финансовых ресурсах.

2. Снижение стоимости капитала вследствие лучшего глобального распределения риска. Либерализация фондового рынка повышает эффективность распределения риска посредством международного ценооброзования активов (Henry and Stulz) [3, 4].

Во-первых, увеличение возможностей распределения риска между иностранными и местными инвесторами позволяет диверсифицировать риски на качественно новом уровне.

Во-вторых, возможность диверсификации рисков, в свою очередь, позволяет фирмам стран-реципиентов осуществлять больше инвестиций и увеличить экономический рост.

В-третьих, так как потоки капитала увеличиваются, местные фондовые рынки становятся более ликвидными, что в дальнейшем будет способствовать снижению премии за риск, а, следовательно, и к снижению стоимости привлечения капитала в целях инвестирования.

3. Передача технологий и управленческого ноу-хау. Финансовая интеграция ведет к технологической интеграции, когда параллельно с перетоком финансов происходит передача технологий, в том числе управленческих. Сами потоки капитала из развитых в развивающиеся страны способны генерировать технологическое развитие развивающихся стран. В свою очередь технологическое развитие повышает производительность, что ускоряет экономический рост (Borensztein, DeGregorio and Lee(1998); MacDougal (1960); and Grossman and Helpman (1991)) [5].

либерализация фондового рынка повышает эффективность распределения риска посредством международного ценооброзования активов

4. Развитие местного финансового сектора. Как уже было отмечено, международные потоки инвестиций увеличивают ликвидность местных фондовых бирж, что без сомнения ведет к развитию рынка капитала. Кроме того, увеличение доли иностранного владения местными финансовыми институтами также может генерировать различные выгоды (Levine,1996;Caprio and Honohan,1999) [8].

Во-первых, участие иностранных финансовых институтов в местной финансовой системе может содействовать доступу местных институтов к международным финансовым рынкам. Во-вторых, это способствует улучшению регулирования и надзора за местной финансовой индустрией. В-третьих, иностранные институты способствуют появлению в местной финансовой индустрии новых инструментов и технологий, что технологически улучшает местные рынки и способствует усилению конкуренции на местном рынке, что, как правило, ведет к повышению качества их деятельности и размещения ресурсов в экономике.

5. Углубление специализации. Финансовая интеграция, ведущая к более эффективному глобальному распределению риска, косвенно влияет на углубление производственной специализации стран, что повышает производительность и способствует экономическому росту (Brainard and Cooper (1968), Kemp and Liviatan (1973), Ruffin (1974) and Imbs and Wacziazg (2003)) [10, 11].

6. Благоприятная экономическая политика. Финансовая интеграция влияет на возможность государства проводить благоприятную макроэкономическую политику. Имеется в виду благоприятная налоговая, внешнеэкономическая политика, институциональное обеспечение интеграционных процессов, а именно обеспечение прав собственности и контрактных отношений, эффективности судебно-правовых рычагов, высокого уровня корпоративного управления и т.д.

Зависимость между экономическим развитием и финансовой интеграцией

Кроме теоретических обоснований, многие авторы проводили эмпирические исследования с целью выявления математической зависимости между детерминантами экономического развития

Таблица

Исследования по финансовой интеграции

АВТОР ИССЛЕДОВАНИЯ	КОЛИЧЕСТВО ВЫБРАННЫХ СТРАН	ПЕРИОД	НАЛИЧИЕ СВЯЗИ С ЭКОНОМИЧЕСКИМ РОСТОМ
Alesina, Grilli, and Milesi-Ferretti (1994)	20	1950–1989	нет
Grilli and Milesi-Ferretti (1995)	61	1966–1989	нет
Quinn (1997)	58	1975–89	да
Kraay (1998)	117	1985–1997	не четкая
Rodrik (1998)	95	1975–1989	нет
Klein and Olivei (2000)	до 92–х	1986–1995	да
Chanda (2000)	116	1976–1995	не четкая
Arteta, Eichengreen, and Wyplosz (2001)	51–59	1973–1992	не четкая
Bekaert, Harvey, and Lundblad (2001a)	30	1981–1997	да
Edwards (2001)	62	1980-ые	нет (для бедных стран)
O'Donnell (2001)	94	1971–1994	не четкая
Reisen and Soto (2001)	44	1986–1997	не четкая
Edison, Klein, Ricci, and Sløk (2002)	до 89-и	1973–1995	не четкая

Источник: Extended by IMF staff members from IMF (2001); and Edison, Klein, Ricci, and Sløk (2002)

и финансовой интеграцией. В *таблице* (*см. выше*) обобщены результаты 13 наиболее значимых исследований в этой области.

Как видно из таблицы, из 2 исследований в четырёх не обнаружена связь (в одной – только для бедных стран), в трех работах прослеживается реальная связь, а в остальных связь обнаружена, но она не четкая, искажена другими факторами.

Кроме вышеприведенных исследований, существуют другие теоретические и эмпирические исследования, которые изучает количественное влияние интеграции на финансовые и макроэкономические показатели страны. Как показывают работы многих авторов[4], страны с более открытыми и интегрированными финансовыми рынками добились большего экономического роста и развития финансового сектора чем другие.

финансовая интеграция ведет к технологической интеграции, когда параллельно с перетоком финансов происходит передача технологий, в том числе управленческих

[4] См. напр. Eswar S. Prasad, Kenneth Rogoff, Shang-Jin Wei, and M. Ayhan Kose "Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence", Appendix VI Data, International Monetary Fund, 2003.

> ***финансовая интеграция, ведущая к более эффективному глобальному распределению риска, косвенно влияет на углубление производственной специализации стран, что повышает производительность и способствует экономическому росту***

Данные тенденции особенно важны для развивающихся стран, и в частности, России, так как финансовым рынкам этих стран присущи низкая глубина и ликвидность, В частности характерной особенностью постсоветской России является также сравнительно небольшой круг ценных бумаг (прежде всего – акций), которые обращаются на организованных рынках ценных бумаг, сравнительно незначительны объемы дополнительных эмиссий. Биржевой рынок ценных бумаг России замыкается на сравнительно небольшом круге финансовых инструментов, эмитированных энергетическими, нефтяными компаниями и сотовыми операторами. Более подробный анализ рынков капитала развивающихся стран позволяет сделать вывод, что эти рынки страдают институциональной несостоятельностью. В этой связи, интеграция рынков капитала является порой самым эффективным методом преодоления институциональных проблем финансовых секторов развивающихся стран. В результате финансовой интеграции, рынки капиталов развивающихся стран и в частности России могут стать полноценными институтами финансового посредничества, позитивно влияя на долгосрочный и качественный экономический рост.

Литература

1. Quinn, Dennis, 1997, “The Correlates of Change in International Financial Regulation,” American Political Science Review, Vol. 91 (September), pp. 531–551.
2. Miniane, J. 2004, 'A New Set of Measures on Capital Account Restrictions', IMF Staff Papers, vol. 51, no. 2, pp. 276–308.
3. Henry, Peter, 2000, “Stock Market Liberalization, Economic Reform, and Emerging Market Equity Prices,” Journal of Finance, Vol. 55 (April), pp. 529–564.
4. Stulz, Ren , 1999, “International Portfolio Flows and Security Markets,” (University of Chicago Press for the National Bureau of Economic Research), pp. 257–293.
5. Borensztein, Eduardo, Jos De Gregorio, and Jong-Wha Lee, 1998, “How Does Foreign Direct Investment Affect Growth?” Journal of International Economics, Vol. 45 (June), pp. 115–135.
6. MacDougall, G.D.A., 1960, “The Benefits and Costs of Private Investment from Abroad: A Theoretical Approach,” Economic Record, Vol. XX (March), pp. 13–15.

7. Grossman, Gene M., and Elhanan Helpman, 1991 “Trade, Knowledge Spillovers, and Growth,” European Economic Review, Vol. 35 (April), pp. 517–526.
8. Levine, Ross, 1996, “Foreign Banks, Financial Development, and Economic Growth,” in International Financial Markets: Harmonization versus Competition, ed. by Claude E. Barfield (Washington: AEI Press), pp. 224–254.
9. Caprio, Gerard, and Patrick Honohan, 1999, “Restoring Banking Stability: Beyond Supervised Capital Requirements,” Journal of Economic Perspectives, Vol. 13 (Fall), pp. 43–64.
10. Brainard, William C., and Richard N. Cooper, 1968, “Uncertainty and Diversification of International Trade,” Food Research Institute Studies in Agricultural Economics, Trade, and Development, Vol. 8, pp. 257–285.;
11. Kemp, Murray, and Nissan Liviatan, 1973, “Production and Trade Patterns Under Uncertainty,” Economic Record, Vol. 49, pp. 215–227.
12. Imbs, Jean, and Roman Wacziarg, 2003, “Stages of Diversification,” forthcoming in the American Economic Review.
13. World Bank. – World Development Indicators 2006, www.worldbank.org, и IMF’s Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions, 2005.

pn

Malkhasyan V.R.
Postgraduate Student, Department of Finance, Money Circulation and Credit, State University of Higher School of Economics, Moscow

Integration of Financial Markets and Economic Growth of Countries

Abstract

The article examines the correlation between financial integration and economic growth. The author considers various channels of influence of integration on economic growth such as an increase in domestic savings, decrease in cost of capital due to a better global distribution of risk, transfer of technology and managerial know-how, development of local financial sector, increasing specialization and favorable economic policy.

Keywords: stock market, integration, internationalization, economic growth