

ЭКОНОМИЧЕСКАЯ СУЩНОСТЬ ФИКТИВНОЙ СТОИМОСТИ

© 2008 К.Н. Ермолаев*

Ключевые слова: фиктивная стоимость, цена, доход, капитализированный, фондовый, рынок, категория, товар, величина.

Категория “фиктивная стоимость” рассматривается как вероятностная, прогнозная макроэкономическая оценка капитализированной величины будущих доходов и как своеобразная цена капитала - специфического товара, продаваемого на фондовом рынке.

Наиболее важным и принципиальным в понимании сущности категории “фиктивный капитал” является вопрос об экономической природе фиктивной стоимости. Поскольку капитал представляет собой производственные отношения по поводу находящейся в постоянном движении самовозрастающей стоимости, постольку природа стоимости является определяющей в понимании его особенностей.

Данный вопрос остается объектом дискуссии на протяжении всей истории исследования проблемы фиктивного капитала. Сложившиеся позиции можно разделить на несколько групп.

Ряд ученых считает фиктивную стоимость фальшивой, мнимой, иллюзорной. Опираясь на известные высказывания К. Маркса об иллюзорной стоимости, как стоимости несуществующего капитала, эти авторы рассматривают ее как несуществующую на самом деле, реально отсутствующую и не имеющую материальной основы своеобразную “нестоимость”. Основой таких представлений объявляется отсутствие фактических затрат труда на создание такой стоимости. Полагается, что при обращении фиктивного капитала кругооборот стоимости прерывается и возобновляется лишь при продаже ценных бумаг. В связи с этим отмечается специфическое свойство фиктивного капитала, который, не являясь стоимостью, способен приносить своему владельцу вполне реальные доходы. Фиктивный капитал, не будучи стоимостью, притягивает к себе прибавочную стоимость.

Другая группа авторов объявляет фиктивную стоимость “антиципированной стоимостью”, “стоимостью дохода” или, используя термин Р. Гильфердинга, “ценой дохода”, рассматривая ее как своеобразную условную расчет-

ную величину. Для них стоимость фиктивна, так как определяется не затратами труда, а капитализацией приносимого дохода, выражаясь словами К. Маркса, она “... есть всегда лишь капитализированный доход, т.е. доход, исчисленный на иллюзорный капитал в соответствии с существующей процентной ставкой”¹.

Здесь отмечается специфическая взаимосвязь между величиной самой стоимости и величиной приносимого ей дохода. Когда речь идет о действительной стоимости, являющейся результатом затрат труда, то величина стоимости определяет величину получаемого дохода. В случае фиктивной стоимости существует связь обратная: величина стоимости является следствием величины дохода. Фиктивная стоимость в данном случае рассматривается как следствие получаемых доходов, регулярный доход рассматривается как некий процент на условный капитал, возникает представление, что доход порождает некий иррациональный вымышленный капитал, выполняющий созидательную функцию в его возникновении.

В последнее время появилась новая точка зрения, пытающаяся объяснить феномен фиктивной стоимости на основе рентных доходов. Опираясь на положения, высказанные В. Зомбартом представители этой позиции трактуют фиктивную стоимость как ложную, лежащую в основе рентных доходов и рентных отношений. Такая позиция неизбежно приводит к рассмотрению в качестве причины фиктивного капитала монополии на ограниченные экономические ресурсы, а саму фиктивную стоимость - как капитализированную ренту, аналогично цене земли.

Все эти позиции, несмотря на внешнее разнообразие, имеют одну общую основу -

* Ермолаев Константин Николаевич, кандидат экономических наук, доцент Самарского государственного экономического университета.

рассмотрение фиктивного капитала в качестве самостоятельного явления, недооценивая его органической взаимосвязи с действительным капиталом. Мы полагаем, что фиктивную стоимость необходимо рассматривать как представительную, отражающую движение действительного капитала.

Что же касается оценки первой из вышеупомянутых точек зрения на природу фиктивной стоимости, то ее авторы абсолютно правы в том, что фиктивная стоимость не имеет никакой связи с затратами труда на ее создание. Таких затрат действительно нет и не может быть. И связано это с тем, что перед нами не стоимость обычного товара, а стоимость “товара-капитал”. Капитал как товар не “продается в обычном смысле” с целью использования для производительного или личного потребления а инвестируется, вкладывается с целью самовозрастания и получения доходов. То есть “продается” способность капитала приносить доход определенной величины. И “цена продажи капитала” должна компенсировать инвестору величину тех доходов, которые он мог бы получить, вложив свой капитал под процент, обеспечивающий такой доход. Рыночная стоимость капитала всегда выступает эквивалентом капитальной стоимости, приносящей доход определенной величины при данных рыночных условиях доходности, выражаемой ставкой процента. Поскольку рыночная цена инвестируемого капитала определяется капитализацией его доходов по приемлемой для инвестора процентной ставке принцип ценообразования по доходу, на первый взгляд, является прямым отрицанием самого института цены, понимаемой как выражение стоимости, в основе которой лежит определенное количество общественно необходимого рабочего времени на производство или воспроизводство того или иного товара или цены производства, как превращенной формы стоимости. На самом деле мы имеем дело с развитием самого принципа ценообразования применительно к специфическому товару - товару-капитал. Такой принцип показывает, какую цену должен заплатить инвестор за единицу прибыли.

Аналогичный подход использовал К. Маркс при определении рыночного курса акции, аналогично им рассчитывалась цена земли как капитализированная рента. Такая расчетная величина не является только цифрой, не имеющей под собой никакой материальной

основы. Она отражает реальные доходы, возникающие при функционировании действительного капитала. Такой методологический подход используется при оценке любого функционирующего капитала и базируется на понимании капитала как будущих стоимостных потоков, генерируемых им и дисконтированных по определенной ставке. Здесь вполне применимы идеи И. Фишера, который рассматривал капитал как дисконтированный поток дохода, приведенную к настоящему времени стоимость дисконтированных будущих доходов, которая не может быть представлена в однозначное соответствие ни к запасу, ни структуре капитала в натуральном выражении. Аналогично У. Шарп отмечает, что согласно фундаментальному анализу, “истинная” (или внутренняя) стоимость любого финансового актива равна приведенной стоимости всех наличных денежных потоков, которые владелец актива рассчитывает получить в будущем. При таком подходе доход, создаваемый действительным капиталом и ставка дисконтирования выступают по отношению к фиктивной стоимости как стоимостеобразующие факторы.

Такая оценка используется и для любого действительного капитала, хотя она никак не связана с затратами труда на создание его вещественных элементов. Поэтому расчетный характер, производность оценки стоимости капитала от величины приносимого дохода тоже не является признаком фиктивности.

Когда объектом инвестирования становится одна из форм фиктивного капитала, например, ценная бумага, то ее рыночная стоимость отражает капитализированный доход, полученный благодаря движению капитала-функции, титулом (представителем) которого является эта бумага. Стоит еще раз подчеркнуть, что фиктивная стоимость отражает капитализированный доход капитала-функции, действительного капитала, представителем которого на финансовом рынке выступает данный фиктивный капитал. Поэтому фиктивная стоимость отражает капитализацию доходов, приносимых функционирующим действительным капиталом. “Фиктивность” стоимости, заключается на наш взгляд в том, что она отражает на финансовом рынке капитализированную доходность *другого капитала как свою собственную*, хотя она сама, в принципе, не может порождать никаких доходов, а может лишь выступать притя-

занием на их получение. В этом смысле фиктивная стоимость выступает как инвестиционная стоимость, или стоимость инвестиций в вещественные элементы действительного капитала. Такое понимание фиктивности не противоречит рассмотренному выше положению К. Маркса о мнимой форме цены². Мы полагаем, что отмеченное К. Марксом “скрытое стоимостное отношение” имеет место при возникновении фиктивной стоимости на основе доходности действительного капитала.

Отдельного внимания заслуживает позиция, согласно которой фиктивная стоимость отождествляется с ложной. Ложная стоимость исследована К. Марксом как избыток рыночной цены над действительной стоимостью товара, связанный с монополией на невозпроизводимые природные ресурсы. По своей природе ложная стоимость выступает как завышенная рыночная оценка стоимости товара по сравнению с действительными затратами труда на его производство. Это своеобразная фальшивая стоимость, образующая субстанцию рентных доходов.

А.Н. Трещев³, опираясь на известное положение В. Зомбарта о фиктивном капитале как о “рентном фонде, рентной основной сумме, рентном имуществе”⁴, отождествляет ложную стоимость с фиктивной, делает вывод, что действительная стоимость и действительный капитал противостоят в классической экономической теории понятиям ложной, или фиктивной стоимости, и фиктивного капитала. Основой отождествления автор считает отсутствие у фиктивного капитала собственной стоимости. Но такая позиция одновременно заставляет называть причиной фиктивной стоимости монополизацию рентного ресурса, что принципиально неверно.

Есть основание полагать, что такая позиция основана на внешнем сходстве фиктивной и ложной стоимостей, и их известной противоположности по отношению к действительной стоимости. Но, будучи противоположными действительной стоимости, они весьма различны между собой, имеют различную природу.

Фиктивная стоимость отражает капитализацию будущих доходов действительного капитала - это представительная стоимость. Ложная стоимость - это завышенная рыночная оценка стоимости товара, не отражающая капитализированную доходность действительного капитала. Ложная стоимость - это избыток цены

над действительной стоимостью, фиктивная - это вся стоимость фиктивного капитала взятая целиком. Ложная стоимость - это избыток рыночной стоимости над действительной, фиктивная - разновидность самой рыночной стоимости как таковой. Ложная стоимость есть следствие монополии на рентный ресурс, фиктивная - следствие разделения капитала-собственности и капитала-функции. Ложная стоимость - это часть рыночной стоимости товара, фиктивная - это инвестиционная стоимость капитала. Эти стоимости имеют разные сферы возникновения и существования. Для фиктивной стоимости - это исключительно финансовый рынок, ложная стоимость осуществляет свое движение и в сфере производства.

Бесспорно, что помимо вышеперечисленных, можно говорить о главном фундаментальном, принципиальном различии фиктивной и ложной стоимости. Основа ложной стоимости - завышенная стоимостная оценка как следствие монополии, основа фиктивной - капитализация доходов от будущих финансовых потоков. Если для ложной стоимости фундаментальной основой является монополия на ресурсы, то для фиктивной стоимости монополия - это чужеродное, неадекватное состояние финансового рынка. Фиктивная стоимость по своей природе выражает справедливую рыночную стоимость, которой чуждо любое проявления монопольности. Однако необходимо иметь в виду, что ложная стоимость может иметь место на финансовом рынке в том случае, если на нем возникает явление “мыльного пузыря”⁵, ситуация, когда конъюнктура рынка поднимается до уровня, не имеющего объективной основы.

“Мыльный пузырь” появляется тогда, когда цены на финансовые активы растут вне всякой связи с доходностью действительного капитала, на эйфории по поводу того, что рыночные цены будут и дальше расти, потому, что бурно росли до последнего времени. “Пузырь” означает, что фактическая цена акций не обеспечивается финансовыми показателями эмитентов, рынок как бы “забегает вперед”, происходит движение цен на фондовые ценности за пределы, установленные рыночной стоимостью бизнеса, которую они выражают.

“Пузыри” являются печальными последствиями успеха в экономике, они появляются только тогда, когда инфляция и ставки низки, а экономика и оптимизм растут. Такие

“пузыри” существуют в равновесии и забирают на себя избыточную ликвидность.

По видимому, существует объективный циклический механизм, заставляющий рыночную цену финансовых активов отрываться от своей экономической основы, а затем вновь достигать ее через рыночные шоки и падения цен активов⁶. Встроенным атрибутом долгосрочных циклов экономической и финансовой активности являются спекулятивные перегревы и крахи финансовых рынков.

Избыток сбережений последних десятилетий обеспечил низкий уровень процентных ставок по всему миру, увеличил ликвидность значительно больше, чем наращивание денежного предложения центральными банками. Это стало важным фактором быстрого роста цен на разные активы - от акций до недвижимости.

Глобализация позволяет надуваться “пузырям” в любой части света, поэтому существует мнение, что современная глобальная экономика - это “экономика пузырей”. Пузырь, или необоснованно высокая рыночная стоимость активов (недвижимости, ценных бумаг, сырьевых ресурсов) может достигать 50% мирового ВВП. “Мыльные пузыри” надуваются из-за избытка свободных дешевых денег. История, свидетельствует, что когда центральные банки развитых стран резко снижают процентные ставки, чтобы нивелировать последствия финансовых кризисов, это провоцирует надувание пузыря, причем каждый раз такой пузырь надувается в новом. Дешевые деньги, с помощью которых центробанки лечат проблемы лопнувшего пузыря на одном рынке, обычно идут в другой класс активов.

Глобализация выражается в существенном росте амплитуды колебаний цен, что может быть связано с увеличением доли спекулятивного капитала, который зачастую определяет динамику цен на глобальных рынках. При этом природа движения цен не изменилась, они движутся в направлении предпочтений желающих совершить сделки. Но изменились предпочтения - для спекулянта главное предпочтение - прибыль, а она есть, если движутся цены. Сегодня спекулятивный капитал внедряется на развивающиеся рынки, разгоняя их намного быстрее, чем позволяют фундаментальные показатели, затем наступает фаза фиксации прибыли, репатриации капитала, которая может привести к краху соответствующего рынка. Это связано с тем, что если надулся “пу-

зырь”, то национальный рынок становится уязвимым для негативных шоков со стороны глобальных финансовых рынков.

Нет сомнения в том, что стоимостная природа финансовых пузырей требует специальных дополнительных исследований, но в нашем случае такие пузыри свидетельствуют о наличии на соответствующем рынке ложной стоимости, как существенного и необоснованного избытка рыночной цены над уровнем фиктивной стоимости, отражающей фундаментальную доходность действительного капитала. При отсутствии пузырей, как мы полагаем, нет оснований говорить о какой-либо взаимосвязи между фиктивной и ложной стоимостью.

Необходимо отметить еще целый ряд специфических особенностей фиктивной стоимости. Эта стоимость является *прогнозной, вероятностной оценкой будущих доходов*, возможной моделью развития, отражающей стоимость действительного капитала в приведенном виде. Ее величина представляет собой своеобразную экономическую модель, демонстрирующую признанные рынком реальные тенденции функционирования действительного капитала, экстраполированные на перспективу, модель капитализации будущего потока доходов. Таким образом, она имеет важное самостоятельное экономическое значение, она моделирует производственные отношения капиталообразования в реальных пропорциях общественного воспроизводства. Основа таких рыночных прогнозов - это хорошо сформулированная стратегия и пути будущего развития, приводящие к увеличению акционерной стоимости, осознанное положение на рынке, хорошо аргументированные прогнозы роста. Она учитывает долгосрочные перспективы деятельности и потенциальные риски действительного капитала. Таким образом, фиктивная стоимость - это форма вероятностных состояний действительного капитала, некая “ожидаемая стоимость”, возможность получения именно такой ее величины с определенной степенью вероятности при определенных условиях развития данного бизнеса, рынка, макроэкономической ситуации в стране.

Фиктивная стоимость - это стоимость, *величина которой постоянно меняется*, причем источник изменений лежит вне ее самой. Это можно объяснить природой фиктивной стоимости: ее величина регулируется не издержками производства (или ценностью), а

величиной дохода и ставкой процента. И воздействовать на нее можно либо через регулирование доходов, либо воздействуя на ставки. Таким образом, на величину фиктивной стоимости можно влиять инструментами денежно-кредитной политики, в то время как на действительную стоимость такого влияния нет.

Оценки предполагаемой доходности и предположения по динамике уровней процентных ставок подвержены постоянным изменениям. Возможные изменения ставок центральных банков, колебания уровней ликвидности рынка, постоянные переоценки рисков инвестирования, изменения рейтинговых оценок финансового состояния эмитентов и многое другое вызывают непрерывное колебание величины фиктивной стоимости. Поэтому ее называют моментным динамическим показателем. В силу этого при расчете индексов ценных бумаг за основу берется цена, рассчитанная как средневзвешенное значение последних десяти сделок и временные интервалы обновления данных по индексам постоянно сокращаются.

Постоянная изменчивость величины фиктивной стоимости во многом определяется ее *высокой зависимостью от поступления глобальной экономической информации*. Как отмечал У. Шарп стоимость любой ценной бумаги зависит от перспектив, ожидаемых в будущем, которые почти всегда не ясны. Любая дополнительная информация относительно этих перспектив может привести в переоценке ее стоимости⁷. Причем необходимо отметить, что динамика фиктивной стоимости определяется не только прогнозными данными о конкретном действительном капитале, но их сочетанием с изменениями конъюнктуры национального и глобального финансовых рынков относительно уровня ликвидности, стоимости заемных средств, спроса со стороны глобальных инвесторов и т.д. Такая конъюнктура имеет цикличную форму изменения. Причем необходимо отметить приоритетное значение глобальных новостных потоков над локальными в определении динамики фиктивной стоимости. Внешние факторы остаются для российского рынка ценных бумаг решающими, так как более 50% российских активов - предмет сделок глобальных фондов⁸. То есть стоимость бумаг на развивающихся рынках будет зависеть не от состояния макроэкономики этих стран, а от ликвидности и стоимости денег, надежности политики глобальных финансовых центров.

Внимание глобальных инвесторов зависит от доли акций российских компаний в международных индексах (MSCI Russia, MSCI Emerging Markets). Изменение доли ведет к росту покупок со стороны индексных фондов, то есть растет ликвидность и стоимость бумаг. На индексы MSCI ориентируются многие инвесторы, а некоторые инвестфонды вкладывают средства в акции точно в тех пропорциях, в которых эти акции входят в индексы. Включение акций компании в расчет индекса может привести к резкому росту котировок в краткосрочной перспективе и притоку средств от фондов - в долгосрочной. Индексы MSCI являются ключевыми для ряда западных инвестиционных фондов, формирующих свои портфели в соответствии с их структурой. Включение в индекс или исключение из него, а также изменение доли бумаги в индексе приводит к покупкам или продажам бумаг фондами, а значит, влияет и на их стоимость.

Фундаментальные факторы определяют, как правило, долгосрочные тенденции изменения стоимости бумаг, однако текущая волатильность может определяться кратковременными и поверхностными причинами: эмоциональными, внеэкономическими (например: геополитическими и чисто политическими рисками). Часто бывает, что снижение котировок конкретной бумаги идет вопреки хорошим фундаментальным данным о прибыли, динамике бизнеса, когда отрицательный новостной информационный фон, отражающий общую конъюнктуру глобальной экономики снижает оценки фиктивной стоимости. То есть определенные факторы могут действовать в одну сторону и в противоположных направлениях, причем глобальные новости, как правило, перевешивают в оценке стоимости конкретной бумаги.

Россия относится к группе развивающихся рынков. Более 80 формирующихся рынков составляют не более 10% мировой капитализации, а цены на их финансовые активы определяются (через депозитарные расписки на акции и еврооблигации) в мировых финансовых центрах (Лондон, Нью-Йорк, Франкфурт)⁹. Таким образом на величину фиктивной стоимости российских бумаг влияют национальная макроэкономика, ситуация на развивающихся рынках и ситуация на глобальных рынках. Поэтому фиктивная стоимость отражает макроэкономическую прогнозную оценку будущей доходности капитала при соответствующей

конъюнктуре глобальных финансовых рынков. Происходит глобализация процесса стоимостеобразования на национальном фондовом рынке. В таких условиях фиктивная стоимость становится *индикатором состояния глобального рынка капиталов и инструментом прогнозирования ее изменений.*

Еще одним аспектом понимания сущности фиктивной стоимости является ее рассмотрение с позиции так называемой *справедливой стоимости*, которая мнению У. Шарпа¹⁰, представляет собой стоимость бумаги на данный момент (с учетом перспективной оценки уровня цены спроса на нее и доходов по ней в будущем), рассчитанную хорошо информированными и способными аналитиками. В стандартах МСФО справедливой стоимостью называется сумма, на которую может быть обменян финансовый инструмент в ходе текущей операции между двумя заинтересованными независимыми и желающими совершить сделку сторонами, за исключением случаев вынужденной продажи. В рассмотренных условиях существование эффективного рынка капиталов возможно лишь в том случае, если любая новая информация должна сразу и полностью отражаться на курсах¹¹.

В современных условиях достичь полного отражения новой информации в цене достаточно сложно. Типичной особенностью для рынка капиталов в прошлом веке была информационная однородность и немногочисленность источников распространения новых сведений. В конце XX в. эта классическая картина изменилась благодаря Интернету и “исходу” биржевиков из торговых залов в офисы к компьютерам. Новостные потоки стали глобальными как по своим источникам, так и с точки зрения воздействия на рынки. В зависимости от уровня экономического развития, отдельные регионы мира оказывают различное информационное воздействие. Все важнейшие показатели США либо задают, либо корректируют направление экономических процессов во всем мире (хотя высоко влияние Японии, Юго-Восточной Азии и Европы). Характерно, что чем дальше тот или иной рынок от “столичных” регионов, чем он “провинциальнее”, тем большее влияние на него оказывают новостные потоки этих регионов и тем менее самостоятелен он в формировании цен. Зависимость от информации, поступающей к в режи-

ме реального времени, теперь столь велика, что ориентация на газетные сводки, вечерние итоги заведомо неэффективна. Поступившая информация неконкурентоспособна в условиях, когда поток самой последней информации является основным мотивом действий большинства участников рынка. Технический анализ динамики фиктивной стоимости в условиях современной биржевой технологии, основанной на самой разнообразной информации, поступающей в режиме реального времени, больше не работает во внутридневной (Intraday) торговле, тренды могут использоваться с горизонтом в несколько недель.

Изложенное выше позволяет сделать вывод о том, что *фиктивная стоимость*, как субстанциональная основа фиктивного капитала, *наиболее адекватна требованиям эффективного рынка капитала.* Природа такой стоимости весьма специфична. При развитии форм стоимости у Маркса товар, находящийся в эквивалентной форме, выражал стоимость других товаров благодаря тому, что сам ею обладал. В отличие от этого, фиктивный капитал является выразителем чужой стоимости в качестве “как бы своей”, *представляет на рынке чужую стоимость “как свою собственную”, несмотря на то, что своей стоимости у него нет* и быть не может, фиктивный капитал “безстоимостен” по своей природе.

¹ Маркс К., Энгельс Ф. Сочинения. 2-е изд. Т. 25. Ч. 2. С. 10.

² Маркс К., Энгельс Ф. Сочинения. 2-е изд. Т. 23. С. 112.

³ Трещев А.Н. Фиктивный капитал: современные формы движения на финансовых рынках: Дис. ... канд. экон. наук. Самара, 2006. С. 42-43.

⁴ Зомбарт В. Современный капитализм. Т. 3. М.; Л., 1930. С. 141.

⁵ Федоров Б.Г. Англо-русский банковский энциклопедический словарь. СПб., 1995. С. 61.

⁶ Риски финансового кризиса в России: факторы, сценарии и политика противодействия: Нац. докл. М., 2008. С. 19-20.

⁷ Шарп У., Александер Г., Бейли Дж. Инвестиции: Пер. с англ. М., 2006. XII. С. 3.

⁸ Вьюгин О. Анализ рынка российских ценных бумаг, законодательства и движущих сил // Рынок ценных бумаг. 2006. № 7. С. 8.

⁹ Риски финансового кризиса ... С. 12.

¹⁰ Шарп У., Александер Г., Бейли Дж. Указ. соч. С. 108.

¹¹ Там же. С. 109.