В соответствии с данным расчетом мы принимаем значение β на уровне 1,3842.

Рыночная премия *(Rm – Rf)* - разность средней ставки дохода по рынку и безрисковой ставки и является компенсацией инвестору за риск инвестирования в акции компании..

Ставка дохода по среднерыночному портфелю ценных бумаг принята на уровне 30,42% на конец марта 2003 г. по «Индексу РТС», который является комплексным показателем, основанным на уровне цен на находящиеся в широком обращении обыкновенные акции 60 ведущих компаний.

Последние компоненты модели - премия за риск инвестирования в конкретную компанию S_1 и премия за риск инвестирования в малую компанию S_2 определяются исходя из следующей логики.

Ставка дисконта, рассчитанная по модели САРМ должна быть равна ставке дисконта, определенной по модели кумулятивного построения. Тогда для фондового рынка верно равенство:

$$Rf + \beta \cdot (Rm - Rf) + S_1 + S_2 = Rf + X_1 + X_2 + X_3 + X_4 + X_5 + X_6 + X_7 \quad (7)$$

Упростим тождество, сократив одинаковые элементы, содержащиеся в его левой и правой частях: $S_1 = X_7$; $S_2 = X_2$.

$$\beta \cdot (Rm - Rf) = X_1 + X_3 + X_4 + X_5 + X_6, \quad (8)$$

Принимая, что всем пяти факторам риска присвоены одинаковые веса (их значения равны), то из

$$\{\beta \cdot (Rm - Rf)\} / 5 = X, \quad (9)$$

определяем значение каждого из факторов:

$$1{,}3842 \cdot (30{,}42 - 16{,}49) / 5 = 3{,}86\%$$

Таким образом: для значений S_1 и S_2 также применимы рассчитанные значения: $S_1 = S_2 = 3{,}86\ \%$.

Далее, нами в качестве безрисковой применяется ставка доходности по государственным ценным бумагам (ОФЗ к погашению): $Rf = 16{,}49\ \%$.

Тогда ставка дисконта

$$R_o = 0{,}1649 + 1{,}3842 \cdot (0{,}3042 - 0{,}1649) + 0{,}0386 + 0{,}0386 = 0{,}4346 \ (43{,}49\%).$$

На основании проведенного анализа норма дохода альтернативных вложений составит – 43,49 % в год.

Рассчитанная таким образом величина достаточно объективно отражает значение премий за размер компании и за прочие особенные риски в кумулятивном методе построения ставки дисконта.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. *Валдайцев С.В.* Оценка бизнеса и управление стоимостью предприятия: Учеб. пособие. – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2001.

2. *Десмонд Г.М.* Руководство по оценке бизнеса / Г.М. Десмонд, Р.Э. Келли. – М.: РОО, 1996.

3. Оценка бизнеса: Учебник / Под ред. А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой. – М.: Финансы и статистика, 1999.

□ Авторы статьи:

Малюгин
Алексей Николаевич
– канд.экон.наук, доц. каф. экономики и организации строительства

Одинцова
Алла Викторовна
– ведущий аналитик инвестиционно – банковского департамента ЗАО ИК «Финанс – Аналитик», г. Москва

Денисенко
Екатерина Борисовна
– ст. преп. каф. экономики строительства и инвестиций (Новосибирский государственный архитектурно – строительный университет)

УДК 338. 001. 73

Л.В. Кусургашева

ЛИБЕРАЛЬНО-МОНЕТАРИСТСКАЯ МОДЕЛЬ РЕФОРМИРОВАНИЯ РОССИЙСКОЙ ЭКОНОМИКИ: ПОЗИТИВНАЯ ПРОГРАММА ИЛИ СМЕНА ИДЕОЛОГИИ?

Общеизвестно, что в основе рыночной трансформации российской экономики лежит либерально-монетаристская модель, которая составляет теоретическое и идеологическое ядро шоковой терапии. Переход от политики перестройки к радикальным рыночным преобразованиям был совершен, можно сказать, «мгновенно», и времени на теоретическое осмысление радикальных преобразований у отечественных экономистов не было. Можно констатировать, что в отечественной экономической науке на рубеже 80 – 90-х гг. XX века теории, адекватной целям и масштабам реформирования, не было и, более того, вряд ли такая теория могла появиться в столь сжатые сроки. Поэтому, когда критики монетаризма утверждают, что реформаторы выбрали «не ту» теорию, необходимо иметь в виду ограниченность выбора

рамками существующих на Западе теорий. Тем не менее сама проблема выбора существовала (и существует), и именно поэтому вновь и вновь возникает вопрос: «той ли дорогой идем»?

Исходя из того, что практические рекомендации любой теории «работают» при условии их адекватности той практике хозяйствования, которую данная теория моделирует, посмотрим на исходные предпосылки и основные постулаты монетаризма, который составляет ядро шоковой терапии.

Известно, что монетаризм – это современная, модифицированная версия количественной теории денег. Если традиционная количественная теория денег сводилась к определению общего уровня цен (при условии постоянства скорости обращения денег), то лидер монетаризма, М. Фридман, утверждает, что «количественная теория – это, прежде всего, теория спроса на деньги» [1, с. 23]. Следствием такой переформулировки явилось положение об устойчивости рыночного механизма и тесно связанное с ним утверждение о циклических колебаниях деловой активности как результате хаотического изменения денежной массы (предложения денег). Фактически речь идет о том, что деньги составляют центральный элемент хозяйственной системы, который определяет не только общий уровень цен (традиционная количественная теория денег), но и ход воспроизводственного процесса в целом. Логика рассуждений здесь следующая.

Монетаристы исходят из того, что «анализ спроса на деньги со стороны первичных собственников богатства формально может быть отождествлен с анализом спроса на потребительские услуги» [1, с.23]. В соответствии с этим предполагается, что субъекты хозяйствования (домашние хозяйства и фирмы), также как и потребитель в теории потребительского поведения, оптимизируют структуру своего богатства, исходя из принципа предельной полезности. В структуре богатства Фридмен выделил пять основных форм: деньги, облигации, акции, физические блага и человеческий капитал. Первичные собственники богатства, исходя из своих вкусов и предпочтений, формируют «портфель» активов таким образом, чтобы получить максимум «полезности», то есть максимальный доход от совокупного богатства. Поэтому спрос на деньги (потребность в деньгах) определяется как результат сравнения ожидаемой доходности по каждому виду богатства и поэтому факторы, влияющие на ожидаемую доходность, задают аналитический вид функции спроса на деньги (формулу функции спроса), то есть выступают в качестве её аргументов.

Отличительная особенность монетаристской теории состоит в утверждении о стабильности денежного спроса: «Теоретик-количественник, – пишет Фридмен, – принимает эмпирически доказанную гипотезу, что спрос на деньги в высшей степени стабилен...» [1, с.36]. Эта «эмпирически доказанная» гипотеза играет в теории монетаризма ключевую роль. Если спрос на деньги – величина постоянная, то для обеспечения устойчивости рыночного механизма предложение денег также должно быть постоянным (стабильным). Однако в действительности оно крайне неустойчиво, поскольку определяется экзогенно (вне экономической системы) и зависит от субъективных решений центрального банка. Поэтому предложение денег, по мнению монетаристов, является главным источником нарушений в воспроизводственном процессе.

Положение об определяющей роли денег М. Фридмен, в соответствие со своей концепцией метода (выдвижение гипотезы – формулирование следствий – эмпирическая верификация), обосновывает с помощью статистического анализа данных об изменении денежной массы, с одной стороны, и динамике ВНП и других народнохозяйственных показателей, с другой. Анализ, проведенный им совместно с А. Шварц в работе «Монетарная история Соединенных Штатов. 1867 – 1960 гг.» (1963), а также расчеты экономистов Федерального резервного банка Сент-Луиса Л. Андерсона и Дж. Джордана (так называемая «сент-луиская модель») показали наличие тесной корреляции между деньгами и номинальным ВНП и приоритетность кредитно-денежной политики по отношению к налогово-бюджетной. При этом монетаристы утверждают, что последствия кредитно-денежной политики, также как и других инструментов государственного регулирования, сказываются на основных экономических параметрах не сразу, а с некоторым разрывом во времени.

Существование лагов приводит к тому, что планируемый эффект от введения какого-либо регулирующего мероприятия не будет достигнут, поскольку социально-экономическая ситуация к этому времени может совершенно измениться. Отсюда – акцент на долгосрочных целях (стабилизация экономики), а не на решении краткосрочных текущих задач (сглаживание циклических колебаний). И отсюда же вытекает и основная практическая рекомендация монетаристов – так называемое «денежное правило», которое должно ограничить произвол правительственных органов и обеспечить условия стабильного поступательного развития экономики. «Я бы со своей стороны, – пишет Фридмен, – посоветовал финансовым органам в любом случае избегать очень резких скачков, давая возможность обществу приспособиться к некоторому постоянному темпу роста определенного денежного агрегата. Точная величина тем-

па, равно как и тип агрегата не столь важна, как привычка к постоянному и заранее известному темпу» [2, 145].

Таким образом, теоретическая модель, из которой вытекают практические рекомендации монетаристов, включает в себя следующие основные положения:

1) устойчивость рыночной экономики, то есть её способность приходить в состояние равновесия при полном использовании всех ресурсов;

2) существование длительных и колеблющихся лагов между моментом принятия какого-либо регулирующего мероприятия правительственных органов и реальным эффектом от его введения;

3) приоритетность денежных факторов: «инфляция всегда и везде является денежным феноменом» (М. Фридмен);

4) устойчивость спроса на деньги и независимость его от процентной ставки;

5) способность центрального банка эффективно контролировать предложение денег.

Эти положения монетаризма представляют собой необходимые условия, при наличии которых только и может осуществляться монетаристская политика.

В литературе указывается, что монетаристская теоретическая модель более или менее адекватно отражает условия раннего капитализма, а также той системы, которая на Западе начала складываться с конца 60-х – начала 70-х годов XX века [3, 31-33]. Именно в это время на волне резкой критики кейнсианской дискреционной политики монетаризм и приобрел широкую популярность, хотя его основные положения были сформулированы на полтора десятилетия раньше. К 70-м годам объективные условия функционирования рыночной экономики (в том числе благодаря кейнсианской политике) существенно изменились. Научно-техническая революция с её информационными и компьютерными технологиями создала возможность широкого использования индивидуализированных средств производства и тем самым способствовала возрождению мелкого бизнеса и свободной конкуренции. Количественно возрос и качественно изменился потребительский спрос, произошли изменения в структуре и характере рабочей силы, благодаря широкой системе социальной защиты произошло формирование «среднего класса».

Таким образом, монетаризм как позитивная теория описывает рыночную экономику, основанную на развитой до уровня информационных технологий материально-технической базе, с наличием мощных сил, подстегивающих инновации и экономический рост, господством (относительным!) отношений свободной конкуренции, развитой кредитно-денежной сферой, множеством мелких собственников, оптимизирующих структуру своего богатства. Понятно, что такой экономике соответствует либеральная идеология, направленная на защиту частнопредпринимательского порядка и ограничение функций государства. Монетаризм – это и есть, прежде всего, идеология современного либерализма. Он представляет собой наглядный пример «идеологической нагруженности» теории, её нераздельную связь с идеологией. Все его основные положения направлены против государственного активизма в экономике, касается ли это устойчивости рыночного хозяйства, существования длительных лагов в принятии и реализации решений или такого «чисто позитивного» утверждения, как устойчивость денежного спроса. И именно в этом смысле монетаризм составил основу «Вашингтонского консенсуса», под руководством которого осуществлялись рыночные преобразования в странах Латинской Америки, Центральной и Восточной Европы и России.

То, что шоковая терапия, проводившаяся под руководством «Вашингтонского консенсуса», приведет к разрушительным последствиям для России, было очевидно для многих экономистов. Почему же был выбран именно этот вариант рыночного реформирования? Во многих публикациях обосновывается тезис о том, что выбор либерально-монетаристской модели был обусловлен политико-идеологическими факторами. «Многие шаги первых правительственных команд реформаторов абсолютно необъяснимы с точки зрения хозяйственной целесообразности и эффективности, однако все становится на свои места, если исходить из главенства политических критериев успеха экономического реформирования» [4, 6]. Речь идет о том, что обвальная приватизация, жесткая кредитно-денежная политика и другие мероприятия шоковой терапии отвечали политическим интересам новой властной элиты: «создавались все условия для облегчения первоначального накопления прежде всего в целях создания слоя богатых людей как её социальной опоры» [4, 6].

Радикальные реформаторы в целом соглашаются с тезисом о политико-идеологической обусловленности выбора либерально-монетаристского курса. Однако конкретные цели и задачи такого выбора видятся ими по-другому. Утверждается, что в сложившейся к 1992 году ситуации (развал СССР, слабость государственной власти вообще и отсутствие реальных возможностей правительства России воздействовать на экономические и социально-политические процессы в частности) альтернативы либерализации не было. «Вряд ли в конкретных российских традициях либерализм мог бы приобрести сколько-нибудь значительное влияние, если бы не было для того серьезных политических резонов. В отсутст-

вии реальных административных рычагов единственное, что оставалось российским властям, – просто пойти по пути последовательной либерализации. Либерализация рубежа 1991 – 1992 гг. позволила избежать голода и холода зимой, не допустить распада России» [5, 38-39].

Радикал-реформаторы утверждают также, что, провозгласив курс на быстрый и радикальный переход к рынку, руководство России в дальнейшем фактически его не придерживалось. Якобы никакой шоковой терапии в России не было, и все проблемы постсоветской трансформации обусловлены не шоковой терапией, а, наоборот, – её отсутствием, то есть постепенностью, незавершенностью и «недолиберализованностью» реформ. «Не шоковая терапия, а именно отказ от нее обусловил многие противоречия посткоммунистического развития России, в том числе и институциональные проблемы. Продолжающийся уже десять лет инвестиционный спад и небольшой интерес зарубежного бизнеса к российским предприятиям, нестабильность условий для производства, многие пороки приватизации – все это в значительной мере связано с длительной незавершенностью процессов финансовой стабилизации» [6, 11]. Аргументы в пользу такого утверждения следующие.

1) Шоковая терапия предполагает низкие темпы роста денежной массы. А. Илларионов называет верхний предел – 10% в год. В России же денежная масса в 1992 г. выросла в семь с лишним раз и поэтому денежную политику центрального банка нельзя называть жесткой; к шоку в экономике такая политика не могла привести и не привела.

2) Стабилизировать рубль и снизить инфляцию удалось только к 1996 г. (рост цен – 21, 8%), а добиться первичной стабилизированности бюджета – к 1999. «Итого семь лет на решение первоочередных задач макроэкономической стабилизации. Хороша шоковая терапия!» [6, 10].

3) В России и после проведения приватизации и частичной либерализации продолжает сохраняться большой нерыночный сектор, представленный множеством нежизнеспособных предприятий (ЖКХ, ТЭК, АПК), в отношении которого на всем протяжении реформ проводилась «селективная структурная политика», противоречащая целям макроэкономической стабилизации, поскольку она предполагает перераспределение финансовых, материальный и иных ресурсов из «рыночного сектора», представленного преимущественно естественными монополиями [7, 283].

Итак, либеральные реформаторы, пытаясь «откреститься» от провальных результатов шоковой терапии, утверждают, что шока не было, так как: 1) денежная масса росла, а не уменьшалась; 2) период макроэкономической стабилизации занял длительное время; 3) экономика остается недолиберализованной.

По поводу первого пункта следует заметить, что использование только одного показателя денежной массы недостаточно для квалификации жесткости или мягкости кредитно-денежной политики. Денежная масса (М2) действительно в 1992 г. увеличилась на 712%, но в то же время рост цен на потребительском рынке составил 2620% [8, 25]. Такое соотношение однозначно говорит о дефляционном шоке, пережитом российской экономикой и приведшем к её демонетизации. В дальнейшем коэффициент монетизации неуклонно снижался вплоть до 1999 г., что свидетельствует об острой нехватке предложения денег и жесткости монетарной политики центрального банка.

Кроме того, монетаристы, говоря о необходимости проведения жесткой денежной политики, направленной на ограничение предложения денег (денежное правило), увязывают это со стабильной функцией спроса на деньги. Если же «убрать» предпосылку стабильности денежного спроса, то монетаристская модель рушится как «карточный домик» и тогда практические рекомендации монетаристов «повисают в воздухе». Реакция экономики на их реализацию в этом случае может дать результат, противоположный ожидаемому, что и произошло в России.

Второй аргумент, направленный против «шоковости» рыночных преобразований в России, – длительность периода, в течение которого была достигнута макроэкономическая стабилизация, неубедителен в силу того, что в данном случае происходит инверсия целей и средств их достижения. В. Мау, например, пишет: «Если под шоковой терапией подразумевать решительную и быструю макроэкономическую стабилизацию, включая достижение товарного и бюджетного равновесия, остановку инфляции и превращение национальной валюты в желательный для экономических агентов инструмент осуществления сделок, то такая политика была реализована в России лишь отчасти»[6,10]. Очевидно, что «решительная и быстрая макроэкономическая стабилизация» – это не метод, а один из результатов радикальной реформы, средствами достижения которой должны были послужить сжатие денежной массы, уменьшение расходов госбюджета, налоговая реформа и т.д. Из того, что достижение макроэкономической стабилизации продлилось гораздо дольше, чем обещали реформаторы, логично сделать вывод о непригодности использованных для этого средств, что и оказало влияние на продолжительность достижения поставленных целей.

Положение о «недолибера-

лизованности» российской экономики (третий аргумент в арсенале сторонников шоковой терапии) основывается, как показали А. Бузгалин и А. Колганов [9] , на игнорировании реального уровня либерализации экономики до и после реформ. Дореформенное состояние России (почти полностью огосударствленная плановая экономика и отсутствие в ней каких-либо либеральных начал) предопределило глубину либерализационного сдвига. По словам Бузгалина и Колганова, в результате шоковых реформ российская экономика совершила «головокружительный либеральный «большой скачок» [9,48]. Поэтому о «недолиберализованности» можно говорить лишь с этой весьма существенной оговоркой.

Третий (1992 – 1998 гг.) и четвертый (с 1999 г.) этапы строительства рынка в России характеризовались (в целом) продолжением избранной либерально-монетаристской стратегии [10] и, с этой точки зрения, взаимоотношения между экономической теорией и практикой не изменились.

Таким образом, проведенный анализ позволяет сделать вывод об определяющей роли экономической теории в рыночной трансформации российской экономики. Хотя обусловленность трансформации объективными факторами вполне очевидна, стратегия и конкретные направления преобразований находились под сильным влиянием господствующих теоретических концепций. Если на этапе перестройки это была концепция совершенствования хозяйственного механизма, в основе которой лежала модель рыночного социализма, то, начиная с 1992 года, экономическая политика российского правительства базировалась на неоклассических (либерально-монетаристских) рекомендациях.

Негативные последствия реализации либерально-монетаристской модели реформирования есть результат неадекватности её российским реалиям. Этот вывод чрезвычайно актуализирует проблему взаимосвязи теории и практики. Современный «экономикс» с его делением на позитивную и нормативную «части» ставит труднопреодолимые препятствия на пути реализации практических рекомендаций той или иной теоретической концепции. Конкретным примером этого является монетаризм, нормативные требования которого не могли быть реализованы на практике в полной мере, прежде всего, из-за жесткости его исходных предпосылок. Отсюда – разрыв между действительным и желаемым состоянием экономики и возложение «вины» за провал попыток реализации теории на практике на субъективный фактор. В российских условиях это выражается в обвинениях со стороны отечественных радикал-реформаторов в непоследовательности, постепенности и недолиберализованности проводимых преобразований, что явно не соответствует действительности. В России был осуществлен именно шоковый вариант перехода к рынку.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. *Фридмен М*. Количественная теория денег: новая формулировка // Фридмен М. Если бы деньги заговорили... М., 1999. С.22 –43.

2. *Фридмен М*. Роль монетарной политики // Фридмен М. Если бы деньги заговорили... М., 1999. С. 145. С.126 – 145.

3. *Ольсевич Ю*. Монетаризм и Россия: проблема совместимости // Вопросы экономики. 1997. №8. С. 24 – 37.

4. *Кириченко В*. Усиление госрегулирования: углубление или приостановка реформационных преобразований? // Российский экономический журнал. 1999. № 12. С. 3 – 13.

5. *Мау В*. Российские реформы глазами западных критиков. Особенности посткоммунистической трансформации России // Вопросы экономики. 1999. № 12. С. 34 –47.

6. *Мау В*. Российские реформы глазами западных критиков. «Провал» российских реформ и обвинения в адрес реформаторов // Вопросы экономики. 1999. № 11. С. 4 – 23.

7. *Ясин Е. Г*. Российская экономика. Истоки и панорама рыночных реформ. М., 2002. С. 283. 437 с.

8. Исторические судьбы, уроки и перспективы радикальной экономической реформы // Вопросы экономики. 1995. № 4. С. 4 – 66.

9. *Бузгалин А., Колганов А*. Либерализация versus модернизация // Вопросы экономики. 1997. № 8. С. 38 – 56.

10. *Куликов В*. Правительств – четыре, а программ? // Российский экономический журнал. 1999. № 1. С. 16 – 21

Автор статьи:

Кусургашева
Людмила Васильевна
- канд. экон. наук, доцент, ст. научн. сотр. каф. экономической теории