

МАКРОЭКОНОМИКА

С.С.Шумская, канд. экон. наук

Институт экономического прогнозирования НАН Украины

КАПИТАЛИЗАЦИЯ ЭКОНОМИКИ УКРАИНЫ: ОЦЕНКА И РЕЗЕРВЫ РОСТА

Рассмотрены разные аспекты категории "капитализация экономики". Проведен анализ капитализации украинской экономики с точки зрения выявления "узких" мест, резервов роста и возможных путей их активизации.

Ориентация на инновационную модель развития экономики выдвигает сегодня дополнительные требования к уровню развития финансовых отношений, поскольку сильной внутренней экономики Украина может достичь только при быстро растущем внутреннем рынке, необходимым условием существования и развития которого является своя сильная финансовая система. Понятно, что самостоятельного финансового рынка и твердой национальной валюты еще недостаточно для достижения высоких темпов экономического роста. Очень важно, определив долгосрочные ориентиры развития экономики, насытить систему капиталом. Поэтому задача формирования национальной финансовой системы приобретает в модели инновационного развития особое звучание и предполагает, помимо всего прочего, ориентацию на увеличение капитализации экономики.

Исследования влияния капитализации на темпы экономического роста в мировой практике достаточно широко распространены. Однако в Украине и других странах бывшего СССР эти вопросы являются новыми, и только в результате появления в российской экономической литературе публикаций по этой проблематике¹ заинтересованность в подобного рода исследованиях становится все более очевидной. Новизна научных разработок в этой сфере проявляется во многих аспектах, начиная с неразработанности самого понятия "капитализация экономики". Среди украинских ученых первым обратил внимание на важность разработки этого вопроса А.Гриценко, который отметил необходимость дифференцировать это понятие, в частности, различать капитализацию реальную и фиктивную, прямую и обратную. Так, первая, по его мнению, заключается в превращении реальной стоимости в капитал, стоимости представленной реальными материальными ценностями, которая связана с производством реальных материальных ценностей и получением реального дохода. Капитализация фиктивная связана с представлением стоимости в ценных бумагах. Прямая капитализация связана с превращением стоимости в капитал, а обратная – с оценкой стоимости по доходу².

¹ Гурова Т., Привалов А., Фадеев В. Территория обитания // Эксперт. – 2003. – №21. – С. 50–55; Шаринев Д. Падение китайской стены // Эксперт. – 2003. – №22. – С. 62; Гурьев С., Сонин К. Богатство и рост // Эксперт. – 2003. – №24. – С. 40–46; Ивантер А. Хотите быть богатым – будьте // Эксперт. – 2003. – №24. – С. 47.

² Патрікац Л., Крохмальюк Д. Проблеми та перспективи розвитку банківської системи // Вісник НБУ. – 2004. – №1. – С. 43.

Подробная и основательная разработка теоретических положений, рассмотрение разных трактовок категориального аппарата дает возможность ученым и практикам выйти на новый уровень теоретического понимания процесса капитализации экономики, а потому можно с уверенностью прогнозировать уже в ближайшее время расширение аудитории обсуждения.

Не менее важной является количественная оценка этого процесса. Из-за отсутствия ее в научных изданиях стоит учитывать подходы специалистов, высказанные в СМИ. Так, на наш взгляд, заслуживают внимания позиции Д.Горюнова и А.Барановского³, которые определяют капитализацию Украины как совокупную рыночную стоимость отечественных предприятий, называют потенциальные ресурсы и направления роста.

Анализ капитализации экономики Украины, ее составляющих, которые представлены в данной статье, является дальнейшим развитием исследования влияния капитала на экономический рост. Актуальность очерченных в ней проблем, учитывая ситуацию, сложившуюся сегодня в этой сфере, чрезвычайно высока. Выявление "узких" мест повышения капитализации украинской экономики, определение ее места и роли в сравнении с другими странами, анализ ресурсных возможностей финансовых посредников на рынке с точки зрения определения потенциала капитализации, поиск резервов роста и возможных путей их активизации является целью данной работы.

Капитализация экономики – категория многогранная, ее следует рассматривать широко, тем более, как было отмечено выше, она разработана недостаточно, а все имеющиеся исследования раскрывают, как правило, только отдельные ее аспекты. В данной статье капитализация экономики рассматривается не только как рыночная капитализация компаний, включенных в листинг, но и как индикатор финансовой эффективности экономики, характеризующий способность включать в рыночный оборот существующую стоимость, то есть превращать богатство (стоимость) в капитал, который будет приносить прибыль. Кроме того, будем учитывать, что капитализация является показателем, характеризующим состояние экономики на данный момент (величина запаса), и отражением процесса (величина потока).

Прежде всего следует подчеркнуть отличие подхода к определению сущности капитализации экономики от рассмотрения капитализации фирмы или капитализации акции. Оно заключается в том, что точкой отсчета капитализации экономики является "национальное богатство как совокупность созданных и накопленных в стране трудом всего общества материальных благ, разведанных природных ресурсов, достигнутого уровня образования людей, их опыта, мастерства, творческих способностей, которые предназначены для расширенного воспроизводства с целью повышения благосостояния нации"⁴. Это дает возможность, не отбрасывая ни одного подхода к трактованию капитала (предметно-функционального, социально-экономического, денежного и других), рассматривать все составляющие национального богатства, которые расширяют понятие капитализации экономики и очерчивают ее потенциал. Среди наиболее важных составляющих следует выделить:

³ Горюнов Д. Капитализм без капитала // Контекст. – 2003. – 17 сентября // www.context-ua.com; Барановский А. Недокапитализированная экономика // Зеркало недели. – 2003. – №42. – С. 12.

⁴ Економічна теорія: Політекономія: Підручник. – 3-є вид. – К., 2004. – С. 375.

- созданный и накопленный страной производственный (основной и оборотный) капитал;
- непроизводственный капитал (жилые дома, культурно-образовательные и спортивные заведения и т. д.);
- имущество населения (дома, автомобили и т. д.);
- разнообразные запасы (готовая продукция, страховые и резервные запасы);
- вовлеченные в процесс производства природные ресурсы (земля, лес, разведанные полезные ископаемые);
- нематериальные составляющие (опыт людей, их способности, культурные ценности и т. п.)⁵.

Такой подход дает возможность размежевать капитализацию экономики и капитализацию финансового рынка, которые очень часто используют как синонимы. Правомерность (или допустимость) такой подмены возможна, видимо, только в отношении высокоразвитых стран, где почти все составляющие богатства включены в рыночный оборот. Для стран с переходной экономикой и развивающихся стран это различие принципиально, поскольку указывает на потенциальные источники повышения капитализации их экономик.

Разные аспекты анализа раскрываются уже в ходе рассмотрения *номинальной* капитализации (стоимостной оценки объема эмитированных ценных бумаг по номиналу) и *рыночной*, отражающей ту их часть, которая реально торгуется на рынке по рыночным ценам. Более детальный срез рыночной капитализации характеризует суть этой категории, поскольку фактически она состоит из *реальной* капитализации (отражающей превращение стоимости, представленной реальными материальными ценностями и получением реального дохода) и *фиктивной*, которая представляет собой учет дополнительной информации или коррекцию реальной на ожидаемые доходы. Она приводит к искажению рыночных цен, например, повышает рыночную цену, а следовательно, объясняет более высокий уровень капитализации высокоразвитых экономик (часто и их переоценку), а также быстрый рост "мыльных пузырей" и их крах во время финансового кризиса. Формирование позитивной фиктивной капитализации происходит вследствие возникновения позитивных ожиданий в отношении ситуации на рынке, стабильного состояния компаний и динамики их ценных бумаг. Соответственно, недооценку капитализации стран с переходной экономикой и развивающихся стран можно объяснить учетом информации, например, о слабости в них рыночной инфраструктуры, инструментов, институций (обеспечивающих, в частности, защиту прав собственности и прав кредитора) или отсутствием позитивного имиджа компаний или страны, что в целом формирует негативную составляющую фиктивной капитализации, а следовательно, приводит к заниженной капитализации экономики.

Существование реальной и фиктивной капитализации является отражением одного из многих аспектов⁶ анализа конкретных форм существования капитала – по значению в создании и перераспределении дохода. В таком аспекте выделяется реальный и фиктивный капитал, где реальный играет

⁵ Там же. – С. 375–376.

⁶ В современной экономической литературе категория капитала анализируется по источникам формирования, по направлениям инвестирования, по сферам применения, по способу оборота и перенесения стоимости, по формам функционирования, по роли в создании дополнительной стоимости, по значению в создании и перераспределении дохода.

определяющую роль в создании дохода, воплощаясь в материально-вещные, денежные и духовные ценности, а фиктивный, не функционируя непосредственно в производственном процессе, увеществляется в ценные бумаги (акции, облигации) и дает их владельцам право на получение прибыли⁷.

Широкое поле деятельности для теоретиков и практиков раскрывается также в сфере определения показателей, которые дают количественную оценку капитализации. И здесь речь идет не только о том, что не все виды капитала учтены сегодня в показателе капитализации, в частности, не дается оценка человеческого капитала, который очень трудно измерить на макроуровне, а еще труднее сопоставить с показателями других стран. Несовершенство использования показателей и индексов, характеризующих развитие финансовых рынков, проявляется и в том, что, например, для стран, где финансовые рынки слабо развиты, эти индикаторы не отражают той части соглашений, которые осуществляются вне официально зарегистрированного рынка, снижая таким образом капитализацию. Так, оценивая капитализацию украинской экономики с формальной точки зрения, в качестве индикатора, ее характеризующего, сегодня используют показатель рыночной капитализации, который рассчитывается на основе данных ПФТС, но поскольку на ПФТС осуществляется только 5–7% торгов фондового рынка, то неорганизованный рынок остается вне поля зрения, а значит, уровень капитализации Украины занижен.

Несовершенство применения показателя капитализации фондового рынка в качестве индикатора капитализации экономики проявляется в том, что он не включает рыночную стоимость (капитал), которая не оборачивается на рынке ценных бумаг (хотя и имеет свою рыночную цену и может приносить прибыль). Вне поля зрения остаются средства фондов и различных небанковских финансовых учреждений, которые в условиях рынка имеют большое значение с точки зрения обеспечения экономики финансовыми ресурсами для наращивания темпов ее роста.

Кроме того, если ограничиться анализом динамики только этого индикатора, то вне поля зрения может остаться очень важный аспект, где затрагиваются вопросы и исследуются проблемы самого процесса привлечения капитальных благ в оборот и предоставления им рыночной оценки. То есть если рассматривать капитализацию экономики как процесс, а не только как характеристику ее состояния на определенную дату, то на первый план, кроме расширения ресурсной базы, выходят также вопросы формирования институциональной среды, соответствующих рыночных инструментов и механизмов, что в конечном счете, как доказывает мировая практика, будет способствовать увеличению капитала и ВВП страны, наращиванию темпов экономического роста.

В этом контексте будет уместным вспомнить исследование французского историка Фернана Броделя, который писал, что отношение ВВП к капиталу стран в течение последних 400 лет развития капитализма находится в диапазоне 1:3–1:7⁸. И если это соотношение считать некоей мировой константой, то необходимый минимум капитала для Украины, например, на начало 2003 года должен был составлять 124 млрд долл. США. Сравнение на сегодняшний день фактического капитала с минимально необходимым свидетельствует, что задача повышения капитализации украинской экономики должна стать

⁷ Економічна теорія: Політекономія. – С. 281.

⁸ Гурова Т., Привалов А., Фадеев В. Территория обитания. – С. 50–55.

одной из приоритетных в стратегии развития. Недооценка данного вопроса может привести к торможению инвестиционного процесса в экономике, поскольку недостаточный уровень капитальной базы сдерживает формирование "длинных денег", а инвестиции в крупных размерах возможны только тогда, когда и кредиторы, и заемщики могут позволить себе свободно оперировать средствами в долгосрочном периоде. Негативным последствием является потеря темпов экономического роста, ибо, как показывает мировая практика, рост базируется не только на деньгах, но и на богатстве, превратившемся в капитал (табл. 1).

Таблица 1

Капитализация экономики некоторых стран мира

Страны	млрд долл. США			% от ВВП		
	1990	1998	1999	1990	1998	1999
США	3059,4	14349,0	13451,4	53,3	163,4	145,0
Великобритания	848,9	907,4	2374,3	274,9	174,9	425,7
Швейцария	160,0	685,1	689,2	70,1	261,4	266,4
Нидерланды	119,8	618,2	603,2	42,3	158,0	151,3
Гонконг	83,4	340,9	343,4	111,4	206,3	213,8
Швеция	97,9	305,6	278,7	42,6	123,1	110,8
Южно-Африканская Республика	137,5	170,6	262,5	128,9	127,6	200,3
Греция	15,2	80,9	204,2	18,3	66,3	162,3
Малайзия	48,6	98,2	145,4	113,6	136,0	183,7
Сингапур	34,3	92,1	94,5	91,6	112,0	114,4
Китай	2,0	230,0	330,7	0,5	24,1	33,1
Россия	0,2	20,9	72,2	0,5	7,4	37,3
Польша	0,1	20,5	29,6	0,2	12,9	19,1

Если выделить страны, где капитализация экономики превышает ВВП, то можно отметить, что показатель "отношение капитализации к ВВП" выше в странах с более высоким уровнем экономического развития. Среди них следует назвать Великобританию, Швейцарию, Гонконг и Южно-Африканскую Республику, капитал которых превышает ВВП более чем в два раза, что коррелируется с высокими темпами развития указанных экономик. То есть страны, которым удалось привлечь национальное богатство в рыночный оборот, имеют больший потенциал в наращивании темпов экономического роста.

Важность этого тезиса, по-видимому, хорошо понимает Китай, который за десять лет увеличил капитализацию своей экономики с 2 до 331 млрд долл. США. Наши соседи Россия и Польша имеют значительно меньшие достижения в абсолютном измерении – соответственно 72 и 30 млрд долл., однако по отношению к ВВП (37%) в 1999 году Россия находилась на аналогичном уровне с Китаем (33%), оставив позади Польшу (19%).

На конец 2002 года ситуация изменилась – Китай значительно опередил Россию. Особенно это заметно по показателям развития рынка акций. Так, на фондовых биржах Китая торговали акциями 1224 компании, России – 180; капитализация фондовых рынков составляла соответственно 460 и 102,6 млрд долл. (к ВВП это 37% и 29%)⁹. Среди причин такого рывка специалисты называют большое внимание, которое уделяли в Китае созданию соот-

⁹ Шаринов Д. Падение китайской стены. – С. 62.

ветствующей институциональной структуры и подготовке квалифицированных кадров.

Изучая результаты финансовой революции XX века, следует отметить, что наибольших успехов в повышении капитализации достигли именно те страны, которым удалось создать эффективный механизм защиты конкуренции и прав инвесторов. Опыт США, Великобритании, Швейцарии и Нидерландов, которые активнее всего развивали свои финансовые системы в прошлом веке, является лучшим подтверждением данного вывода – их рынки увеличились в 2–4,7 раза (табл. 2)¹⁰.

Таблица 2

**Отношение капитализации финансового рынка к ВВП
в некоторых странах, %**

Страны	1913	1999
Австрия	76	16
Бельгия	99	75
Канада	74	126
Дания	36	60
Франция	78	103
Германия	44	68
Италия	17	62
Япония	49	105
Нидерланды	56	177
Норвегия	16	42
Швеция	47	156
Швейцария	58	268
Великобритания	109	204
США	39	182
<i>В среднем</i>	<i>57</i>	<i>117</i>

Источник: Гуриев С., Сонин К. Богатство и рост // Эксперт. – 2003. – №24. – С. 40–46.

Важность современных рыночных институтов и их развития демонстрирует также опыт Чехии и Польши, которые в 1990 годах имели похожую экономическую динамику, но разный подход к развитию фондового рынка. Так, в Чехии быстрое развитие рынка акций – при отсутствии каких бы то ни было финансовых регуляторов – было результатом массовой приватизации. Польша же, которая пошла путем создания независимого регулирующего органа (который активно вмешивался в деятельность фондового рынка при малейших подозрениях в нарушениях), опередила Чехию по капитализации в три раза.

Несмотря на большие усилия по капитализации экономики, размеры финансовых рынков стран с переходной экономикой (как показывают, например, данные по Польше – 29,6 млрд долл. в 1999 году) незначительны по сравнению с развитыми странами (см. табл. 1). У Украины достижений еще меньше. Так, по данным Standard & Poor's, на конец 2002 года Украина среди новых независимых государств, которые отнесены к разделу Frontier, занимала четвертое место по уровню капитализации¹¹ после Словении, Румынии и Хорватии. Однако в абсолютном измерении (3,1 млрд долл.) капитализация

¹⁰ Гуриев С., Сонин К. Богатство и рост. – С. 40–46.

¹¹ При расчете капитализации не учитываются ценные бумаги, находящиеся в собственности государства.

почти на порядок была меньше, чем в Польше (рис.1). Лидерами роста национальных фондовых рынков в этой группе стали Румыния (индекс ВЕТ вырос на 119,78%) и Словения (индекс SBI повысился на 55,24%). В Украине фондовый индекс ПФТС за 2002 год вырос на 34,55%, и она заняла четвертое место по уровню роста индекса (третья позиция у Эстонии)¹².

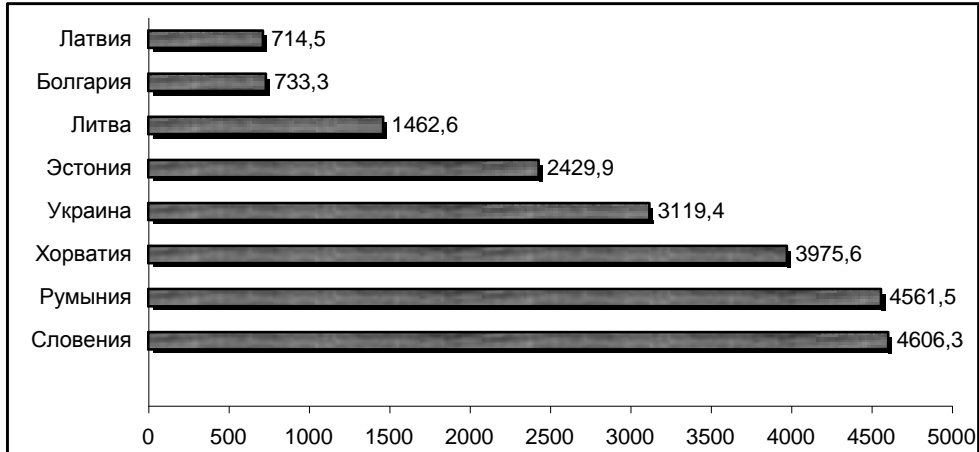


Рис. 1. Капитализация рынков стран, входящих во Frontier Market (2002), млн долл. США

Данные Standard & Poor's.

Источник: Річний звіт ПФТС за 2002 р. – С. 4.

Сегодня капитализация фондового рынка Украины (рассчитана по средней цене между лучшими ценами спроса и предложения) хоть и выросла с 23,2 млрд грн (2002) до 25,37 млрд грн в 2003 году (превысив показатель 2001 года – 8,1 млрд грн – в три раза), все еще очень незначительна по сравнению с мировыми параметрами и потребностями роста отечественной экономики (табл. 3, 4). Среди отраслей, общая рыночная капитализация которых превышала 1 млрд грн на конец 2002 года, были: связь – 5,643; электроэнергетика – 3,742; торговля и общественное питание – 3,455; черная металлургия – 2,190; строительство – 2,028; топливная промышленность – 1,750; химическая и нефтехимическая промышленность – 1,377 млрд грн. А в перечне крупнейших по капитализации эмитентов (по данным в ПФТС 2002 года) было только два предприятия, рыночная стоимость которых превышала 1 млрд грн, это – Укртелеком (5,618 млрд грн) и Укрнафта (1,447 млрд грн).

В 2003 году к крупнейшим по капитализации эмитентам ПФТС относились: ОАО "Укртелеком" (6,4 млрд грн), ОАО "Нікопольський завод феросплавів" (2,1 млрд грн), ОАО "Укрнафта" (1,8 млрд грн), ОАО "Маріупольський металургійний комбінат ім. Ілліча" (1,4 млрд грн) и ОАО "Запоріжсталь" (0,9 млрд грн).

¹² Фондовый рынок Украины в 2002 році. Річний звіт ПФТС. – 2002. – С. 4.

Таблица 3

Фондовый рынок Украины в 1997–2002 годах, млн грн

	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Объем торгов на фондовом рынке						
Всего	7500	10456	16789	39223	68481	108608
неорганизованный рынок	6738	9933	14893	36403	59239	102071
организованный рынок	762	523	1896	2820	9241	6537
ПФТС						
общий объем торгов	355,90	338,54	988,44	1463,03	6285,08	6272,97
среднедневной объем торгов	1,42	1,34	4,03	5,95	25,55	25,40
изменение индекса за год, %	-20,26	-73,07	71,96	41,66	-21,50	33,41
Капитализация	...	26313,0	7168,0	9479,0	8062,0	23118,0

Источник: Річний звіт ПФТС за 2002 р.; Річний звіт ДКЦПФР за 2002 р.

Таблица 4

Активы институциональных инвесторов, % от ВВП

Страна	Инвестиционные фонды	Пенсионные фонды	Страховые компании	Взаимные фонды	Всего
Чехия	6	2	9	2	19
Эстония	3	0	3	2	8
Венгрия	4	4	3	8	19
Казахстан	2	3	1	0	6
Латвия	2	0	1	3	6
Литва	4	0	0	2	6
Польша	6	2	5	2	15
Румыния	8	0	0	0	8
Россия	1	1	1	1	4
Словакия	4	0	4	2	10
Словения	2	0	4	3	9
Украина	0	0	1	0	1
Германия	22,7	13,0	31,9	4,6	72,2
Мексика	...	2,7	1,7	3,6	8,0
Португалия	21,2	11,2	9,6	...	45,6
Южная Корея	19,5	1,8	15,9	...	37,2
Турция	0,5	0,8	0,6	1,9	3,8
Великобритания	29,3	101,0	88,9	30,4	249,6
США	55,2	89,9	43,1	73,6	261,8

Источник: данные Мирового банка со ссылкой на: Клесенс С., Дьянков С., Клінебіль Д. Ринки капіталу у країнах з перехідною економікою. – Прага, 2000; Роу А., Власенко Ю., Жиляев І. та ін. Україна: Фінансовий сектор та економіка. Нові стратегічні завдання. Звіт Світового банку. – 2001.

В течение 2003 года индекс акций ПФТС вырос¹³ на 57,91% (с 54,1 до 85,43%, а в 2002-м на 33,41% – см. табл. 3), что свидетельствует о некотором оживлении фондового рынка Украины, чему способствовало, по мнению спе-

¹³ Рост индекса ПФТС обеспечили все ценные бумаги, входившие в индексную корзину ПФТС: ОАО "Укртелеком", ОАО "Укрнафта", ОАО "Запоріжсталь", ОАО "Київенерго", ОАО "Західенерго", ОАО "Центренерго", ОАО "Концерн "Стірол", ОАО "Дніпробленерго", ОАО "Нижньодніпровський трубопрокатний завод", ОАО "Дніпроенерго", ОАО "Донбасенерго".

циалистов ПФТС, продолжение роста экономики, появление на рынке муниципальных ценных бумаг и последующий рост количества и объемов выпуска корпоративных облигаций, позитивные ожидания вследствие принятия парламентом ряда законов, способствующих развитию рынка¹⁴. Однако количество сделок, заключенных с ценными бумагами в 2003 году, – 17389 – даже несколько меньшее, чем в 2002-м, – 18662. Среди причин, указанных экспертами во время подведения итогов за 2003 год, – не только снижение на рынке количества ценных бумаг, находящихся в свободном обращении, но и уменьшение предложения инвестиционно привлекательных предприятий¹⁵ для продажи на организованном фондовом рынке Фондом государственного имущества Украины; снятие Фондом с торгов предложенных к продаже объектов; отрицательная и нулевая доходность купонов процентных облигаций внутреннего государственного займа¹⁶. К сожалению, значительная часть сделок с ценными бумагами не направлена на удовлетворение потребностей экономики в мобилизации и перераспределении капитала, имеет непрозрачный характер и осуществляется вне организованного рынка: так, доля неорганизованного рынка в течение последних семи лет составляет более 85%, например, 92,8% – в 2000 году, 86,5% – в 2001-м, 94% – в 2002-м. Лидером организованного фондового рынка Украины остается ПФТС, объем торгов которой составил в 2003 году 91,2% (96% – в 2002-м) от общего объема торгов организованного рынка Украины (см. табл. 3).

Основной проблемой отечественного фондового рынка специалисты называют практическое отсутствие на нем надежных и ликвидных финансовых инструментов. До сих пор на внутреннем рынке нет государственных еврооблигаций, еврооблигации предприятий не считаются украинскими ценными бумагами, векселя изъяты из обращения фондовых бирж и торговых систем¹⁷. Появление новых финансовых инструментов: залоговых, ипотечных сертификатов и ипотечных облигаций – ожидается со вступлением в силу в 2004 году законов Украины "Об ипотеке", "Об ипотечном кредитовании, операциях с консолидированным ипотечным долгом и ипотечных сертификатах" и "О финансово-кредитных механизмах и управлении имуществом при строительстве жилья и операциями с недвижимостью".

За последние 30 лет в мире было создано много финансовых инструментов, которые дали возможность вывести на рынок большое количество не только предприятий, но и новых активов. В Украине, к сожалению, недостаточный уровень предложения надежных ценных бумаг ограничивает не только активность фондового рынка, но и деятельность небанковских финансовых учреждений, капитализация которых сегодня по сравнению с мировыми стандартами является ничтожной (см. табл. 4).

В рыночной экономике небанковские финансовые учреждения (НБФУ) играют очень важную роль, поскольку, предлагая более широкий, чем банки, диапазон финансовых инструментов, они создают дополнительные стимулы к привлечению сбережений граждан (особенно малосостоятельных, с которыми

¹⁴ Матеріали прес-конференції "ПФТС – фондовий ринок України – підсумки 2003" // www/pfts.gov.ua

¹⁵ В 2003 году для продажи на организаторах торговли было предложено 369 пакетов акций, в 2002-м – 490.

¹⁶ Матеріали прес-конференції "ПФТС – фондовий ринок України – підсумки 2003".

¹⁷ Румянцев С. Розвиток ринку капіталу України // Цінні папери. – 2003. – №39.

редко работают коммерческие банки), что ведет к расширению возможностей предприятий в выборе источников финансирования¹⁸. В Украине сектор НБФУ очень мал, уровень его развития неудовлетворителен, хотя спрос на его услуги постоянно растет. Основные проблемы, сдерживающие развитие НБФУ, – недоверие населения к разным финансовым институтам, низкий уровень их профессиональных кадров, недостаточная защита участников всех категорий НБФУ, отсутствие надлежащей законодательной базы и долгосрочной программы прайвильства, которая бы определяла "правила игры" в этом сегменте рынка.

Непрозрачность НБФУ и практически отсутствие информации об их деятельности является "медвежьей услугой" не только с точки зрения улучшения имиджа, но и проведения мониторинга и регулирования сектора, создает барьер для привлечения широкого круга участников, ограничивает потенциал этого сегмента финансового рынка. Так, анализ динамики активов основных посредников НБФУ на рынке Украины свидетельствует, что ни одна из категорий (кроме страховых компаний, активы которых в 2002 году выросли вдвое) не сделала значительного рывка за годы экономического подъема (табл. 5). Следует отметить, что приведенная информация является только оценкой, к тому же неполной, поскольку показатели деятельности разных категорий НБФУ публикуются очень редко, кроме того, систематической официальной статистической информации о негосударственных пенсионных фондах, кредитных союзах, лизинговых компаниях, ломбардах пока не существует.

Таблица 5

**Активы финансовых посредников НБФУ на рынке Украины
в 2000–2002 годах*, млн грн**

	2000	2001	2002
Небанковские финансовые учреждения:	3018,93	2705,31	4529,50
негосударственные пенсионные фонды	22,77	...	...
страховые компании	2145,09	2269,30	4105,20
кредитные союзы	36,80	...	...
инвестиционные фонды	159,46	138,05	131,76
взаимные фонды	234,64	214,35	197,24
доверительные общества	93,16	83,61	95,30
лизинговые компании	327,00	...	...

* Рассчитано по данным НБУ, ПФТС, ГКЦБФР, учтены оценки экспертов Мирового банка.

По результатам инвентаризации финансовых учреждений, в 2003 году в Украине было 353 страховые компании, 34 негосударственных пенсионных фонда, 857 кредитных учреждений, 241 ломбард, 75 лизинговых компаний и 316 трастов¹⁹. Однако рост количества учреждений разных категорий НБФУ в течение 2000–2003 годов не был подкреплен адекватным ростом их качественных характеристик. А главное – они не в полной мере выполняют свою роль активного посредника на финансовом рынке, их вклад в развитие инвестиционных процессов в Украине очень незначителен.

Так, финансовый лизинг, являющийся одной из самых распространенных форм финансирования основных фондов в мире (например, в Чехии годовой объем лизинга равняется 2,6 млрд долл. США, в Польше и России –

¹⁸ Рой А., Власенко Ю., Жилияев І. та ін. Україна: Фінансовий сектор та економіка. Нові стратегічні завдання. Звіт Світового банку. – 2001.

¹⁹ Румянцев С. Державне регулювання ринку капіталу // Цінні папери України. – 2003. – №40.

по 2 млрд долл.), в Украине используют недостаточно – по результатам I полугодия 2003 года этот показатель составлял 200 млн долл. США²⁰. В случае, когда степень износа основных фондов по отраслям экономики Украины в среднем составляет 50%, активное использование лизинга могло бы обеспечить их обновление, тем более, что именно путем лизинга финансируется треть частных инвестиций в странах с развитой экономикой и почти 1/8 частных инвестиций в мире²¹.

Аналогичная ситуация сложилась в секторе негосударственных пенсионных фондов (НПФ), которые в мировой практике являются не только инструментом дополнительного пенсионного обеспечения и источником значительных инвестиций в экономику, но и неотъемлемой частью "встроенных стабилизаторов", сглаживающих влияние негативных аспектов экономики на социальную сферу. По финансовой мощности их можно сравнить только с банковскими системами развитых стран: финансовые активы НПФ в США составляют более 1 трлн долл., в Англии – 600 млрд долл., в Канаде – 120 млрд долл., в Чили – 15 млрд долл. (45% ВВП)²². В Украине же, как отмечалось на VI международном форуме участников рынка капитала Украины, в 2003 году было зарегистрировано более 110 НПФ, из которых реально работает около 20. Большинство из них – это корпоративные фонды крупных предприятий, таких как "Київенерго", "Укрзалізниця", аэропорт "Бориспіль", НПФ банка "Аркада". Они охватывали свыше 20 тыс. участников и аккумулировали около 25 млн пенсионных вкладов (для сравнения – в России на 1 июля в 2003 году зарегистрировано 286 НПФ, их пенсионные резервы составляли 61 млрд руб., количество участников превышало 4,9 млн человек²³). Столь низкие по сравнению с мировыми параметрами показатели украинских НПФ можно объяснить не только слабой нормативно-правовой базой, поскольку они работали практически вне рамок правового поля при отсутствии надежной защиты пенсионных накоплений от обесценивания и потерь, но и незначительным предложением финансовых инструментов. Принятие ряда законов о реализации пенсионной реформы очерчивает перспективы развития отечественного рынка капитала в ближайшие годы и, в частности, НПФ. По предварительным оценкам, к 2010 году общие активы пенсионной накопительной системы составят 10 млрд грн²⁴.

Создание надлежащего правового поля, организация действенного контроля со стороны государственных органов и переориентация деятельности на инвестиционные требования экономики являются основными направлениями развития и других категорий НБФУ: инвестиционных фондов, взаимных фондов инвестиционных компаний, доверительных обществ. Самое главное для них – вернуть доверие и сформировать позитивный имидж, поскольку эти вопросы в значительной степени влияют на результаты деятельности всех финансовых посредников на рынке. Так, общий финансовый результат дея-

²⁰ Румянцев С. Передумови зростання фінансового сектора // Цінні папери України. – 2003. – №43.

²¹ Україна за роки незалежності: 1991–2002. – 4-е вид. – К., 2002. – С. 88.

²² По материалам VI Международного форума участников рынка капиталов Украины // Фондовая панорама. – 2003. – №43.

²³ Там же.

²⁴ Румянцев С. Розвиток ринку капіталу України.

тельности доверительных обществ за 2002 год – 1881 тыс. грн убытков²⁵. И хотя на начало 2003 года совокупная стоимость чистых активов инвестиционных взаимных фондов превышала их совокупные финансовые обязательства в 3,5 раза, что свидетельствует о возможности рассчитаться с участниками, показатели деятельности ИСИ ухудшились по сравнению с предыдущими годами²⁶.

Несколько лучше ситуация на рынке страховых услуг – растет количество страховых компаний (СК), совокупный объем их уставных фондов и совокупный собственный капитал. Вместе с тем специалисты отмечают неравномерность этого роста, указывают на значительные объемы перестрахования, что, весьма вероятно, связано с оттоком капиталов из Украины. Недостаточный уровень контроля и финансовой отчетности, нерациональные формы использования резервов не позволяют дать реальную оценку деятельности СК. Однако понятно, что инвестиционная функция страхования сегодня остается нереализованной – инвестиции в экономику практически не осуществляются (в структуре размещения активов в 2002 году всего 0,8% вложений в государственные ценные бумаги).

Что касается привлечения финансовых ресурсов, то здесь СК заметно проигрывают банковской системе – их совокупные активы в начале 2003 года (по данным Минфина) более чем в 16 раз уступали активам банковской системы, а собственные капиталы – в три раза. Если в 2002 году вклады населения в банках в национальной валюте выросли почти на 5 млрд грн, то страховые премии от населения, заключавшего страховые договоры, – только на 0,23 млрд грн. Следовательно, хотя страховые организации представляют собой наиболее развитый сегмент небанковского финансового рынка (более 80% на рынке финансовых услуг составляют активы страховых компаний), они значительно уступают банковскому сектору, который практически является лидером среди финансовых посредников в Украине (см. табл. 5, табл. 6).

Таблица 6

Активы и капитализация Украины в 1998–2003 годах*, млн грн

	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Коммерческие банки:						
общие активы	19715,0	27420,0	39866,0	50785,0	67774,0	105559,0
капитал	4828,0	5878,0	6450,0	7854,0	9981,0	12882,0
уставный капитал	2107,0	2914,0	3666,0	4576,0	6003,0	8116,0
Небанковские финансовые учреждения:						
активы	...	...	3018,9	3328,8	4529,5	...
Фондовый рынок:						
номинальная капитализация рынка ценных бумаг	23100,0	31320,0	46510,0	68430,0	81230,0	98130,0
рыночная капитализация (ПФТС)	26313,0	7168,0	9479,0	8062,0	23118,0	25370,0

* Данные НБУ, ПФТС, ГКЦБФР.

²⁵ Статистичний щорічник України за 2002 рік. – К., 2003. – С. 68.

²⁶ Звіт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2002 рік. – К., 2003. – С. 66–68.

Несмотря на явное преимущество банков по сравнению с НБФУ, их финансовые возможности значительно меньше, чем в соседних странах: так, отношение банковских активов к ВВП на конец 2002 года в Украине составляло 30%, тогда как в России – более 40%, в большинстве стран Центральной Европы – 60%, у мировых лидеров – 200–300%²⁷. И хотя в последние годы наблюдаются достаточно высокие темпы роста активов и капитала банков (на конец 2003 года капитал увеличился по сравнению с 1998-м в 2,7 раза, а активы – более чем в 5 раз), уровень капитализации банков Украины в сравнении со стандартами экономически развитых стран остается низким: во Франции, например, доля капитала банков²⁸ в ВВП составляла в 2001 году 18,1%, в Германии – 13,3%, России – 6,8%, в то время как в Украине этот показатель достиг всего 3,9% (табл. 7).

Таблица 7

Основные результаты банковской системы в 2000–2003 годах*

Показатели	2000	2001	2002	2003
Активы, % от ВВП	23,4	24,9	30,0	41,3
Капитал, % от ВВП	3,8	3,9	4,4	5,1
Кредитный портфель, % от ВВП	13,9	15,7	20,7	28,7
Долгосрочные кредиты, % от ВВП	1,9	2,8	4,7	11,0
Доходы, млн грн	7446	8583	10470	13915
Расходы, млн грн	7476	8051	9785	12947
Результат деятельности, млн грн	-30	532	685	968
Рентабельность активов, %	-0,09	1,19	1,19	1,22
Рентабельность капитала, %	-0,45	7,5	7,98	8,89
Адекватность регулятивного капитала	15,53	20,69	18,01	15,11

* Данные НБУ.

Причин такого положения много, но все они являются отражением проблем развития экономики в целом. Ситуация парадоксальная – экономика не может в полную силу развиваться, поскольку не имеет достаточных финансовых ресурсов, а финансовые посредники и, в частности, банковская система, в свою очередь, не могут адекватно реагировать на спрос субъектов хозяйствования, поскольку большие риски невозвращения средств связаны именно с отсутствием достаточного количества платежеспособных заемщиков и недостаточным развитием экономики. Разорвать этот круг может банковская система, ибо, как показывает приведенный выше анализ финансовых возможностей и ситуации, сложившейся на финансовых рынках Украины, именно банки могут дать толчок национальному производству и раскрыть резервы других финансовых посредников.

Несмотря на значительные достижения развития банковского сектора в 2000–2003 годах (см. табл. 7) как с точки зрения поддержки экономического роста (отражающие высокие темпы кредитной активности – кредитный портфель увеличился с 13,9 до 28,7% от ВВП, долгосрочные кредиты выросли с 1,9 до 11% от ВВП), так и с позиции улучшения деятельности самой системы (рост прибыльности – 968 млн грн прибыли за 2003 год по сравнению с убыт-

²⁷ Карчева Г., Камінський А., Юрчук О. Рейтингові оцінки надійності банків та їх роль у підвищенні капіталізації банківської системи // Вісник НБУ. – 2003. – №2. – С. 22.

²⁸ Тігіпко С. Сучасна Україна: шляхи, форми, проблеми реформування банківської системи // Вісник НБУ. – 2003. – №4. – С. 2–6.

ками 2000 года, повышение рентабельности активов и капитала – соответственно 11,2 и 8,9% по отношению к негативным значениям в 2000 году), украинские банки еще не смогли выйти на стабильную траекторию развития. Речь идет о достижении адекватного потребностям экономики уровня капитализации банковской системы. Как свидетельствует мировая практика, оптимальным для банковской системы является положение, когда прибыль обеспечивает темпы роста капитала не меньшие, чем темпы роста активов. В Украине, где рост балансового капитала происходит главным образом за счет уставного капитала и финансовых результатов, роль прибыли не является ключевой. В последние годы темпы роста активов превышают темпы роста капитала (рис. 2). И как результат – уменьшение удельного веса капитала в пассивах с 17,5% в 2000 году до 13,0% – в 2003-м.

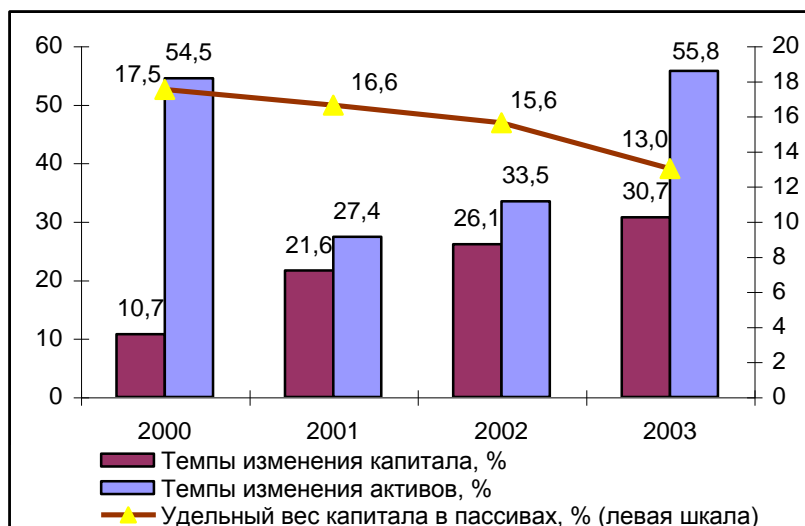


Рис 2. Динамика роста капитала и активов банковской системы Украины в 2000–2003 годах

Дополнительные возможности повышения капитализации банков, в частности, за счет прибыли (при условии направления его части на повышение собственной капитализации) возможны, как предлагают специалисты²⁹, в случае предоставления налоговых льгот (что является дискуссионным, учитывая состояние бюджетного процесса на сегодняшний день). Второй путь реинвестирования прибыли – расширение источников заработка банков через урегулирование соответствующего законодательства и развитие рынка ценных бумаг, поскольку несовершенство или отсутствие механизмов и инструментов лизинга, ипотечного и фондового рынка ограничивают сферу применения капиталов.

Недостаточно апробирован в Украине такой путь повышения капитализации банковских учреждений, как слияние и поглощение. Объединение и реорганизация у нас – скорее исключение из правил, чем правило, хотя этот шаг сегодня является наиболее приемлемым вариантом, например, для низкокапитализированных банков IV группы, которые, имея самую низкую (среди

²⁹ Карчева Г., Камінський А., Юрчук О. Рейтингові оцінки надійності банків та їх роль у підвищенні капіталізації банківської системи. – С. 22.

групп банков) рентабельность активов и высокую затратность деятельности, негативно влияют на финансовую стабильность и рентабельность банковской системы в целом.

В этом аспекте крайне важной частью работы, которая нуждается в особом внимании, поскольку способствует повышению капитализации банковской системы, является формирование регулятивного капитала. Решение проблемы недостаточного его уровня и качества Председатель Правления НБУ С.Тигипко видит, в частности, в изменении порядка расчета регулятивного капитала (установление более жестких критериев в отношении показателей переоценки основных средств и начисленных доходов); выдвигании требований по разработке программ капитализации для тех банков, которые не выполняют основных требований банковского законодательства о необходимом уровне капитализации (в частности, минимального размера регулятивного капитала); применении процедур принудительной реорганизации или ликвидации банков в случае невыполнения этих программ³⁰.

Таким образом, в современных условиях среди всех возможных путей наращивания капиталов наиболее реальные возможности улучшить эффективность своей деятельности имеют те банки, которые ориентируются на эмиссию ценных бумаг и средства инвесторов: украинских предприятий и организаций, населения, иностранных вкладчиков. Отметим, что сегодня, учитывая низкую правовую защищенность, высокие риски банковского бизнеса в Украине, не считают приоритетным для инвестиций банковский сектор ни отечественные предприятия, ни иностранный инвестор. Этот резерв повышения ресурсной базы банковской системы станет доступным только после реальных шагов в развитии фондового рынка, действующего законодательства, в улучшении инвестиционной среды и повышении международных рейтингов Украины. А пока за последние четыре года доля иностранного капитала в уставном капитале банков уменьшилась с 13,3 до 11,4%. Понижилась и роль средств субъектов хозяйственной деятельности, о чем свидетельствуют изменения в структуре обязательств банков – их доля упала с 42,7% в 2000 году до 35,8% – на конец 2003-го (табл. 8).

Таблица 8

Структурные изменения в динамике основных источников ресурсного обеспечения банков* (на конец года), %

Показатели	2000	2001	2002	2003
Доля уставного капитала в балансовом капитале	56,4	57,8	60,1	62,2
Доля иностранного капитала в уставном капитале банков	13,3	12,5	13,7	11,4
Доля средств субъектов хозяйственной деятельности в обязательствах банков	42,7	39,5	36,5	35,8
Доля вкладов физических лиц в обязательствах банков	21,7	28,1	35,4	36,8

* Рассчитано по данным НБУ.

³⁰ Тигипко С. Добробут нації починається зі стабільності вітчизняних грошей // Вісник НБУ. – 2004. – №1. – С. 3–7.

Данные табл. 8 показывают, что с 2003 года основным источником ресурсного обеспечения банков стали вклады физических лиц (36,8%) – они превысили долю средств предприятий. И хотя их удельный вес в структуре обязательств за четыре года вырос почти вдвое, а темпы прироста в последние годы самые высокие среди других видов обязательств, они составляют всего 12,6% от ВВП, в то время как, например, в Китае этот показатель превышает 70%³¹. Проведение взвешенной процентной политики, создание фонда гарантирования вкладов физических лиц будет способствовать росту доверия населения, средства которого сегодня являются самым большим в Украине потенциальным источником наращивания акционерного капитала банков. Увеличение собственных средств банков (в том числе за счет мер по повышению требований к минимальному размеру уставного капитала) расширяет возможности банков, повышает их эффективность и конкурентоспособность.

Последнее чрезвычайно важно с точки зрения доступа еще к одному (кстати, очень мало задействованному нашими банками) ресурсу – международному капиталу. Первым из украинских банков вышел на международный рынок Днепропетровский Приват-банк, который в 1997 году привлек и полностью погасил синдицированный кредит, а в 2003-м успешно разместил еврооблигации на сумму 100 млн долл. США³². Воспользоваться благоприятной конъюнктурой для украинских эмитентов на международном рынке капитала, кроме правительства, планирует в 2004 году НАК "Нафтогаз України", которая рассчитывает провести размещение евробондов на сумму 600 млн долл. Укрсоцбанк планирует размещение еврооблигаций на 100 млн долл. Укрсиббанк также готовится выйти на международный рынок облигаций и получить 100 млн долл. Совокупный объем украинского привлечения на внешнем рынке в 2004 году может составить 2,5 млрд долл. США³³. Этот путь не только раскрывает дополнительные резервы национальной банковской системы, но и улучшает качественные характеристики деятельности банка, выходящего на международный рынок, поскольку, как подчеркивают эксперты³⁴, банк получает стабильность в долгосрочном планировании себестоимости ресурсов, сохранение рентабельности долгосрочных кредитных операций независимо от рыночных колебаний, уменьшается разрыв между депозитным и кредитным портфелями.

Решить проблему ресурсного обеспечения кредитных вложений в экономику может также отмена запрета на открытие филиалов иностранных банков в Украине (что устранило бы, кстати, и противоречия в отношении требований вступления в ВТО). В этом случае тенденция к уменьшению доли иностранного капитала может поменяться на противоположную. Ресурсы иностранных банков являются альтернативой внутреннему инвестору и резервом, который по своей глубине превосходит все имеющиеся внутренние ресурсы. Главное не сделать ошибок – иностранный капитал должен работать на украинскую экономику, а не превратиться в потенциальный дестабилизирующий фактор, который может спровоцировать банковский кризис. Речь

³¹ Кузнецова В.В. Валютная политика Китая // Банковское дело. – 2002. – №12. – С. 28–34.

³² Кузнецов И. Над ресурсною равниной гордо реет буревестник // Зеркало недели. – 2004. – № 7 (482) – С. 9.

³³ Там же.

³⁴ Там же.

идет о необходимости создания таких условий, в результате которых благодаря деятельности иностранных банков и их филиалов будет пополняться бюджет Украины, а не только решаться проблемы иностранных фирм, присутствующих на нашем рынке. Тогда позитивные аспекты будут преобладать над негативными. Среди преимуществ, которые приносит иностранный капитал, кроме создания новых рабочих мест, специалисты всегда называют усиление конкуренции в банковской сфере. И хотя это осложнит работу отечественных банков (особенно небольших), они будут вынуждены быстро развиваться, расширять спектр услуг, заботиться о клиентах, хорошо продумывать свою политику и ставки, ибо на рынке выживает сильнейший. Это выгодно и клиентам: улучшается сервис, сокращается время обслуживания³⁵, совершенствуются и расширяются услуги. В итоге это не только повысит доверие к банкам, что, в свою очередь, увеличит количество операций, но и благодаря привнесению новых технологий и инструментов расширит возможности банков в получении прибыли, что будет способствовать повышению капитализации банковской системы в целом.

Подчеркнем, что выше речь шла о капитализации банковской системы в понимании номинального совокупного объема капиталов коммерческих банков Украины (как составляющей пассивов банковской системы) и с точки зрения коэффициента платежеспособности, что отвечает Базельскому соглашению. Однако с точки зрения капитализации экономики внимание должно быть сосредоточено на другом индикаторе – рыночной капитализации, который может на несколько порядков отличаться от показателей, которые анализировались выше. В табл. 9 приведены рейтинговые места 10 крупнейших банков мира по объемам их активов, капитала и уровню рыночной капитализации, оцененных по итогам 2000 года одним из наиболее влиятельных английских журналов "Banker", который опубликовал рейтинг тысячи ведущих банков мира. Совокупные доходы банков, вошедших в эту тысячу, составили 317 млрд долл. США (до уплаты налогов), что на 7 млрд долл. больше, чем в 1999 году. Самым прибыльным в 2000 году был американский банк Citigroup, прибыль которого выросла в сравнении с 1999 годом на 31% и до уплаты налогов составляла 21,1 млрд долл.³⁶ Такие результаты дали ему возможность занять первое место в рейтинге банков, лучших по рыночной капитализации, его уровень капитализации – 255200 млн долл. – почти в пять раз превышает его капитал – 54498 млн долл. Более чем в три раза больше капитала рыночная капитализация английского HSBC Holdings. В целом между двумя этими показателями сложилось соотношение, как минимум, 1:2 во всей первой десятке банков.

Первые строки в таблице по-прежнему занимают банки США, Великобритании, Швейцарии. Аналитики акцентируют внимание на сокращении доли банков Японии (по сравнению с 1999 годом) и ожидают, что она станет еще меньше (из-за значительных убытков за этот период и слияния крупнейших из них). Однако они отмечают, что созданные гиганты будут по всем параметрам и крупнее, и прибыльнее, а значит, смогут в ближайшее время претендовать на самые высокие места в рейтинге.

³⁵ Виткович Л. Иноземний капітал: за і проти // Поступ. – 2001. – №103 (761).

³⁶ Щербакова Г.Н. Банковские системы развитых стран. – М., 2001. – С. 221–222.

Таблица 9

10 крупнейших банков мира*, млн долл. США

№	Название банка	Страна	Показатель
По объему активов			
1	Mizuho Financial Group	Япония	1259498
2	Citigroup	США	902210
3	Deutsche Bank	Германия	874706
4	JP Morgan Chase & Co	США	715348
5	Bank Tokyo-Mitsubishe	Япония	675640
6	HSBC Holdings	Великобритания	673614
7	Hypo Vereinsbank	Германия	666707
8	UBS	Швейцария	664560
9	BMP Paribas	Франция	645793
10	Bank America Corp.	США	642191
По объему капитала			
1	Citigroup	США	54498
2	Mizuho Financial Group	Япония	50502
3	Bank America Corp.	США	40667
4	JP Morgan Chase & Co	США	37581
5	HSBC Holdings	Великобритания	34620
6	Credit Agricole Group	Франция	26383
7	Industrial and Commercial Bank China	Китай	22792
8	Deutsche Bank	Германия	20076
9	Bank Tokyo-Mitsubishe	Япония	20035
10	Sakura Bank	Япония	20035
По рыночной капитализации			
1	Citigroup	США	255200
2	HSBC Holdings	Великобритания	112470
3	Bank America	США	95725
4	JP Morgan Chase & Co	США	88382
5	Wells Fargo	США	74671
6	Royal Bank Scotland	Великобритания	63025
7	UBS	Швейцария	60436
8	Lloyds TSB Group	Великобритания	54588
9	Credit Suisse Group	Швейцария	52332
10	Barclays Bank	Великобритания	50351

* По результатам 2000 года.

Источник: Щербакова Г.Н. Банковские системы развитых стран. – М., 2001. – С. 221–222.

Создание условий для повышения капитализации экономики сегодня должно стать одной из стратегических задач, поскольку, как показывают многочисленные исследования зарубежных экспертов, влияние финансового капитала на экономический рост весьма значительно. Результаты эконометрического анализа зависимости темпов роста реального ВВП от капитализации экономики, проведенного нами для разных групп стран, подтверждают, что в группе экономически развитых стран эта статистическая связь более тесная и значимая, чем в группе стран с переходной экономикой и развивающихся. Для Украины влияние капитализации экономики на темпы роста экономики является не решающим, следовательно, мы теряем один из потенциальных факторов экономического ускорения. Прогнозные оценки уровня капитализации украинской экономики до 2015 года (сделаны на основе показателя рыночной капитализации фондового рынка) свидетельствуют, что с точки зрения обеспечения высоких темпов экономического роста уже сегодня речь

должна идти об ускоренном увеличении всех составляющих капитализации, поскольку при сохранении существующих тенденций в течение десяти лет отношение капитализации к ВВП будет не расти, а падать (рис. 3). Наши соседи поддерживают другую тенденцию, так, например, Польша, Чехия и Россия уже в 2002 году имели более высокие показатели (соответственно 15,3%, 22,8% и 35,8% от ВВП), причем Россия за 5 лет увеличила в 5 раз соотношение капитализации к ВВП – с 7,3% в 1998 году до 35,8% – в 2002-м.

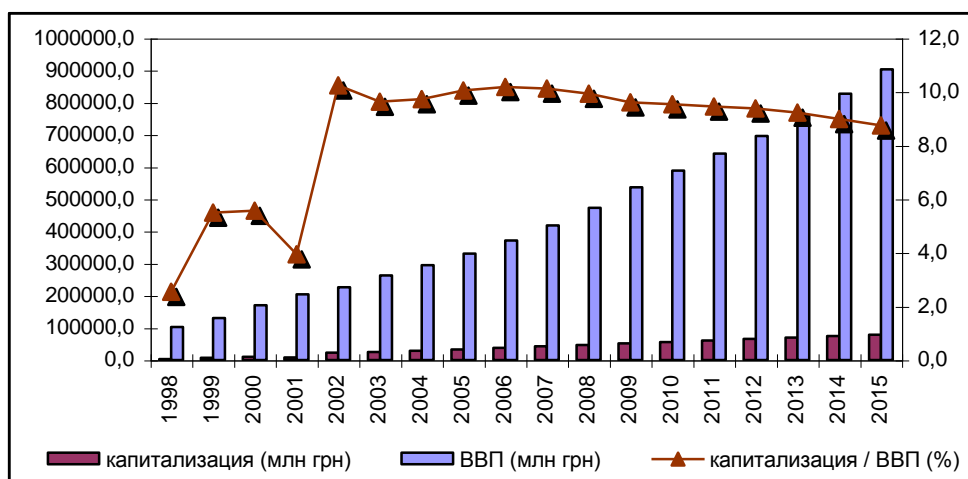


Рис. 3. Капитализация Украины: фактическое состояние и прогноз до 2015 года

Низкий уровень капитализации украинской экономики (кстати, как и других слаборазвитых экономик), независимо от того, как ее понимать – как совокупную рыночную стоимость компаний и фирм или как стоимостную оценку привлеченных в оборот капитальных благ, можно объяснить еще и практически отсутствием положительной информации о деятельности и возможностях отечественных предприятий. Ведь капитализация компании – это не только экономический индикатор, но и показатель того, как к ней относятся на рынке. Так, известные в мире компании (Ford, General Electric) хоть и имеют не слишком высокий показатель отношения прибыли к капитализации, но их инвесторы знают, что эти компании надежны, стабильны, имеют хорошую репутацию, их акции покупают, – и в результате рыночная капитализация возрастает. К украинским предприятиям отношение иное: даже если они прибыльные или у них большие активы, никто не знает, чего от них ждать, поэтому уже на первых шагах выхода на международный рынок они являются как бы обесцененными из-за не самой лучшей репутации как их самих, так и страны, в которой они работают. То есть если капитализация экономики – это индикатор доверия к ней³⁷, то, улучшая имидж Украины, внедряя прозрачную финансовую отчетность и устанавливая цивилизованные правила игры экономических субъектов на отечественном рынке, мы тем самым делаем шаг к росту капитали-

³⁷ Капитализм без капитализации // Новая газета. – 2002. – №16 (145).

зации украинской экономики, увеличению капитальной базы экономики, а это ведет к расширению источников финансирования инвестиций.

Подводя итоги, следует отметить, что *заниженный на сегодняшний день уровень капитализации отечественной экономики можно объяснить не только отсутствием сильного финансового рынка, но и тем, что в Украине, как и других развивающихся странах, богатство не капитализировано, оно не имеет рыночной стоимости. В то время, когда для экономического развития не хватает инвестиций, не хватает реальных денег, обеспеченных капиталом (денег, за которыми стоит собственность), сам капитал является незначительным, прежде всего, потому, что он либо недооценен, либо неликвиден. Включение в рассмотрение потенциальных источников капитала: земли, недвижимости, природных ресурсов – значительно расширяет резервы роста капитализации. Реальные же шаги по внедрению механизмов, превращающих богатство страны в ликвидный капитал, и меры по формированию базовых экономических институтов, обеспечивающих защиту прав собственности и защиту прав кредиторов, могут дать толчок к реализации потенциала Украины к росту.*