

УДК 339

КАПИТАЛИЗАЦИЯ КАК СИНЕРГЕТИЧЕСКИЙ ФАКТОР РОСТА ПОСТИНДУСТРИАЛЬНОЙ ЭКОНОМИКИ

И.А. Киришин

Аннотация

Статья посвящена анализу взаимодействия динамики капитализации, определенной в формате производительного использования накопленного и секьюритизированного национального богатства, и темпов экономического роста. На основании анализа статистического материала выявлены и проанализированы закономерности возникновения и взаимодействия данных процессов; исследованы причинно-следственные связи и обоснован вывод о синергетическом характере влияния фактора капитализации на динамику сложных институциональных, экономических и социальных систем. Выдвинута гипотеза, согласно которой синергетический характер влияния динамики капитализации на рост постиндустриальной экономики может быть представлен логистической кривой, получившей название кривой синергетического эффекта капитализации (*Synergetic Effect Capitalization Curve, SECC*).

Термин капитализация имеет разные значения: «рыночная капитализация», «капитализация компании», «капитализация отрасли». Хрестоматийной является следующая формулировка: рыночная капитализация рассчитывается умножением числа эмитированных акций на их рыночные цены. Капитализация компании-эмитента может быть оценена произведением средней цены лучших котировок акции на покупку и продажу на общее количество акций данного эмитента. В свою очередь, котировки акций зависят от многих параметров. К их числу можно отнести: текущую и будущую прибыль, текущий и будущий денежный поток, темпы роста прибыли/денежного потока, конкурентную позицию на рынке, применение международных стандартов финансового учета и норм корпоративного управления, уровень публичности и прозрачности учета, *goodwill*. Хорошее качество перечисленных параметров может обеспечить высокую капитализацию любому бизнесу.

Однако более емким определением капитализации, по-нашему мнению, является трактовка, базирующаяся на формуле: «стоимость фактора производства непосредственно определяется его производительностью». Капитализация факторов производства означает рост их стоимости, а значит и цены, приводящий в результате их производительного применения к росту рыночной стоимости бизнеса в целом, в том числе и рыночной стоимости нематериальных активов, например, акций. В этом смысле это аналог инвестиций. Поэтому, в частности, для стран, начинающих интегрироваться в мировую экономику, экономический

рост закономерно сопровождается инфляцией, выводящей стоимостные характеристики факторов производства и бизнеса на уровень мировых.

В обоих вариантах капитализация непосредственно связана со стоимостной оценкой вовлеченных в экономический оборот ресурсов: человеческих, капитальных и финансовых. Капитализация, определяющая стоимость национальной экономики в целом, непосредственно связана с экономическим ростом. Наиболее капитализированными, а следовательно, динамично растущими являются производства, доля вклада которых в рост национальной валовой добавленной стоимости достаточно большая.

Внутренний совокупный спрос является доминирующим макроэкономическим фактором, определяющим объем производства валовой добавленной стоимости. Важнейшей задачей, с позиций макроэкономической теории в наибольшей степени способствующей повышению темпов экономического роста, является смещение приоритетов совокупного спроса с потребления на накопление, определяющееся объемом инвестиций, т. е. капитализации. Структура источников финансирования инвестиций на уровне предприятия известна: кредитные ресурсы, нераспределенная прибыль, амортизация и уставный (акционерный) капитал.

Рыночная коррекция общего уровня рентабельности российской экономики, приближающая ее к цивилизованным нормам постиндустриального общества, накладывает дополнительные ограничения на собственные средства предприятий, являвшиеся в недалеком прошлом главным источником инвестиций. Объем кредитов, предоставляемых в настоящее время банками предприятиям, уже подошел к тому пределу, за которым резко растет риск и, соответственно, повышается неустойчивость всей банковской системы [1, с. 39]. Применение технологий иммунизации портфеля позволяет минимизировать этот риск, но не устраняет его полностью. Помимо этого, вследствие низкого уровня капитализации российской банковской системы отечественные банки не в состоянии финансировать крупные национальные проекты. Сегодня в России активно развиваются несколько сотен компаний национального масштаба, которые пока еще кредитуются российскими банками, но их темпы роста значительно опережают динамику развития отечественной банковской системы.

Ориентация на создание инновационных производств, проведение технической и технологической модернизации, установка на нормальную загруженность оборудования объективно предполагает более интенсивные темпы развития, созвучные с генеральной установкой на экономический рост, и привлечение инвестиций с фондового рынка.

Поэтому обеспечение роста капитальных инвестиций в ближайшие годы возможно преимущественно за счет использования средств частных инвесторов, перераспределяемых посредством рынка капитала и других секторов финансового рынка. Изменения в структуре источников финансирования экономического роста с низким уровнем инвестиционного риска повышают роль фондового рынка как механизма привлечения инвестиций. Стратегической задачей российского правительства на среднесрочную и долгосрочную перспективы рынка капитала будет максимальное расширение состава субъектов инвестиций с преобладанием весов массового внутреннего и внешнего инвесторов.

С точки зрения управления финансовыми потоками, максимизация денежного потока, генерируемого бизнесом, определяется межвременным выбором собственников бизнеса при множестве ограничений, задаваемых функциями стратегии роста стоимости бизнеса и тактики текущих (например, дивидендных) выплат. К началу текущего столетия в России практически завершился процесс концентрации собственности и корпоративного контроля. В результате у собственников (*homo economicus*) постепенно стали формироваться новые представления о природе принадлежащего им реально контролируемого бизнеса и способах реализации конечных финансовых интересов, выражающихся в росте их благосостояния. Установка на концентрацию собственности стратегически не согласуется с максимизацией текущих поступлений и господством нерыночных форм присвоения корпоративных доходов, этому не способствует и правительственная политика. Поэтому в современных условиях наиболее адекватной формой корпоративного управления становится увеличение рыночной стоимости корпорации, т. е. максимизация капитализации бизнеса.

Сегодня в России сделки по цивилизованной покупке-продаже бизнеса или предприятия как имущественного комплекса становятся нормой деловой среды. С позиции «экономического человека», действующего по принципу альтернативных инвестиций, инвестор, вкладывая деньги в бизнес, покупает, прежде всего, будущий доход. Особенности конкретного бизнеса интересуют инвестора только с позиции перспектив получения дохода. Цена бизнеса зависит от его капитализации.

Непосредственно объем произведенной предприятиями добавленной стоимости не включает стоимость финансовых сделок, в т. ч. операций на фондовом рынке, и, следовательно, напрямую не связан с капитализацией предприятий. Но это не означает, что динамика капитализации фондового рынка и темпы экономического роста национальной экономики не взаимосвязаны. Каков удельный вес IPO и его динамика в общем объеме инвестиций в России? Каковы качественные и количественные характеристики корреляции изменения стоимостного потенциала фондового рынка и динамики реального сектора экономики?

При ответе на первый вопрос следует учитывать, что соотношение между эмиссиями акций и инвестициями в экономике развитых стран составляет от 1–2% (Япония, Германия и другие страны с традиционно высокой долей банковской системы в перераспределении ресурсов) до 17–20% (Канада, США) [2, с. 48]. Но, несмотря на небольшой удельный вес, именно объем первичного рынка является пусковым механизмом, генерирующим и обеспечивающим увеличение объема инвестиций и повышение их эффективности, а в перспективе определяющим темпы и устойчивость экономического роста.

Российские компании вышли в последние годы на первые роли на международных первичных рынках ценных бумаг. Доля акций, обращающихся в форме депозитарных расписок, составляет, по оценкам компании «Интерфин трейд», более 50% уставного капитала ЛУКОЙЛа, 23% – РАО «ЕЭС», 21% – Сибнефти. Акции Вымпелкома, МТС обращаются исключительно в виде депозитарных расписок [3, с. 26]. Крупнейшим еврооблигационным займом в первом квартале 2003 г. был выпуск еврооблигаций РАО «Газпром» на сумму 1.75

млрд. долл. сроком на 10 лет. По оценкам андеррайтеров выпуска, спрос на еврооблигации «Газпрома» составил 6 млрд. долларов [1, с. 32].

Перечисленные российские эмитенты, получившие доступ к практически неограниченным частным финансовым ресурсам, известны мировым уровнем качества корпоративного управления. По различным экспертным оценкам, только за счет улучшения корпоративного управления российские компании в целом могут рассчитывать на получение премии от 20 до 30% (а по некоторым оценкам – и до 50%) текущей цены своих акций [4].

Крупнейшие международные фондовые рынки обладают целым рядом преимуществ перед национальными рынками. Поэтому доминирование иностранных источников финансирования типично как для развивающихся национальных рынков, так и для большинства стран с развитыми финансовыми рынками. Рынок *IPO* российских компаний демонстрирует высокую динамику. Если за 2002–2003 гг. посредством *IPO* лишь три компании привлекли 27.7 млн. долларов, то в 2004 г. уже пять компаний выпустили на рынок акции на 638 млн. долларов, а за восемь месяцев 2005 г. за счет проведения *IPO* девять компаний привлекли более 4 млрд. долларов [5, с. 57].

Второй вопрос может быть решен посредством определения действия на макро- и микроэкономическом уровнях механизма фондового рынка по обеспечению аккумуляции сбережений и превращению их в инвестиции. Современные реалии российской экономики таковы, что наиболее активными в процессе привлечения инвестиций на рынке ценных бумаг выступают предприятия таких отраслей, как нефтегазовая, связь, финансы и металлургия. Предприятия, занимающиеся добычей нефти и газа, в современных условиях хозяйствования (в первую очередь, существующей налоговой системы, валютного и таможенного контроля и других параметрах внешней среды), рекордных цен на нефть и роста российской экономики имеют наибольшее число конкурентных преимуществ, и поэтому они в первую очередь вызывают интерес у инвесторов.

Особо удачным, несомненно, из последних рыночных *IPO* было размещение бумаг нефтяной компании *Urals Energy*: ее капитализация после размещения составила 354 млн. долларов, хотя в 2004 г. выручка равнялась 7.4 млн. долларов. Стоимость *Urals Energy* была оценена вдвое выше, чем средние российские нефтяные компании. В итоге *IPO* 2005 г. капитализация *Rambler* как представителя новой российской high-tech экономики оказалась свыше 150 млн. долларов, притом что оборот ее в 2004 г. был равен 12.5 млн. долларов [5, с. 55]. Понимая некоторую тенденциозность данной статистической подборки, приближенно можно представить существующую структуру капитализации российской экономики.

Однако необходимо отметить, что наметилась позитивная структурная тенденция. Если в 2002 г. более 3/4 от общего объема капитализации приходилось на нефтегазовый сектор, доля других показательных для оценки уровня развития фондового рынка и экономики отраслей – обрабатывающей промышленности, финансового и телекоммуникационного секторов – составляла всего 16.5% [3, с. 27]. Весной 2003 г. удельный вес нефте- и газодобывающих предприятий уменьшился до 67.8% [1, с. 33], а в 2004 г. – до 60.2% [6, с. 172].

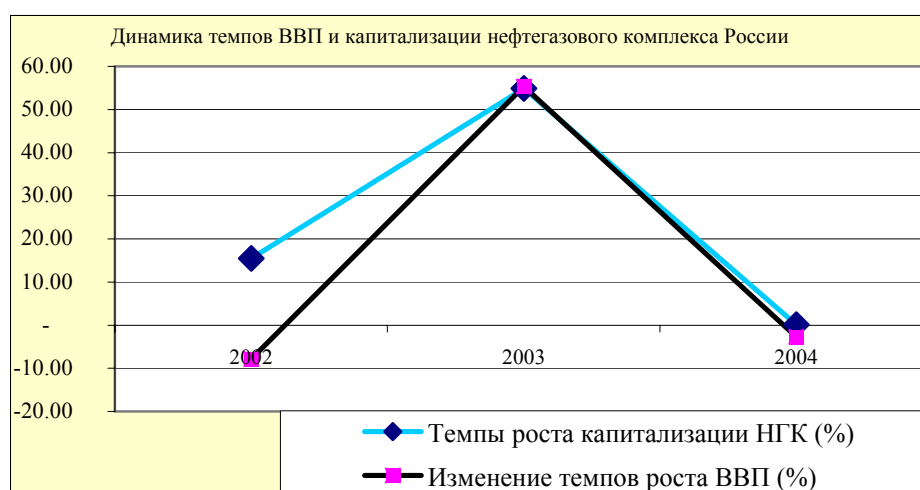


Рис. 1. Динамика темпов ВВП и капитализации нефтегазового комплекса России

Это все еще высокая в международном сопоставлении доля достаточно адекватно отражает отраслевые приоритеты и природу экономического роста отечественной экономики. Можно зафиксировать следующую закономерность движения современной российской экономики: современный рост ВВП и увеличение капитализации нефтегазового комплекса – два сильно положительно коррелирующих процесса. Корреляция является статистически значимой и достаточно существенной количественно (см. рис. 1)¹.

Некоторое повышение эффективности отраслевой структуры российской экономики – неизбежный процесс даже в условиях сохранения приоритета нефтегазового комплекса. Отраслевое разделение труда объективно обуславливает рост спроса нефтегазовой отрасли на продукцию и услуги других отечественных производств. В поведении всех этих характеристик перелом наступил в 2000–2001 гг., темп роста ВВП 2000 г. составил 10%, 2001 г. – 5.1%. Это сформировало необходимые предпосылки для качественного изменения характеристик первичного рынка в 2002 г. В частности, стала меняться структура эмитентов. Ранее использовать преимущества *IPO* могли в основном лишь компании нефтегазового комплекса, металлургии и финансов. В 2002 г. произошло серьезное обогащение отраслевой структуры эмитентов. Намечились изменения в структуре по удельному весу эмитентов разного масштаба производства. Высокая доля крупнейших корпораций в структуре эмитентов также стала уменьшаться. Однако общая картина высокой концентрации финансовых ресурсов и финансовой инфраструктуры России сохраняется. Это в известной степени способствует облегчению доступа на финансовый рынок консервативных реципиентов.

Российский долевым рынком стал возрождать привлечение мелких массовых частных инвесторов, перераспределяя их спекулятивный денежный спрос в ин-

¹ Использовались данные статьи «Экономические итоги 2004 года: рост без развития» (см.: http://www.opec.ru/library/article.asp?d_no=5243&c_no=21&c1_no) и [6].

вестиции. По оценке Бюро экономического анализа, в 2002 г. объем сделок с акциями на ММВБ, совершенных за счет средств населения, составил 14 млрд. долларов [7, с. 33], а в 2003 г. – уже 35 млрд. долл. [8, с. 17].

Привлеченные эмитентами на рынке ценных бумаг ресурсы направляются на финансирование инвестиций в основной капитал и финансовые вложения, например, на поглощения. Поглощаются, как правило, рыночно или технологически связанные производства, что способствует развитию эффективных форм отраслевой концентрации и межотраслевой интеграции. *IPO* сегодня активно используется как механизм финансирования концентрации собственности на отдельном предприятии, в котором 100% акций принадлежало единой группе собственников. Посредством эмиссии акций было реализовано начальное публичное привлечение капитала на организованном фондовом рынке «Вымпелком», «МТС», «Вимм Билль Данн», «РБК».

Потенциал *IPO* российского рынка не исчерпан. Процедуры эмиссии акций на сегодня отработаны и понятны как потенциальным эмитентам, так и потенциальным инвесторам. Существующие проблемы заключаются в том, чтобы институционально уравнивать в защите прав всех инвесторов: и мажоритарных, и миноритарных, а также сделать эти акции ликвидными для любого агента фондового рынка вне зависимости от степени его близости к институтам прав собственности. Процветание страны определяют экономические институты – в первую очередь, защита прав собственности и развитая финансовая система, которые и превращают богатство в капитал. Капитализация рынка акций как составляющая национального богатства наиболее чувствительна к уровню институциональной среды. Создание эффективного механизма защиты конкуренции от вмешательства государства и крупного бизнеса приведет к возникновению спроса на современные рыночные институты и развитию самих институтов.

Параллельно с развитием процесса *IPO* будет повышаться качество компаний в плане менеджмента, раскрытия информации, корпоративной этики, взаимоотношений с акционерами и т. д. Активизация *IPO* всего лишь эволюционное продолжение облигационного бума, когда в условиях растущих процентных ставок и большой кредиторской задолженности в пассивах компаний преимущества наращивания капитала за счет акций становятся очевидными. Чем выше капитализация, тем выше залоговая цена компании и дешевле стоимость капитала, в т. ч. и заемного. Чем больше финансовых ресурсов будет привлечено компанией, тем сильнее будут конкурентные позиции компании и финансовая отдача от эмиссий собственных ценных бумаг. Низкая капитализация ограничивает рыночные позиции отдельных компаний и негативно влияет на конкурентные позиции страны в целом, уменьшает приток инвестиций в производственную сферу и тормозит развитие финансовой сферы.

Считается, что показатель «Капитализация/ВВП» отражает роль фондового рынка в национальной экономике и сигнализирует о степени ее развития. Отношение рыночной капитализации к ВВП действительно выше в странах с более высоким уровнем экономического развития. Общей нормой для стран с инвестиционным рейтингом по этому отношению является диапазон 50–70%. В октябре 2003 г. Международное рейтинговое агентство *Moody's* впервые в

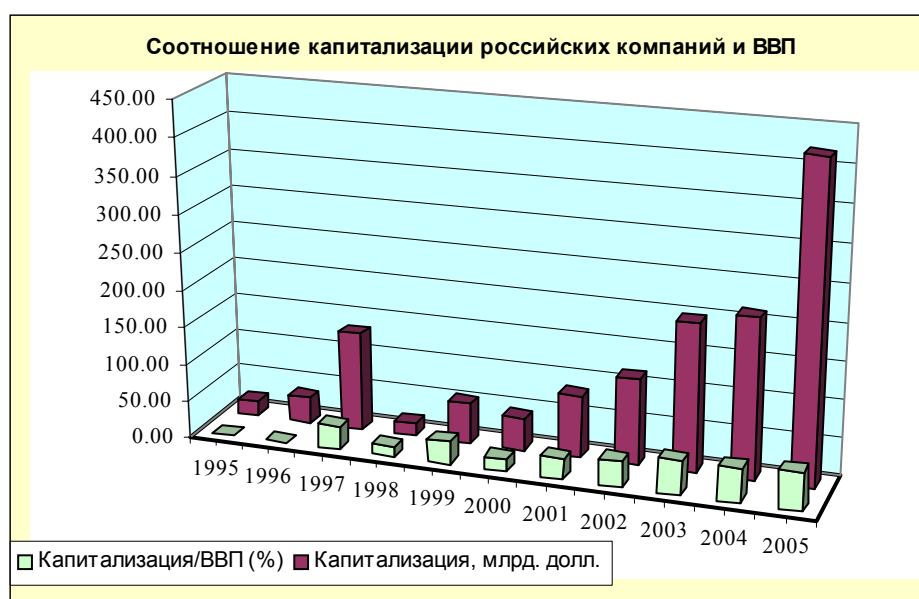


Рис. 2. Соотношение капитализации российских компаний и ВВП¹

истории России подняло ее кредитный рейтинг со спекулятивного *Ba2* до инвестиционного уровня *Baa3*². В сентябре 2005 г. на инвестиционной конференции Brunswick UBS глава ФСФР Олег Вьюгин заявил, что капитализация российского фондового рынка превысила показатель ВВП более чем на 50%³. И это при том, что текущая природа роста российских активов и капитализации экономики – нефтедолларовая. Аккумуляция нефтедолларов в Стабилизационном фонде существенно ограничивает темпы роста капитализации.

Для крупных мировых инвесторов чрезвычайно важна абсолютная величина капитализации. Рост капитализации рынка и повышение его эффективности рассматриваются ими как параллельные процессы. Субъекты процесса привлечения инвестиций видят в устойчивости показателей капитализации, с одной стороны, гарантии сохранения вложенного капитала и, с другой – возможности многократного использования *IPO* для привлечения новых долгосрочных источников финансирования. Рост капитализации российского рынка акций обеспечил условия сопоставимости крупнейших отечественных компаний с лидерами мирового бизнеса. Новое качество возросших параметров российского бизнеса мотивирует зарубежных инвесторов к принятию положительных инвестиционных решений в России по приближенным к мировым ожиданиям уровням доходности и риска.

Наличие закономерности опережающего развития фондового рынка по сравнению с реальным сектором можно проследить на диаграмме (см. рис. 2).

¹ Использовались данные [1], а также данные «Капитализация российского фондового рынка превысила показатель ВВП на 50%» (<http://news.finance.ua/ru/~1/2005/09/28/66304>) и «Россия неожиданно догнала Португалию» (<http://www.giac.ru/headlineitem.asp?id=139216>).

² См.: «Интернет-газета «Вслух.ру»» (<http://www.vsluh.ru/news/economics/22542.html>).

³ См.: <http://news.finance.ua/ru/~1/2005/09/28/66304>.

Двукратное увеличение ВВП сопровождается примерно двукратным ростом отношения капитализации к ВВП [9, с. 41]. Причем более заметным становится быстрое улучшение качественных характеристик фондового рынка. Рост объемов биржевой торговли ценными эмиссионными бумагами начиная с 2000 г. существенно опережал динамику макроэкономических показателей [4].

Взаимосвязанный рост рыночной капитализации и ВВП объясняется также следующей логической цепочкой. Экономический рост сопровождается повышением доходов всех макросекторов национальной экономики, в целом, национального дохода и, соответственно, усилением спекулятивного спроса на деньги. Особо выделяются отечественные финансовые структуры, испытывающие дефицит качественных финансовых инструментов для удовлетворения спекулятивного мотива. Ажиотажный спрос рынка на появление новой ценной бумаги высококласного эмитента – лучшее доказательство несбалансированности фондового рынка.

Другой существенной частью спекулятивной составляющей денежного спроса является спрос домохозяйств. В настоящее время прослеживается тенденция роста реальных доходов населения, масса долгосрочных банковских сбережений населения продолжает увеличиваться. Россия демонстрирует одну из самых высоких норм сбережений в истории за последние пол века, едва ли не превосходя 30–32% нормы сбережений в странах Юго-Восточной Азии и Японии (33% в 1961–1973 гг.) в период ускоренных темпов роста¹. Глава Центрального банка РФ Сергей Игнатьев полагает, что, помимо этого, «неучтенные сбережения» (т. е. сбережения, находящимися вне банковской системы и в виде наличных сбережений) составляют порядка 20–30 млрд. долларов². Поступление на фондовый рынок минимальной суммы из указанного диапазона может привести к 30–40%-ному росту капитализации рынка акций (если считать, что доля акций в свободном обращении сохранится на уровне 25–30%) [8, с. 13].

Уровень квалификации профессиональных посредников на фондовом рынке, ориентированных на работу с индивидуальными инвесторами, повышается. Менеджеры инвестиционных компаний и банков успешно работают на уровне мировых стандартов. На рынке активно применяются передовые технологии, связанные с внедрением новых систем связи и информационных технологий. Росту интереса населения к акциям способствует также увеличение дивидендных выплат компаниями и снижение процентных ставок по банковским депозитам. Традиционные подходы частных инвесторов к сохранению сбережений становятся невыгодными, у физических лиц возникает потребность в реструктуризации принципов увеличения собственного капитала.

Выявлена следующая закономерность: взаимовлияние динамики реального и фондового секторов рынка осуществляется посредством механизма акселерации. Наблюдающийся рост ВВП, как известно, вызывает ускоренное наращивание инвестиций, что, как было обосновано выше, стимулирует ускоренное увеличение рыночной капитализации. Высокая капитализация открывает дос-

¹ См.: <http://medt.strategypartner.ru/finmarkets.htm>

² Новости от 25.11.2005. См.: <http://www.iip.ru/news/news1.php?n=5232>

туп к дешевым источникам финансирования инвестиций. Последние, в свою очередь, стимулируют рост ВВП. Рынок акций аккумулирует и транслирует информацию об эффективности вариантов использования ресурсов при помощи цен. Соответственно, чем больший объем ресурсов признан и оценен организованным рынком, т. е. чем по большему числу активов, материальных и нематериальных, гарантирована защита прав (секьюритизация, производный термин от *security market*), тем производительнее используется национальное богатство и выше уровень дохода. Рост эффективности использования активов стимулирует дальнейшее накопление богатства, повышаются темпы роста богатства и дохода. Эконометрический анализ данных для большого количества стран также показывает, что финансовое развитие влечет за собой ускорение экономического роста. Причем эффект достаточно велик. Отрасли в странах с высоким уровнем финансового развития растут в долгосрочной перспективе в среднем на 1% в год быстрее. Причем, естественно, от финансовой неразвитости в первую очередь проигрывают такие высокотехнологические отрасли, как машиностроение, фармацевтика, микроэлектроника и т. п. Кроме того, оказывается, что в странах с менее развитыми финансовыми рынками в структуре активов компаний фактически отсутствуют нематериальные активы [9, с. 43].

Наличие корреляции между уровнем развития национальной финансовой системы и интенсивностью экономической динамики страны ни у кого не вызывает сомнений. Однако причинно-следственные связи данных процессов остаются предметом экономических дискуссий. Многие экономисты сходятся во мнении, что первым, кто сформулировал идею активного влияния финансовых институтов на экономику за счет более эффективной трансформации сбережений в инвестиции, был И. Шумпетер. Дж. Робинсон, напротив, утверждала, что появление финансовых инструментов и технологий и экономический рост являются синхронными процессами. Другими экономистами, например нобелевским лауреатом Р. Лукасом, обосновывается гипотеза, согласно которой значение финансового сектора для экономического роста переоценивается, финансовой системе отводится относительно пассивная роль посредника, предоставляющего финансовые услуги.

Одним из способов измерения стоимости капитализации (C) на микро- и макроэкономическом уровне заключается в оценке зависимости прироста интегрированного дохода предприятия, включающего доходы на все факторы производства, используемые на данном предприятии, от прироста капитализации. Стоимостной эквивалент относительного увеличения интегрированного дохода (следовательно, и ВВП) и есть цена прироста рыночной капитализации. Причем доход на каждый фактор производства может возрастать как с ростом объема применяемого фактора, так и при постоянстве последнего, т. е. экстенсивно или интенсивно.

Сумма капитализированных доходов на каждый фактор производства может быть определена как стоимость национального богатства, т. е. национального капитала, цена которого непосредственно связана с его производительностью. Оценка богатства и социально-экономического потенциала экономики в целом, ее секторов и территорий, человеческого капитала, направлений деятельности, конкурентоспособности и отдельных хозяйствующих субъектов в

методологическом плане представляет сложную проблему. Производительные способности новой экономики определяется не простым сложением капитализированных материальных и трудовых ресурсов. Ей свойственна синергетика, характеризующаяся свойством эмерджентности: превышения интегрального эффекта экономики над арифметической суммой эффектов отдельных факторов производства. Национальными активами, определяющими темпы экономического прогресса общества постмодерна, являются их формы организации и комбинации новых активов, количественная оценка влияния которых неоднозначна.

«На стоимость ведущих западных компаний все больше влияют неощутимые активы: их доля составляет до 80% стоимости компании, но они не отражены в балансе. Например, в сфере телекоммуникаций неощутимые активы – это зрители и слушатели, в нефтяной отрасли – запасы нефти, в фармацевтической промышленности – исследования по разработке новых лекарственных препаратов, а в сфере товаров широкого потребления – бренды» [10]. Стоимость богатства общества постмодерна, в первую очередь, наполняется результативностью использования человеческого капитала. От этого зависит и сбалансированность всех факторов, и территориальная, отраслевая и рыночная рациональность размещения ресурсов, и эффективность их использования.

Рассмотрим вклад капитала, труда и земли в интегрированный доход. Участие каждого фактора в создании стоимости интегрированного дохода определяется его предельной производительностью. Если предположить независимость производственных факторов, постоянную отдачу от масштаба, то прирост интегрированного дохода $Y(C) = F(K(C), L(C), N(C))$ будет определяться формулой полного дифференциала по аргументу капитализации:

$$\frac{dY}{dC} = \frac{\partial F}{\partial K} \frac{dK}{dC} + \frac{\partial F}{\partial L} \frac{dL}{dC} + \frac{\partial F}{\partial N} \frac{dN}{dC}, \quad (1)$$

$$\text{MPK} = \frac{\partial F}{\partial K}, \quad \text{MPL} = \frac{\partial F}{\partial L}, \quad \text{MPN} = \frac{\partial F}{\partial N}, \quad (2)$$

где K , L , N – факторы капитала, труда и земли соответственно.

Преобразуем полученное равенство

$$\frac{dY}{dCY} = \text{MPK} \frac{K}{Y} \frac{dK}{dC} + \text{MPL} \frac{L}{Y} \frac{dL}{dC} + \text{MPN} \frac{N}{Y} \frac{dN}{dC}. \quad (3)$$

Отношения

$$\frac{\text{MPK} \cdot K}{Y}, \quad \frac{\text{MPL} \cdot L}{Y}, \quad \frac{\text{MPN} \cdot N}{Y}$$

могут трактоваться как доли дохода на труд, капитал и землю, т. е. удельный вес заработной платы (w), прибыли (p) и ренты (R), в предположении, что в условиях совершенной конкуренции труд, капитал и земля оплачиваются в соответствии со своими предельными производительностями и синергетический эффект входит в доходы на факторы производства. Поэтому прирост стоимости капитализации предприятия оценивается приращением стоимости капитализации факторов производства.

В целом капитализация труда, предпринимательской способности, капитала и земли определяется дисконтированным денежным потоком дохода: на труд – в форме заработной платы, на предпринимательскую способность – в форме прибыли, на капитал – в форме процента (i) и на землю в форме ренты¹. Если предположить, что заработная плата растет с темпом роста g_w , прибыль – g_p , капитал – g_i , прибыль – g_R , то капитализация экономики (CE) в целом будет равна:

$$CE = \frac{w}{r - g_w} + \frac{p}{r - g_p} + \frac{i}{r - g_i} + \frac{R}{r - g_R}, \quad (4)$$

где r – ставка дисконтирования с поправкой на риск.

Таким образом, доказано, что для капитализированной (секьюритизированной) экономики величина CE/Y больше единицы. В условиях асимметрии информации на рынке инвестор требует платы за риск. Чем выше волатильность, тем выше ставка дисконтирования с поправкой на риск и ниже соотношение CE/Y . Дальнейшая секьюритизация капитала фирмы в совокупности с использованием портфельных инвестиций и диверсификации понизит плату за риск. Формирование в России современной институциональной среды, определяющей и обеспечивающей выполнение правил работы на отечественном security market, организация торговых площадок производными финансовыми инструментами будет способствовать снижению цены капитала, ставки дисконта и росту отношения CE/Y .

С другой стороны, определяя «капитализацию экономики» как совокупную рыночную стоимость отечественных предприятий, ее можно рассчитать следующим образом:

$$CE = CV = \sum_{t=1}^n \frac{NCF_t}{(1+r)^t}, \quad (5)$$

$$NCF_t = p_t + D_t, \quad (6)$$

$$NCF_t = NCF_1 \cdot (1+g)^{t-1}, \quad (7)$$

$$CE = \frac{NCF_1}{r-g}, \quad (8)$$

где NCF_t , p_t , D_t – чистый денежный поток, прибыль и амортизация предприятий в году t , а g – годовой темп прироста чистого денежного потока.

Если предположить, что темп прироста чистого денежного потока, в свою очередь, зависит от прироста капитализации предприятий (CV) $g = m \cdot \frac{CV}{CV}$, то данное выражение будет представлено следующим равенством:

¹ Человеческий капитал в данной статье не исследуется.

$$CE = \frac{NCF_1}{r - m \cdot \frac{CV}{CV}}. \quad (9)$$

Очевидно, что определенная таким образом капитализация экономики будет меньше рассчитанной по первому способу. Воспользуемся способом измерения ВВП (Y) по доходам $Y = w + p + i + R = \lambda \cdot p$, где $\lambda > 1$. Тогда

$$Y = \lambda \cdot [CE \cdot (r - g) - D], \quad (10)$$

$$\frac{Y}{Y} = \lambda \cdot (r - g) \frac{CE}{Y}. \quad (11)$$

Отношение «капитализация/выпуск» описывается равенством:

$$\frac{CE}{Y} = \frac{1/\lambda + D/Y}{r - g}. \quad (12)$$

Выдвинем гипотезу, состоящую из следующих положений, требующих эмпирического подтверждения:

1. Влияние роста капитализации на рост дохода нелинейно и носит прогрессирующий характер: первоначальный эффект невелик, но постепенно реакция на рост капитализации со стороны рынка прогрессирует и отдача от роста капитализации возрастает. Прирост добавленной стоимости обусловлен синергетическим эффектом в результате прироста капитализации и развития инфраструктуры фондового рынка. Полезные экономические эффекты проявляются не одновременно с секьюритизацией национального богатства, они постепенно накапливаются, достигают критической массы и могут проявляться как негативно – в росте фондовых «пузырей», так и позитивно – в ускоренном производстве добавленной стоимости и национального богатства, т. е. имеет место бифуркация. Лаг достижения критического объема определяется параметрами социально-экономической и институциональной среды.

2. Наиболее значимо под воздействием роста капитализации увеличение прибыли и, в результате роста кредитного плеча, рост *ROE*.

3. Степень данного эффекта влияния может существенно различаться в зависимости от национальных условий. Во-первых, качество капитализации отличается в странах с разным уровнем развития. Во-вторых, на национальном уровне возможны значительные синергетические эффекты, отсутствующие на уровне фирмы. Например, в развитых в финансовом плане экономиках действует эффект критической массы: чем больше концентрация высоко капитализированных компаний, чем выше рейтинг инвестиционной привлекательности экономики в целом и каждой компании.

Гипотетически формальной конструкцией, объясняющей синергетический характер влияния динамики капитализации, является S-образная кривая, которую можно назвать кривой синергетического эффекта капитализации (*Synergetic Effect Capitalization Curve, SECC*, см. рис. 3.). Типичная нелинейная форма кривой отражает синергетическую зависимость воспроизводства добавленной стоимости по фактору динамики капитализации. Первая точка перегиба

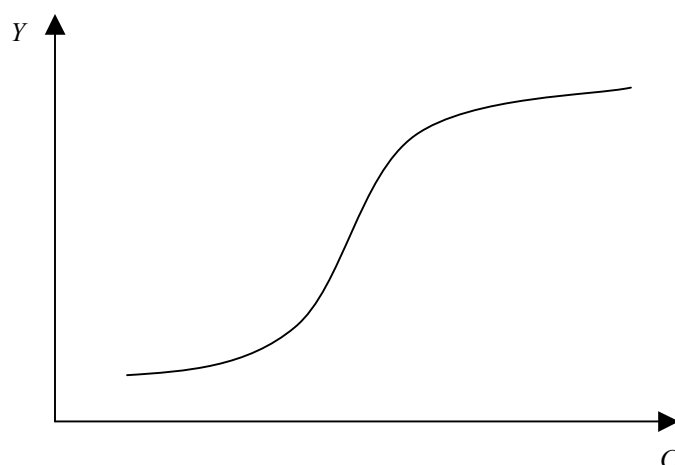


Рис. 3. Кривая синергетического эффекта капитализации (SECC)

кривой может быть использована для анализа «безубыточности» мероприятий по развитию инфраструктуры фондового рынка $\partial^2 Y / \partial C^2 > 0$. Приближение к ней означает постепенное аккумулирование позитивных экстерналий капитализации и выход на паритет «затраты = синергетический эффект». Вторая точка фиксирует предельный риск насыщения экономики фондовыми ценностями и переход к негативному влиянию капитализации на динамику добавленной стоимости $\partial^2 Y / \partial C^2 < 0$.

В заключение можно констатировать, что сегодня для российских предприятий фондовый рынок приобретает статус реального механизма привлечения долгосрочных инвестиционных ресурсов для целей финансирования инвестиций в основной капитал и финансовых вложений. Затраты и барьеры выхода на фондовый рынок, как отечественный, так и зарубежный, вписываются даже в операционный бюджет предприятия-реципиента инвестиций. Признание России страной с рыночной экономикой со стороны США и Евросоюза, благоприятная для России конъюнктура мировых рынков сырья, повышение уровня капитализации российских компаний наделяют отечественный бизнес характеристиками, сопоставимыми с крупнейшими мировыми аналогами, придают ему статус международного и открывают новые возможности роста.

Summary

I.A. Kirshin. Capitalization as a growth synergetic factor of postindustrial economy.

This article is devoted to analysis of a positive correlation between rates of capitalization, determined in terms of national wealth productivity and security market, and economic growth rate. The causal link running from capitalization growth to GDP growth looks so habitual that almost no one doubts it. Yet, those scientists that attempted to test the direction of the causality have received an interesting result. The some regularities of this causal link of a new synergetic economics are examined in the article. These regularities deal with the dynamics of complicated institutional, economic and social systems. Capitalization as a synergetic factor of economic growth examines the problems belonging to the development and changes in nonlinear unstable economic systems. The hypothesis of synergic dependence of

capitalization dynamics and economic growth, expressed by *Synergetic Effect Capitalization Curve (SECC)*, is proposed in this work. *SECC* application suggests new approaches to forecasting of development and growth of complicated postmodern economics.

Литература

1. Данилов Ю.А. О мифах фондового рынка // Доклад на семинаре «Институциональные проблемы Российской экономики». – Препринт WP1/2003/05. Серия WP1. Институциональные проблемы российской экономики. – М.: ГУ ВШЭ, 2003. – 60 с.
2. Рубцов Б.Б. Мировые фондовые рынки: современное состояние и закономерности развития. – М.: Финансовая Академия, 2000. – 251 с.
3. Тормозова Т.В., Фомин Р.П. Фондовый рынок – лакмус роста экономики // Валютный спекулянт. – 2002. – № 7. – С. 23–29.
4. Васильев И.К. Фондовый рынок как источник заимствования средств для перевооружения производства // http://www.ryazansci.ru/projects/article7_print.php.
5. Шохина Е.А. Миру нужно наше все // Эксперт. – 2005. – № 34 (480). – С. 53–57.
6. Башун В.К. Очередная мобилизация второго эшелона // Эксперт. – 2004. – № 37 (437). – С. 172–175.
7. Состояние финансовых рынков России в 2002 г. и перспективы их развития в 2003 г. // Информационно-аналитический бюллетень «Бюро экономического анализа». – 2003. – № 37. – С. 32–67.
8. Ведев А.Л. Прогноз развития российского фондового рынка в 2004–2005 гг. // Информационно-аналитический бюллетень «Бюро экономического анализа». – 2004. – № 63. – С. 21–45.
9. Гурьев С.М., Сонин К.И. Богатство, капитализация и рост // Эксперт. – 2003. – № 24 (379). – С. 40–47.
10. Рид С. Современный финансовый директор: от управления финансами к управлению стоимостью компании // Финансовый директор. – 2004. – № 9. – С. 59–63.

Поступила в редакцию
28.10.05

Киршин Игорь Александрович – кандидат экономических наук, заведующий кафедрой менеджмента Казанского государственного университета.

E-mail: ikirchine@rambler.ru