

КАПИТАЛИЗАЦИЯ РОССИЙСКИХ АКТИВОВ: ФАКТОРЫ, ПРИОРИТЕТЫ

Малова Т.А., к.э.н., доцент

Всероссийская государственная налоговая академия

Капитализация активов – фундаментальный показатель эффективности используемых в экономике капитальных благ, который позволяет оценить не только конкурентоспособность отдельной компании, но и перспективы стабильного развития экономики в целом. Повышение капитализации российских активов – проблема, актуальная в научном и практическом смысле. Внимание к этой проблеме проявляют в своих выступлениях и научных работах Президент РФ В.В.Путин, акад. РАН Д.С.Львов, акад. РАН А.Г.Аганбегян, др. видные представители отечественной экономической науки и деловых кругов.

Отметим некоторые, наиболее важные, на наш взгляд, причины ее актуальности.

Капитализация российских активов или оценка их рыночной стоимости является сегодня ключевым показателем возможности экономической модернизации России, которую предстоит в конечном итоге осуществлять за счет национального капитала. Необходимые масштабы обновления российской экономики и требуемые для этого объемы ресурсов сегодня таковы, что их вряд ли сможет или захочет предоставить России мировой свободный капитал.

Значимость повышения капитализации проявляется также в контексте проблемы создания финансовой системы России, т.е. реально участвующих в хозяйственных процессах банков и фондового рынка. Возможность построения эффективной финансовой системы определяется уровнем капитализации активов как стоимости капитальной базы страны. В этой связи капитализация ресурсодобывающих компаний – один из важных инструментов оценки стоимости рентоносущих факторов как основы капитального богатства нации.

Высокая капитализация российских активов – необходимая предпосылка перехода российской экономики к инвестиционной модели социально-экономического развития. Российские активы сегодня представлены такими капиталоемкими отраслями тяжелой индустрии как сталелитейная промышленность, топливно-энергетический комплекс, энергетическое и тяжелое машиностроение, электроэнергетика и др. Производственная и научная база, технологии многих из этих секторов экономики – уникальны. Накопление капитала в них стоило затрат сотен млрд. долл. и десятилетий напряженного труда. Адекватная оценка их рыночной стоимости – путь к осуществлению сбалансированных по масштабам и значению этих отраслей стратегических инвестиций, в том числе, со стороны зарубежных компаний.

Заниженная стоимость российских активов и, как следствие, сужение стоимостного объема российского рынка сегодня не соответствуют масштабам свободных финансовых ресурсов, принадлежащих компаниям экспортного сектора. В результате расширение границ

бизнеса компаний этой категории происходит в той или иной форме вывоза капитала.

Следует учитывать также, что проблема повышения капитализации российских активов проявляется на фоне новых тенденций в функционировании мировой экономической системы, которые включают новое качество глобального экономического роста, новые факторы роста стоимости капитала, регионализацию экономического пространства. В условиях перехода от интегрированной (централизованной) модели странственной организации экономики, характерной для индустриального уклада хозяйства, к модели сетевых регионов и производственных кластеров возникают новые препятствия для роста капитализации российских активов.

Несомненно, актуализирует проблему капитализации предстоящее вступление России в ВТО. Низкая капитализация российского капитала может привести к росту зависимости всей национальной экономики от конъюнктуры мировых финансовых рынков. Для того чтобы войти в мировую хозяйственную систему на приемлемых условиях, обеспечить позиционирование отечественных компаний на глобальных рынках, России требуется соответствовать процессу экономической эволюции, в том числе и с точки зрения стоимости национального капитала.

Наконец, капитализация российских активов сегодня – это вопрос не только экономической, но и политической независимости России, которая может основываться только на национальном капитале. Стоимость российского капитала и с этих позиций должна быть не ниже иностранного. В базовых секторах российской экономики, а это – ресурсодобывающие компании, производственная, транспортная, финансовая инфраструктура, высокотехнологичные и некоторые другие предприятия – преимущество должно принадлежать внутреннему капиталу. Капитализация активов этих компаний должна быть высокой.

В этой ситуации исследование экономического содержания проблемы повышения рыночной капитализации основных фондов российской экономики, объективный анализ фундаментальных факторов влияния на изменение стоимости национального капитала, определение приоритетов в долгосрочной стратегии повышения капитализации российских активов представляет несомненный научный интерес.

Капитализация российских активов – элемент системной проблемы формирования, накопления и эффективного использования национальных активов. Это направление сегодня включает: исследование особенностей капиталобразования в условиях пореформенной России, изучение проблемы трансформации сбережений в инвестиции¹ [2, 23]; анализ проблемы функционального разделения капитала, включая инвестиционный стратегический капитал и финансовый капитал, взаимосвязь ее с задачей формирования социально-экономической структуры российского общества и экономики² [3, 22], изучение экономической сущности

¹ Булатов А.С. Особенности капиталобразования в России. – Вопросы экономики, 2001, №3.

Булатов А.С. К вопросу о трансформации сбережений в инвестиции. – Деньги и кредит, 2003, №4.

² Евстигнеева Л.П., Евстигнеев Р.Н. Вопросы экономической трансформации в России. – М.: МНИИПУ, 1998.

и условий накопления частного российского капитала, анализ его основных категорий, а также закономерностей взаимодействия частного капитала и государства³ [4, 20, 21] и др.

Анализ публикаций экономистов, посвященных различным аспектам проблемы повышения капитализации российских активов, позволяет сделать вывод, что интерес к этому направлению приобретает все большее значение. Однако вопросы капитализации российской экономики исследуются в них преимущественно с точки зрения оценки стоимости отдельных российских компаний, т.е. на микроэкономическом уровне. Первостепенное значение для роста рыночной стоимости российских корпораций, как правило, отводится следованию международным стандартам корпоративного управления, прозрачности финансовой деятельности российских корпораций. При этом взаимосвязи микроэкономических факторов изменения уровня капитализации российских активов (включая уровень капиталовооруженности) и макроэкономических диспропорций российской экономики, влияния модернизации институтов и (инфра) структуры на стоимость национальных активов не рассматриваются. Таким образом, экономическое содержание повышения капитализации российских активов как самостоятельное научное направление пока не стало предметом исследования.

Если посмотреть на проблему капитализации российской экономики со стороны экономической системы, а именно этому «углу зрения», на наш взгляд, соответствует содержание экономической интерпретации вопроса оценки рыночной стоимости российских активов, то в основу используемого теоретического подхода следует, видимо, положить различные направления теорий капитала, включая альтернативное. Исходным моментом его возникновения выступает противопоставление основных положений классической (впоследствии марксистской, кейнсианской, посткейнсианской) – неоклассической традиции анализа стоимости капитала.

Напомним, что содержание разногласий этих подходов отразила так называемая кембриджская дискуссия о капитале, которая продолжалась в течение 50-х, 60-х, 70-х годов XX века между учеными английского Кембриджа, с одной стороны, и американскими - с другой.

Со стороны американского Кембриджа в ней участвовали нобелевские лауреаты П. Самуэльсон, Р. Солоу, Ф. Модильяни, Дж. Стиглиц и другие выдающиеся представители неоклассической трактовки капитала. В рамках их теорий капитала, распределения и роста капитал рассматривается как фактор производства, доход которого определяется его предельной производительностью. Эта закономерность, по мнению неоклассиков, объясняет зависимость обратной связи нормы прибыли и ставки заработной платы от капиталовооруженности труда. Принятой в неоклассическом

анализе концепции агрегированного капитала и закона убывающей отдачи соответствует понятие гомогенности капитальных благ. В неоклассической модели технического прогресс – экзогенный фактор, который рассматривается как функциональное приращение к единицам труда неизменной эффективности.

Интеллектуальный потенциал английского Кембриджа представлен работами Дж. Робинсон, П. Сраффы, Н. Калдора, Дж. Харкорта, Л. Пассинети, Дж. Итуэллы и других признанных в экономической области теоретиков. Разрабатываемый ими альтернативный подход получил название «социального». Выступая против технологической трактовки капитала, представители этого направления рассматривают капитал как общественное явление, которое анализируется посредством изучения закономерностей производства и распределения общественного продукта. В центр внимания этот подход ставит соотношение между накоплением и распределением чистого продукта между заработной платой и прибылью. С точки зрения его авторов, стоимость капитала невозможно измерить независимо от распределения и относительных цен, которые, во-первых, обеспечивают возмещение потребленного капитала, во-вторых, осуществляют перераспределение чистого продукта между отраслями. Стоимость капитала определяется народно-хозяйственными процессами (в неоклассической традиции стоимость является чисто отраслевой проблемой).

Фокус экономического анализа сторонники этого подхода перенесли с проблем оптимального распределения данных ресурсов на исследование фундаментальных факторов, определяющих динамику экономически развитых стран, а именно: накопление капитала, рост населения, производственная экспансия, а также технический прогресс и структурные изменения. Инвестиционный процесс в рассматриваемом подходе сопровождается «фундаментальная неопределенность»⁴ [5].

На наш взгляд, анализ положений альтернативной теории капитала (несомненный вклад в разработку которой внесли представители отечественной научной школы – Канторович Л.В., Фельдман Г.А., Яременко Ю.В. и др.) подводит к следующим выводам.

Во-первых, современная концепция капитала (особенно в той ее части, которая представлена основным течением экономической теории) не всегда адекватна проблеме повышения рыночной капитализации активов в условиях переходных (нестационарных) состояний. Так, итоги более чем пятнадцатилетнего периода социально-экономических реформ в России показали: неоклассическая идея о накоплении как замене настоящего потребления будущим не может служить необходимым и достаточным основанием для объяснения условий роста капитализации активов. Впрочем, это обстоятельство относится не только к теориям капитала. В зарубежной экономической науке отсутствуют теории либерализации хозяйственной деятельности, преобразования форм собственности и др. К их числу в полной мере можно отнести и теорию рыночной капитализации активов экономики постсоциалистического типа. Очевидно, что поиск теоретических и методологических предпосылок построения такого ро-

Евстигнеева Л.П., Евстигнеев Р.Н. Самоидентификация России и формирование нового регионального союза. - Вопросы экономики, 2004, № 10.

³ Плышевский Б.П. Первоначальное накопление капитала – тенденции и проблемы. - Экономист, 2000, №8.

Плышевский Б.П. Частный капитал: образование и особенности. - Экономист, 2004, №1.

Плышевский Б.П. Частный и государственный капитал: проблема взаимоотношений. - Экономист, 2004, №6.

⁴ Анализ альтернативной теории капитала см. Теория капитала и экономического роста/ Под ред. С.С.Дзарасова- М.: Изд-во МГУ, 2004.

да теории следует вести, с одной стороны, с учетом достижений всех сложившихся в этой сфере научных школ и направлений, с другой стороны, с учетом основных отличий двух направлений в теориях капитала, которые выявила дискуссия о капитале.

Во-вторых, анализ теорий капитала позволяет выделить два основных подхода к рассмотрению проблемы повышения рыночной капитализации российских активов. Первый – с позиции узкого экономического смысла, заложенного в определенном способе оценки рыночной стоимости активов, принадлежащих фирме, согласно которому их рыночная стоимость совпадает с приведенной суммой будущих потоков доходов, порождаемых этими активами⁵ [1]. Второй – с точки зрения понимания категории капитализации в более широком политэкономическом контексте со стороны структуры, качества, производительности, а отсюда стоимости капитального богатства, сформировавшегося в условиях национальной хозяйственной системы страны.

С точки зрения первого подхода «капитализация» – динамичный, чрезвычайно подвижный показатель, отражающий изменения результатов экономической деятельности фирмы, а именно, величину ее нетто-активов и денежных нетто-потоков, качество менеджмента, степень открытости и публичности ее деятельности, наконец, комплекс характеристик, кратко определяемых репутацией фирмы. В условиях так называемого эффективного рынка увеличение рыночной капитализации считается одной из главных стратегических целей бизнеса. Выделим только некоторые ключевые мотивы достижения этой цели. Во-первых, при первичном размещении акций высокая капитализация позволяет получить больше средств за участие инвестора в капитале. Во-вторых, в случае заимствования финансовых ресурсов, высокая капитализация определяет более низкую стоимость заемных средств. В-третьих, высокая капитализация – это определенная защита от недружественного поглощения. Наконец, в четвертых, рост капитализации – это один из способов согласования интересов различных групп акционеров.

Однако получить подлинную оценку стоимости российских компаний, а, следовательно, подойти к определению общей капитализации российских активов, используя первый подход, невозможно. Этому препятствует сегодня множество факторов, не последнее место среди которых занимает отсутствие надежных оценок стоимости принадлежащего компаниям капитала.

По мнению Ясина Е.Г., российским предприятиям сегодня выгодно иметь искаженные оценки основных фондов по сравнению с так называемыми эффективными мощностями: на используемые фонды начисляется амортизация, сокращающая налогооблагаемую базу. Кроме того, российские предприятия сегодня ничто реально не побуждает к тому, чтобы списывать или уценивать ненужные фонды, повышать или стараться демонстрировать эффективность использования капитала⁶ [6]. В результате рост доходов российских предприятий сегодня не сопровождается адекватным ростом рыночной стоимости их активов.

Вместе с тем, из-за заниженной стоимости основных фондов приватизированных компаний отечественные предприятия списывают на амортизацию почти вдвое меньше, чем аналогичные западные компании – примерно 1/3 объема капитальных вложений⁷ [7].

Формируется порочный круг. Доход предприятий растет, но его рост, с одной стороны, не связан с изменением уровня накопления и качества активов, с другой стороны, не ведет к изменению их стоимости, что в результате сдерживает рост их капитализации. В свою очередь, низкая капитализация основных фондов не соответствует динамике выпуска отечественных производителей. В пользу этого говорят выводы проведенного ИМЭМО РАН исследования в связи с разработкой инвестиционной модели России: низкая капитализация крупнейших российских компаний не соответствует объемам производства и оборота этих компаний⁸ [8].

Таким образом, даже с учетом имеющихся искажений оценки стоимости российских активов, капитализация российских предприятий сегодня занижена относительно их производственных мощностей. Более того, она также низка и по сравнению с затратами на создание аналогичных по масштабу производства новых компаний. Между тем, именно сверхнизкая стоимость российских активов, по наблюдению С. Чернышева, позволяет определенной категории российских компаний безнаказанно отводить максимально возможную часть денежного потока с этих активов в своих интересах или интересах своих «крыш» благодаря тому, что «капитализация – вне зоны внимания общества и государственных органов»⁹ [9].

Анализируя проблему повышения капитализации российских активов будем учитывать следующую закономерность.

Стоимость капитала (накопленное экономическое богатство) и капитализация (оценка рынком стоимости накопленных активов) не связаны прямой функциональной зависимостью. Рыночная оценка компании может быть высокой при весьма незначительных накопленных активах, и наоборот. Бухгалтерский баланс современной зарубежной компании может отражать не более 15 – 20 % реальной стоимости ее активов.

В этой связи отметим немаловажное для всего хода исследования обстоятельство: постиндустриальная экономика обладает многими принципиальными отличиями от рыночного хозяйства в индустриальную эпоху. Однако современная экономика – как и прежде – это экономика капитала, а экономическое развитие, по мнению одного из соавторов первого и самого знаменитого доклада Римского клуба «Пределы роста» Дениса Медоуза, представляет собой процесс интенсификации использования капитала. Понятно, что категории капитала в условиях постиндустриального производства соответствует более сложное содержание этого центрального понятия экономической науки и хозяйственного процесса. Усложнение содержания категории капитала находит свое отражение в современной структуре национального богатства. Как совокупная стоимость всех экономических благ в рыночных

⁵ См. Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж. Инвестиции / пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 1997. – с. 967.

⁶ Ясин Е.Г. Нерыночный сектор: структурные реформы и экономический рост. - М.: ГУ ВШЭ, 2004, с.30.

⁷ Райская Н., Сергиенко Я., Френкель А., Стабильное развитие экономики и инвестиционный спрос. – МЭИМО, 2004, №11, с. 71.

⁸ Инвестиционная модель России. – МЭИМО, 2003. №11.

⁹ Чернышев С. Страна, не стоящая почти ничего. – Эксперт, 2004, №44, с. 84.

ценах, находящихся на ту или иную дату в собственности резидентов данной страны, за вычетом их финансовых обязательств, национальное богатство включает: нефинансовые произведенные блага, непроизведенные стоимости, нематериальные блага, финансовые вложения, эффективные политические и экономические институты, «человеческий капитал». Вовлеченные в хозяйственный процесс, эти блага способны создавать новый капитал страны.

Процесс накопления капитала постиндустриальными странами на рубеже XX - XXI веков обладает некоторыми особенностями: во-первых, приобретает значение не только (и не столько) изменение его количественного уровня (последнее отражается в Системе национального счетоводства), сколько степень воздействия этого богатства на рост интенсивности использования как традиционных, так и новых видов ресурсов (труда, капитала, информации, интеллекта), во-вторых, даже в условиях распространения новых высокотехнологичных секторов «новой экономики» рост интенсивности использования капитала не смог обогнать рост мирового населения в 1990-е годы. По данным Всемирного банка почти треть стран мира в этот период столкнулась со снижением объемов производства на душу населения¹⁰ [10]. Следовательно, в постиндустриальном мире сохраняется необходимость повышения эффективности использования капитала.

Особенности мирового процесса капиталообразования накладываются на проблемы периода «двойной» трансформации российской экономики: социально-экономического реформирования хозяйственной системы, а также углубления процессов ее постиндустриализации – и обостряют последние.

Ответы на многообразные вызовы социально-экономической трансформации российской экономики, совпадающей по времени с усилением тенденций постиндустриализма, так или иначе уходят своими корнями в проблему обеспечения роста стоимости российских капитальных активов.

Так, в ближайшее десятилетие России предстоит решить задачу удвоения ВВП, используя, прежде всего капитальные активы, доставшиеся в наследство от социалистического периода хозяйствования. Новая экономика (т.е. сегмент экономики, который уже не связан с эксплуатацией советских активов) дает сегодня 6 % ВВП России. Это небольшой, но быстро растущий пласт крупного российского бизнеса. Однако «главные активы, которыми сейчас обладают крупнейшие российские компании, созданы еще в советский период»¹¹ [11].

В сложившейся в отечественной экономике ситуации не может не сохранить своего значения такой фундаментальный критерий эффективности хозяйствования, как максимизация стоимости капитальных активов – условие экономической мотивации капиталиста (собственника) во все времена. К. Маркс исследовал значение этого фундаментального принципа «движения капитализма» в индустриальную эпоху: «с развитием капиталистического производства масштаб производства ... определяется размерами капитала, которым располагает индивидуальный капиталист, стремлени-

ем его капитала к возрастанию по своей стоимости и необходимостью того, чтобы его процесс производства шел непрерывно и в расширенном масштабе»¹² [12]. В связи с тем, что логика развития капитализма в главном остается неизменной, этот критерий действует и в постиндустриальный период.

Приверженность рассмотренному принципу в полной мере демонстрируют сегодня российские субъекты капитала. Если национальное хозяйство не способно отразить в виде высокой рыночной стоимости ценность вложенного в него капитала, собственники активов будут переводить инвестиционные ресурсы в другие объекты, в российском варианте – осуществлять их использование в других юрисдикциях.

Таким образом в соответствии с предложенным полит-экономическим подходом к анализу проблемы повышения капитализации российских активов ее экономическое содержание включает:

- оценку стоимости российских активов как национального капитала, а не суммы отдельно взятых компаний. Оценка отдельного бизнеса успешно решают сегодня существующие методики финансового анализа. Однако рост стоимости отдельно взятой компании не может решить проблему повышения рыночной стоимости активов как национального богатства;
- определение условий роста производительности капитала, то есть интенсивного и рационального использования российских активов;
- выбор стратегии роста рыночной капитализации российских активов, определение приоритетов этой стратегии в контексте целей социально-экономического развития.

Очевидно, что экономическое содержание проблемы повышения рыночной капитализации российских активов охватывает пространство взаимосвязей микро- и макроэкономических взаимоотношений, институциональных изменений, а сама проблема носит полит-экономический характер.

В совокупности этих взаимосвязей выделим ряд фундаментальных факторов, влияние которых оказалось определяющим с точки зрения снижения рыночной стоимости российского капитала.

Структурно-технологические особенности российской экономики в условиях неэквивалентного характера рыночного обмена

Открытие российской экономики, имеющей уникальную и не соответствующую требованиям современного мирового производства и рынка структуру, в процессе внешнеэкономической либерализации хозяйственной деятельности происходило без учета последствий принципа неэквивалентного рыночного обмена.

Нарушение принципа эквивалентности рыночного обмена воплощают в своей деятельности высококонцентрированные капиталы, особенно обладающие качеством транснациональной монополии, осуществляя на внутри- и межфирменных уровнях распределение ограниченных ресурсов между отраслями, регионами и нациями. В результате в большинстве случаев рост капиталов и отраслей происходит не только и не столько за счет их внутренних накоплений, сколько за счет привлечения общенациональных и интернацио-

¹⁰ Быков Б. Проишествие в Мексиканском автобусе.- Эксперт, 2004, №45, с.47.

¹¹ Гришанков Д., Кабалинский Д./Шесть процентов новой экономики. - Эксперт, 2004, №37, с.97.

¹² Маркс К. Капитал. Критика политической экономии. Т.2. М., Политиздат, 1969, с.163.

нальных ресурсов. При этом именно через неэквивалентный стоимостной обмен капитализм как экономическая система обеспечивает развитие новых производств и отраслей¹³ [13].

Существенные потери стоимости российского капитала произошли в глобальной системе неэквивалентного внешнеэкономического обмена в связи с возникновением целых секторов экономики, в которых с позиции критериев мирового рынка стоимость затраченных в производстве сырья и капитала не увеличивалась, а уменьшалась. Иными словами, величина добавленной стоимости в ряде отраслей, рассчитанная на базе мировых цен, стала отрицательной. Однако, по мнению акад. РАН А.Д. Никепелова, был возможен и другой выход из создавшейся ситуации. Широкое вовлечение в мирохозяйственные связи такой экономики, как российская, способно было не только выявить нерациональность многих из существующих в ней производств, но и оказать, по крайней мере, на отдельных рынках, серьезное влияние на уровень мировых цен, а тем самым внести коррективы и в некоторые расчеты величины ее добавленной стоимости¹⁴ [14]. Для этого следовало проводить политику адаптации российской экономики к условиям современного мирового рынка и производства.

Следствием неэквивалентного обмена для России стало резкое падение рыночной стоимости используемых в России производственных активов и человеческого капитала. Причем это коснулось как действительно неэффективных элементов прежнего капитала, так и потенциально конкурентоспособных производственных технологий и оборудования, квалифицированной рабочей силы. Неконкурентоспособными оказались предприятия, обладающие эффективными фирменными технологиями. У них отсутствовали ресурсы для существенного изменения производственной программы, создания новых хозяйственных связей, выхода на зарубежные рынки. В существенных размерах это произошло даже в таких потенциально конкурентоспособных подотраслях бывшего ВПК, как авиационная, космическая, атомная и др. По подсчетам чл.-корр. РАН С.Ю.Глазьева, потери России вследствие неэквивалентного характера современного рыночного обмена составили около 300 млрд. долл.

Оценка активов по стоимости приобретения в условиях изменения общего уровня цен

Влияние этого фактора проявилось в обесценивании основного капитала приватизируемых российских предприятий и в то же время в переоценке чистой отдачи от финансовых активов.

Отметим, что оценка основных фондов приватизируемых предприятий России происходила уже в условиях открытой экономики, что неизбежно приобретало характер международных сопоставлений. В этой связи приведем высказывание видного отечественного экономиста Я.Б.Кваши. Проводя сопоставление капитальных вложений в бывшем СССР и США, он писал: «общепризнано, что с возрастом средства труда те-

ряют относительно меньше в производительности, чем в стоимости, и что отношение остаточной производительности функционирующих средств труда к первоначальной значительно больше, чем отношение остаточной стоимости основных фондов (капиталов) к полной их стоимости». «Поэтому при международных сопоставлениях производственных мощностей предпочтительнее оперировать полной их стоимостью, а не остаточной»¹⁵ [15].

Однако изменение стоимости российского капитала произошло не только по причине оценки основного капитала по остаточной стоимости без учета инфляции, но также в результате разделения хозяйственных единиц, определявших ранее концентрацию капитала на основе производственной интеграции хозяйственных структур, на отдельные предприятия. Образование новых хозяйственных субъектов сопровождалось ликвидацией управленческих, снабженческих, сбытовых, плановых и других организаций, которые относились к инфраструктуре, в рамках которой функционирующие активы приобретали стоимость. Разрушение значительной части горизонтальных и вертикальных хозяйственных связей фактически означало «декапитализацию» российских активов, так как не учитывало то обстоятельство, что капитализация предприятия может быть сопоставима с его восстановительной стоимостью, только в том случае, если его активы встроены в функционирующую экономическую систему.

Слабая спецификация прав собственности на капитал как институциональное ограничение роста рыночной стоимости российских активов

Современная неинституциональная трактовка прав собственности, признавая делимость собственности на частичные правомочия, открывает возможность извлекать полезность из каждого правомочия в отдельности, а, следовательно, повышать стоимость (ценность) капитальных активов. В основе разделения прав собственности - спецификация прав собственности – т.е., четкое определение и защита полномочий на выбор способов использования экономических благ, что является предпосылкой повышению рыночной стоимости активов, посредством включения их в полноценный рыночный оборот. В начале XX в. это центральное ныне понятие экономической теории прав собственности было воспринято неинституционализмом у представителей англосаксонской традиции трактовки категории собственности и отразило прогрессивную тенденцию разделения (дифференциации) прав собственности на частичные правомочия в условиях усложнения организационно-правовых форм хозяйственной деятельности. В результате в странах, законодательно демонстрировавших приверженность этой традиции, права инвесторов оказались лучше защищены, как следствие фондовые рынки более развиты. Все вместе это оказало в конечном итоге благо-

¹³ Николаев А.Б. Теория трудовой стоимости и современность. - М.: Междунар.отношения, 2003, с. 91,92.

¹⁴ Некипелов А.Д. Очерки по экономике посткоммунизма.М.: ЦИСН Миннауки России, 1996, с.176.

¹⁵ Кваша Я.Б. Избранные труды: В 3т. / Я.Б.Кваша; Ин-т экономики. - М.: Наука,2003. Т.2: Капитальные вложения и воспроизводство основных фондов, с. 190.

творное влияние на рост стоимости капитала в этих странах¹⁶ [16].

Российское законодательство традиционно ориентировано на континентальную трактовку прав собственности как единых и неделимых имущественных прав. В России права собственности на капитал субъектов всех уровней хозяйствования слабо специфицированы, размыты, а сфера отношений собственности в результате не стала еще предпосылкой и результатом образования и эффективного использования капитала, возникновения новых комбинаций активов и их стоимостного роста. Так, права собственности на активы даже самых крупных компаний – интегрированных бизнес-групп (ИБГ) размыты между малоизвестными офшорными компаниями, номинальными держателями акций, предприятиями и физическими лицами, которые стремятся использовать эмиссию акций в основном как инструмент перераспределения или сохранения собственности, а не роста их стоимости.

Однако именно слабая дифференциация прав собственности, что проявилось, в частности, в неразделенности собственности и управления в крупно-корпоративном секторе российской экономики, сыграла определенную роль в становлении и развитии большинства официально зарегистрированных финансово-промышленных групп (ФПГ), позволяя решать задачи консолидации, структурирования активов, концентрации ресурсов на наиболее эффективных по их критериям направлениях¹⁷ [17]. Таким образом, проявление этого обстоятельства является еще одним косвенным подтверждением нашей гипотезы об институциональном ограничении роста стоимости российского капитала.

В результате в российской экономике возрастают объемы капитальных благ, но по-прежнему недопустимо мало активов, имеющих адекватную рыночную оценку и рыночное обращение – в виде ценных бумаг или непосредственно капитальных ценностей¹⁸. Все большая доля активов, которые имеют ликвидную форму, приобретают рыночную стоимость и обращаются на зарубежных фондовых рынках. В 2003- 2004 годах свыше 70% всех привлеченных российскими компаниями средств за счет выпуска акций и облигаций были мобилизованы за рубежом. Кредитный рынок для компаний реального сектора России сегодня уже на 20% представлен трансграничными кредитами иностранных банков, а долгосрочные кредиты инвестиционного типа иностранных банков занимают около половины рынка¹⁹ [18].

Таким образом, размытость прав собственности на капитал, слабая их спецификация ведет к тому, что в

российской экономике создаются новые производственные фонды, но этот процесс не сопровождается существенным ростом рыночной стоимости российского капитала.

Определение факторов конструктивного влияния на капитализацию российских активов сегодня должно происходить с использованием категории особого экономического пространства, которое обеспечивает реальное использование капитальных активов, в котором возникают новые комбинации капитальных благ, уславливаются их взаимосвязи, в результате чего это пространство создает капитал.

В условиях перехода от отраслевого принципа размещения производства к территориальному, а именно – к региональному, таким экономическим пространством становится – *регион*. Капитализация российских активов в этой связи все более зависит от качества производственной и иной инфраструктуры, высокоорганизованной урбанизированной среды региона, т.е. среды, в которую встроены эти активы.

Ситуации, когда конкурентоспособность регионов в значительной мере определяет уровень капитализации национальных активов, на наш взгляд, соответствует задаче формирования *модели предпринимательства в условиях регионализации экономического пространства*. Целевая функция такой модели – создание регионов, которые в состоянии принять и освоить мобильные в постиндустриальный период активы на основе создания правил игры, тиражирования бизнес-схем, формирования бизнес-среды региона.

В качестве главного компонента такой модели выделим способность предпринимательства создавать опорные регионы как узлы развития новой экономики, центры запуска крупных инновационных проектов, создания инновационной инфраструктуры, на полномасштабное развитие которых у федерального правительства и региональных администраций пока нет необходимых ресурсов. В России уже сегодня появляются регионы, бизнес-сообщества которых претендуют на роль лидеров в процессе преобразования хозяйственного пространства страны. Так, Урало-Западно-сибирский экономический район осуществляет геопроект «Стратегическая матрица Урала», суть которого составляет реализация единой стратегии развития и капитализации Уральского региона.

Вместе с тем этой модели пока еще не соответствует пространственная организация России, которая сегодня не способствует принятию и адекватной оценке стоимости капитальных активов. Потери от неэффективного по критериям «новой» экономики размещения капитала составляют 2,5- 3% ВВП в год²⁰ [19]. Повышение эффективности размещения капитала в связи с реализацией модели предпринимательства в условиях регионализации экономического пространства зависит от выбора *модели развития российской экономики*.

Основная цель такой модели – показать, какого типа экономика должна быть создана в России, какова долгосрочная и устойчивая система приоритетов национального развития. Одним из приоритетов модели развития российской экономики должен стать рост стоимости национальных активов с учетом изменения функций и свойств капитала в постиндустриальный

¹⁶ Взаимосвязь этой особенности трактовки частных прав собственности и роста стоимости капитала, принадлежащего экономически развитым странам раскрыта в работе: Де Сото Э. Загадка капитала. Почему капитализм торжествует на Западе и терпит поражение во всем остальном мире./ Пер. с англ.- М.: ЗАО «Олимп – бизнес», 2001.

¹⁷ Цветков В. Вопросы интеграции обрабатывающей индустрии. – Экономист, 2005, №1, с. 16.

¹⁸ По мнению экспертов Всемирного банка, раскрытие реальной, а не формальной структуры собственников способно увеличить капитализацию российских активов в разы. GYT. RU от 09.09.2004.

¹⁹ Подробно о признаках «разрушения» капитальной базы страны см. Ивантер А. Как создать капитал. – Эксперт, 2005, №1-2, с.60- 72.

²⁰ Княгинин В, Щедровицкий П. От роста к развитию. – Эксперт, 2005, №5, с. 48.

период. К этим изменениям следует отнести: функционирование не только в вещественно-денежной, но и в форме прав на финансы, технологии, информацию, а также в форме человеческого капитала; снижение доли физического капитала и рост доли нематериальных активов в совокупном объеме капитала; генерация потоков инноваций с вовлечением все меньших по объемам запасов капитала.

Важнейшим инструментом реализации долгосрочной стратегии капитализации российских активов должно стать формирование государственных программ, во-первых, рыночной дооценки всего капитального имущества России, включая земельные отводы, минерально-сырьевые и биологические запасы, др. природные факторы с учетом их реальных объемов и рыночной стоимости; во-вторых, развития рынка капитала как условия повышения капитализации российских компаний, во-вторых, дифференциации прав собственности на капитал (в том числе диверсификация акционерной собственности).

В заключение отметим, что выявленные приоритеты в области капитализации российских активов могут повлиять на выбор промышленной политики, определение целей и ориентиров реформирования российской экономики на завершающем этапе и в целом на разработку стратегии инновационной модернизации российской экономики и общества.

Литература

1. Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж. Инвестиции / пер.с англ.-М.:ИНФРА-М,1997.
2. Булатов А.С. Особенности капиталообразования в России. – Вопросы экономики, 2001, №3.
3. Евстигнеева Л.П., Евстигнеев Р.Н. Вопросы экономической трансформации в России. М.: МНИИПУ, 1998.
4. Плышевский Б.П. Первоначальное накопление капитала – тенденции и проблемы. - Экономист, 2000, №8.
5. Теория капитала и экономического роста. / Анализ альтернативной теории капитала // Под ред. С.С.Дзарасова. М.: Изд-во МГУ, 2004.
6. Ясин Е.Г. Нерыночный сектор: структурные реформы и экономический рост.- М.: ГУ ВШЭ, 2004.
7. Райская Н., Сергиенко Я., Френкель А., Стабильное развитие экономики и инвестиционный спрос. – МЭиМО, 2004, №11.
8. Инвестиционная модель России. – МэиМО, 2003. №11.
9. Чернышев С. Страна, не стоящая почти ничего. – Эксперт, 2004, №44.
10. Быков Б. Проишествие в Мексиканском автобусе.- Эксперт, 2004, №45.
11. Гришанков Д., Кабалинский Д./Шесть процентов новой экономики. - Эксперт, 2004, №37.
12. Маркс К. Капитал. Критика политической экономии. Т.2. М., Политиздат, 1969.
13. Николаев А.Б. Теория трудовой стоимости и современность.- М.: Междунар.отношения, 2003.
14. Некипелов А.Д. Очерки по экономике посткоммунизма.М.: ЦИСН Миннауки России, 1996.
15. Кваша Я.Б. Избранные труды: В 3т. / Я.Б.Кваша; Ин-т экономики. – М.: Наука,2003. Т.2: Капитальные вложения и воспроизводство основных фондов.
16. Де Сото Э. Загадка капитала. Почему капитализм торжествует на Западе и терпит поражение во всем остальном мире./ Пер. с англ.- М.: ЗАО «Олимп –бизнес», 2001.
17. Цветков В. Вопросы интеграции обрабатывающей индустрии. – Экономист, 2005, №1.
18. Ивантер А. Как создать капитал. -Эксперт, 2005, №1-2.
19. Княгинин В, Щедровицкий П. От роста к развитию. – Эксперт, 2005, №5.
20. Плышевский Б.П. Частный капитал:образование и особенности. – Экономист, 2004, №1.
21. Плышевский Б.П. Частный и государственный капитал: проблема взаимоотношений. - Экономист, 2004, №6.
22. Евстигнеева Л.П., Евстигнеев Р.Н. Самоидентификация России и формирование нового регионального союза. – Вопросы экономики, 2004, №10.
23. Булатов А.С. К вопросу о трансформации сбережений в инвестиции.-Деньги и кредит, 2003, №4.

Малова Татьяна Алексеевна