


**Економіко-математичні  
методи і моделі  
прогнозування**



**Шумська С.С.**, канд. екон. наук  
Інститут економічного прогнозування НАН України

**КАПІТАЛІЗАЦІЯ І ЗРОСТАННЯ ЕКОНОМІКИ:  
ЕКОНОМЕТРИЧНІ ОЦІНКИ ВЗАЄМОЗВ'ЯЗКУ**

*Представлено аналіз емпіричних досліджень впливу індикаторів фінансового розвитку на ВВП. Розглянуто основні фактори, що визначають особливості цих взаємозв'язків. Зроблено статистичні оцінки взаємозв'язку капіталізації і темпів зростання української економіки.*

Формування єдиного світового фінансового середовища як одного із проявів активізації глобалізаційних процесів неможливе без стрімкого розвитку національних фінансових ринків, адже сьогодні вони є не тільки їх рушійною силою, але значною мірою уже й наслідком. Підвищення ролі коштів, залучених через фондові ринки (серед усіх фінансових ресурсів), у розвитку як традиційних, так і нових виробництв, і той вплив, що справляють на темпи розвитку економіки фінансові ринки загалом, привертають увагу до них усіх без винятку країн, незалежно від ступеня інтеграції у світовий фінансовий простір. Для України, що демонструє впродовж останніх років високі темпи економічної динаміки, розширення її фінансових можливостей через розвиток вітчизняного фондового ринку є надзвичайно актуальним питанням не тільки з погляду приєднання до світової спільноти й відкриття шляхів доступу до зовнішніх ресурсів, але, що більш важливо, – це є вирішенням завдання пошуку додаткових внутрішніх джерел, які б і надалі забезпечували стабільні темпи економічного зростання, особливо у контексті переходу до інвестиційно-інноваційної моделі розвитку.

Отже, в аспекті дослідження впливу фінансових факторів на темпи зростання економіки одним із першочергових постає завдання визначення ролі і місця у даному процесі фінансових ринків, оцінки їх вкладу в економічний підйом країни. І якщо фінансовий розвиток приводить до прискорення економічного зростання, то знайти емпіричне підтвердження у світовій практиці й окреслити можливі шляхи посилення дії цього чинника на розвиток української економіки є метою даної статті.

Аналізу взаємозв'язків, що існують між ВВП і показниками фінансового розвитку країни, присвячено чимало робіт, причому досліджується як прямиий, так і опосередкований (наприклад, через інвестиції) вплив на показники



валового випуску. Так, оцінюється щільність зв'язку з одного боку між темпом змін реального випуску (фізичного обсягу) на душу населення (CAP); темпом змін реального ВВП на душу населення (GDP); інвестиціями як частки від ВВП (INV) та з іншого – індикаторами фінансового розвитку країни. Серед них найуживанішими є показники, що характеризують: обсяг грошей високої ліквідності – готівки чи інших грошових агрегатів (LILI); обсяг кредитування приватного сектору (CREDIT); ринкову капіталізацію як відсоток ВВП чи відношення її до обороту фондового ринку (SMC).

До найбільш масштабних і відомих робіт у цьому напрямку за останні десять років слід віднести, зокрема, дослідження Кінга та Левайна (King, Levine) 1993 р. [1]. Проаналізувавши масив інформації 80 країн світу за період 1960–1989 рр., вони зробили висновок, що гроші високої ліквідності (LILI) і кредит приватному сектору (CREDIT) мають значний позитивний вплив на ВВП (CAP) та інвестиції (INV). У праці Фернандеза і Галетовіца (Fernandez, Galetovic) результати були отримані після статистичної обробки вибірки по 79 країнах за 1960–1989 рр. і засвідчили, що (LILI) строго позитивно корелює із (INV) [2]. Наявність сильного зв'язку між (INV) і (CREDIT) відзначали у 1995 р. Де Грегоріо і Гуїдотті (De Gregorio, Guidotti), які зробили статистичне оцінювання інформації по 98 країнах за 1960–1985 рр. [3]. У 1998 р. Левайн і Зервос (Levine, Zervos) включили в огляд 47 країн за період 1976–1993 рр. і зробили висновок, що і кредит, і ринкова капіталізація мають значний вплив на випуск, тобто як між (CAP) і (CREDIT), так і між (CAP) і (SMC) щільність зв'язку є великою [4].

Особливу увагу привертає дослідження російських вчених, які оцінювали вплив фінансового розвитку на економічне зростання через аналіз динаміки ВВП і показника "приватний кредит приватному сектору" (що являє собою сумарні зобов'язання приватних нефінансових установ приватним кредиторам, віднесені до обсягу ВВП). Вони виявили, що підвищення показника на один відсотковий пункт відповідає (за інших рівних умов) додатковому економічному росту 0,15% у рік. У Росії за 2001–2002 рр. було зафіксовано прискорення зростання показника приватного кредиту до рівня 2,8% у рік, а це означає, на їх думку, що вклад розвитку фінансового ринку в економічне зростання за останній період може оцінюватись у 0,4% [5].

Перелік праць можна продовжувати, оскільки дослідження ведуться у різних напрямках, по різних групах країн, і в аналіз включаються різні показники. Переважна їх більшість підтверджує значний вплив індикаторів фінансового розвитку на ВВП та інвестиції. Як приклад можна навести результати дослідження [6], проведені експертами по групі країн ОЕСР, що представлені у табл. 1, 2.

Розглядаючи індикатори фінансового розвитку: гроші високої ліквідності – готівку та кошти банків і небанківських установ, що за першої вимоги можуть бути обмінені на готівкові (як відсоток від ВВП); обсяг кредитів приватному сектору, наданих депозитними банками (як відсоток від ВВП); капіта-



лізацію фондового ринку, розраховану згідно з капіталізацією компаній, включених до лістингу (як відсоток від ВВП), – експерти досліджують різні канали їх впливу на темпи змін реального ВВП. Окрім традиційного, через інвестиції (капітальні вкладення в основні фонди), аналізуються й інші канали, зокрема, через вкладення у технічні інновації, покращення ефективності інвестиційного процесу, оптимальне розміщення ресурсів, людський капітал. (Більш детально аналізуються різні канали впливу на економічну активність у праці Бассаніні, Скарпетта і Хеммінгса (Bassanini, Scarpetta, Hemmings) [7].)

Таблиця 1

Рівень кореляції між інвестиціями та індикаторами фінансового розвитку, оцінений для деяких країн світу

|                | Гроші високої ліквідності (1970–1997) | Кредити депозитних банків приватному сектору (1970–1997) | Капіталізація фондового ринку (1976–1997) |
|----------------|---------------------------------------|--|---|
| Австралія      | 0,94**                                | 0,91**   | 0,87**                                    |
| Австрія        | 0,88**                                | 0,90**   | 0,92**                                    |
| Бельгія        | 0,73**                                | 0,83**   | 0,92**                                    |
| Великобританія | 0,93**                                | 0,96**   | 0,96**                                    |
| Греція         | 0,32                                  | -0,34  | 0,36                                      |
| Данія          | 0,86**                                | -0,10  | 0,88**                                    |
| Іспанія        | 0,27                                  | 0,62**   | 0,87**                                    |
| Італія         | -0,77**                               | -0,57**  | 0,76**                                    |
| Канада         | 0,90**                                | 0,95**   | 0,92**                                    |
| Нова Зеландія  | 0,46*                                 | 0,83**   | 0,70                                      |
| Норвегія       | -0,38*                                | 0,19   | 0,04                                      |
| Нідерланди     | 0,54**                                | 0,80**   | 0,92**                                    |
| Німеччина      | 0,73**                                | 0,85**   | 0,76**                                    |
| США            | -0,21                                 | 0,66**   | 0,91**                                    |
| Фінляндія      | -0,23                                 | -0,02  | -0,28                                     |
| Франція        | 0,08                                  | 0,86**   | 0,94**                                    |
| Швеція         | -0,81**                               | 0,31**   | 0,70                                      |
| Швейцарія      | 0,78**                                | 0,92**   | 0,79**                                    |
| Японія         | 0,93**                                | 0,97**   | 0,86**                                    |

\*\* та \* відповідно, 1 та 5% рівні значимості.

Джерело: [див. 6].

Таблиця 2

Вплив на ВВП та інвестиції індикаторів фінансового розвитку по групі країн ОЕСР

| Індикатор                                    | Оцінка вкладу 1-відсоткового зростання індикатора на відсоткову зміну: |                           |                   |       |
|--|--|---------------------------|-------------------|-------|
|  | Інвестиції   | ВВП на душу населення     |                   |       |
|  |  | через інвестиційний канал | через інші канали | разом |
| Кредити депозитних банків приватному сектору | 0,02   | 0,05                      | 0,07              | 0,11  |
| Капіталізація фондового ринку                | 0,06   | 0,07                      | 0,26              | 0,33  |



Джерело: [див. 6].

Дані табл. 1 підтверджують велику роль фінансових ресурсів, яку вони відіграють в активізації економічної діяльності. Високі (прямують до 1) показники кореляції грошових коштів, банківських кредитів, ринкової капіталізації з інвестиціями як рушійної сили економічного розвитку, вказують на можливі шляхи прискорення економічної динаміки. Зрозуміло, що для різних країн інструментарій та механізми будуть різними, однак табл. 2 вказує на дуже цікаву закономірність, яка варта уваги для кожної з них, у тому числі й для України. Йдеться про більш значний ефект дії показника ринкової капіталізації, оскільки його вклад у зростання ВВП перевищує в три рази ефект від кредитних вкладень.

Закономірно виникає питання – які фактори визначають існування значного впливу капіталізації<sup>1</sup> на економічне зростання? Пошук відповіді на нього лежить у площині відмінностей, що існують між країнами як у фінансовому розвитку, так і в рівнях розвитку загалом. Так, першим фактором, який має ключове значення у нашому дослідженні є **вид організації фінансової структури економіки**. Якщо фінансова система країни орієнтована на фондовий ринок, то й відповідно роль капіталізації на економічне зростання буде більш значною, ніж у країнах, орієнтованих на банківську систему. Підтвердження цієї гіпотези можна знайти, зокрема, у табл. 1, де коефіцієнт кореляції між інвестиціями та показником ринкової капіталізації, наприклад, для США (що є типовою ринково-орієнтованою країною) дорівнює 0,91, що вище, ніж коефіцієнт кореляції між інвестиціями та банківським кредитом (дорівнює 0,66). Для Японії, де ключова роль належить банківській системі, більш значущим є зв'язок між інвестиціями і кредитними вкладеннями (0,97), аніж інвестиціями і капіталізацією фондового ринку (0,86).

Чи є інші емпіричні тому підтвердження? Так, зокрема, Блек і Моерсч (Black, Moersch) на статистичній базі, яка характеризує 24 країни і охоплює 1965–1992 рр., досліджували вплив кредиту (CREDIT) і капіталізації (SMC) на інвестиції (INV) [8]. Вони довели, що зв'язок між кредитними вкладеннями та інвестиціями для країн із фінансовою системою, орієнтованою на розвиток банківського сектору (Німеччина, Японія), є більш сильним, ніж зв'язок між (SMC) і (INV). А для країн із розвиненими фінансовими ринками (США, Швеція) більш значним є вплив на інвестиції (INV) показників капіталізації (SMC).

Варто зазначити, що поділ країн на дві групи за орієнтацією фінансового розвитку (ринково орієнтовані *stock-market-based system* чи орієнтовані на банківський сектор *bank-based system*) є досить-таки умовним, оскільки дослідники, використовуючи різні критерії, роблять свої акценти під час

<sup>1</sup> Варто підкреслити, що на даному етапі дослідження ми не робимо різниці між капіталізацією фондового ринку і капіталізацією економіки, хоча вважаємо, що між ними є принципова різниця, особливо для країн перехідної економіки та країн, що розвиваються.



дослідження, причому одні й ті ж експерти за різної глибини аналізу можуть відносити фінансові системи одних і тих самих країн до різних груп. Так, наприклад, Котаро Тсуру (Kotaro Tsuru), аналізуючи фінансовий розвиток країн ОЕСР та деяких країн Азії [9], відносить до країн:

*орієнтованих на розвиток фондового ринку*, США, Великобританію, Канаду, Австралію, Мексику, Туреччину, Гонконг, Малайзію, Сінгапур;

*орієнтованих на розвиток банківської системи*, Бельгію, Францію, Грецію, Італію, Португалію, Іспанію, Австрію, Німеччину, Фінляндію, Норвегію;

*перехідної системи*, Ірландію, Нову Зеландію, Таїланд, Нідерланди, Японію, Корею, Швейцарію, Швецію, Філіппіни.

До останньої групи віднесено країни, які важко класифікувати, адже такі з них, як Японія, Нідерланди, Швеція, Швейцарія, мають високо розвинуту банківську систему і перебувають сьогодні на етапі переходу до фондово-орієнтованої фінансової системи.

Країни перехідної системи з останньої групи Деміргус-Кант та Левайн (Demirgus-Kunt, Levine) за композитним індексом, побудованим на основі фінансових індикаторів (у тому числі й показника, що характеризує "важливість" ринку цінних паперів порівняно із банківською системою (табл. 3)), класифікували таким чином: Японія, Ірландія, Нова Зеландія – це країни, орієнтовані на банківський сектор, а Корея, Нідерланди, Швеція, Швейцарія, Філіппіни, Таїланд – це країни, де у фінансовій системі ключову роль сьогодні

Таблиця 3

Фінансовий розвиток окремих країн ОЕСР та Азії

|                | Ринкова капіталізація / ВВП (=М) 1990–1995 | Активи депозитних банків / ВВП (=В) 1990–1995 | Індекс важливості фондового ринку відносно банківської системи (=М/В) | ВВП на душу населення, тис. дол. США (=GDP per capita) 1990–1995 |
|----------------|--|---|---|--|
| Австралія      | 0,71                                       | 0,77  | 0,93  | 14,3   |
| Канада         | 0,59                                       | 0,66  | 0,9   | 17,3   |
| Великобританія | 1,13                                       | 1,16  | 0,97  | 11,8   |
| США            | 0,8  | 0,73  | 1,09  | 19,4   |
| Бельгія        | 0,36                                       | 1,18  | 0,30  | 14,5   |
| Франція        | 0,33                                       | 1,02  | 0,32  | 15,2   |
| Греція         | 0,15                                       | 0,41  | 0,36  | 6,6  |
| Італія         | 0,17                                       | 0,74  | 0,22  | 11,5   |
| Мексика        | 0,32                                       | 0,24  | 1,32  | 3,0  |
| Нідерланди     | 0,69                                       | 1,12  | 0,61  | 14,0   |
| Австрія        | 0,12                                       | 1,26  | 0,10  | 13,2   |
| Німеччина      | 0,24                                       | 1,21  | 0,20  | 16,6   |
| Японія         | 0,79                                       | 1,31  | 0,60  | 15,7   |
| Швейцарія      | 0,98                                       | 1,77  | 0,55  | 19,5   |
| Індія          | 0,28                                       | 0,34  | 0,81  | 0,4  |
| Гонконг        | 1,96                                       | 1,49  | 1,32  | 10,5   |
| Малайзія       | 2,01                                       | 0,82  | 2,47  | 2,6  |
| Сінгапур       | 1,37                                       | 0,95  | 1,43  | 11,2   |



Джерело: [див. 9].

відіграє фондовий ринок [10]. Для нашого дослідження важливим є той момент, що експерти, використовуючи різні підходи, підкреслюють наявність кореляції між фінансовими показниками, побудованими індексами (які тим чи іншим чином характеризують капіталізацію економіки) та індикаторами розвитку країни та ВВП.

У цьому аспекті варто відзначити, що для кожної країни, в залежності від її особливостей та етапу розвитку, більш сприятливою може виявитись як "банківська" так і "фондова" орієнтація. Так, по-перше, експерти підкреслюють зв'язок між архітектурою фінансового ринку і структурою економіки: банківська система має переваги там, де переважають невеликі фірми, а "фондова" – там де домінують великі підприємства. По-друге, на початкових стадіях розвитку перевагу, як правило, має банківська система, адже діяльність банків менш чутлива до якості інституційного середовища (банки мають відносно більше можливостей зібрати інформацію про діяльність підприємств і проконтролювати використання ними коштів), а тому й лівова частка фінансового посередництва під час переходу до ринку лягає на банки. Надалі країни з більш розвинутою правовою базою та міцними ринковими інститутами можуть отримати додатковий імпульс до розвитку уже через ринки капіталу [див. 5].

Отже, залишивши в даній статті осторонь дискусії, які точаться стосовно того, який вид організації фінансової системи кращий з точки зору економічного розвитку країни [11], виділимо ще одну важливу закономірність, що тісно пов'язана з факторами, які характеризують вплив капіталізації (капіталізація сама по собі є одним із показників економічного зростання) на економічне зростання, і яку теж можна виділити окремим фактором. Йдеться про те, що ті країни, яким вдалося створити **ефективний механізм захисту конкуренції і прав інвесторів, ефективне інституційне середовище**, досягли найбільших успіхів у підвищенні капіталізації. Досвід США, Великобританії, Швейцарії та Нідерландів, які найактивніше розвивали свої фінансові системи у минулому столітті, є найкращим підтвердженням даного висновку – їх ринки (наприклад, у 1999 р. порівняно з 1913 р.) збільшились у 2–4,7 раза (капіталізація як відсоток від ВВП у США зросла із 39 до 182, у Великобританії – із 109 до 204, у Швейцарії – із 58 до 268, у Нідерландах – із 56 до 177), і вони демонструють стабільні темпи економічного зростання [12].

Важливість сучасних ринкових інститутів та їх розвитку демонструє також досвід Чехії та Польщі, які в 90-х рр. ХХ ст. мали схожу економічну динаміку, але різний підхід до розвитку фондового ринку. Так, у Чехії швидкий розвиток ринку акцій – за відсутності будь-яких фінансових регуляторів – був результатом масової приватизації. Польща ж, що пішла шляхом створення незалежного регулюючого органу (який активно втручався в діяльність



фондового ринку за найменших підозр у порушеннях), випередила Чехію у капіталізації в три рази [див. 12].

У табл. 4 наведено приклади динаміки змін ВВП і капіталізації тих країн, які приділяли значну увагу розвитку своїх фінансових ринків. Аналіз даних показує, що за дуже невеликий період 1997–2000 рр. (навіть за умов негативного впливу світової фінансової кризи) країни, в яких активно розвивався ринок цінних паперів, досягли високих результатів у економічному розвитку. Так, Франція, Китай, Польща, збільшивши за цей період свій ринок більше ніж у два рази, отримали, відповідно, 10,8%, 24,7% і 13,5% зростання реального ВВП.

Таблиця 4

Динаміка змін ВВП і капіталізації економіки окремих країн світу у 1998–2000 рр.\* (індекс змін, %)

| 1997                               | 1998  | 1999  | 2000  | Країна              | 1997                      | 1998  | 1999  | 2000  |
|------------------------------------|-------|-------|-------|---------------------|---------------------------|-------|-------|-------|
| Ринкова капіталізація <sup>1</sup> |       |       |       |                     | Реальний ВВП <sup>2</sup> |       |       |       |
| 100                                | 118,9 | 147,1 | 133,6 | США                 | 100                       | 104,3 | 108,6 | 113,1 |
| 100                                | 147,0 | 218,8 | 214,5 | Франція             | 100                       | 103,4 | 106,7 | 110,8 |
| 100                                | 132,6 | 173,6 | 153,9 | Німеччина           | 100                       | 102,0 | 103,8 | 107,0 |
| 100                                | 119,8 | 120,5 | 137,7 | Швейцарія           | 100                       | 102,4 | 104,0 | 107,1 |
| 100                                | 118,9 | 146,9 | 129,1 | Великобританія      | 100                       | 103,0 | 105,2 | 108,4 |
| 100                                | 112,1 | 160,3 | 281,5 | Китай               | 100                       | 107,8 | 115,5 | 124,7 |
| 100                                | 47,1  | 162,5 | 167,7 | Естонія             | 100                       | 104,6 | 103,9 | 111,4 |
| 100                                | 113,4 | 116,0 | 167,1 | Латвія              | 100                       | 104,8 | 107,7 | 115,1 |
| 100                                | 168,6 | 243,7 | 257,8 | Польща              | 100                       | 104,8 | 109,1 | 113,5 |
| 100                                | 150,8 | 134,2 | 156,7 | Республіка Словенія | 100                       | 103,8 | 109,2 | 114,2 |
| 100                                | 16,1  | 56,3  | 30,4  | Російська Федерація | 100                       | 95,1  | 100,2 | 109,3 |
| 100                                | 15,5  | 30,6  | 51,3  | Україна             | 100                       | 98,1  | 97,9  | 103,5 |

<sup>1</sup> Ринкова капіталізація компаній, включених до лістингу.

<sup>2</sup> В цінах 1995 року.

\* Розраховано за даними Світового Банку.

Грунтовний аналіз статистичних даних щодо взаємовпливу капіталізації і темпів росту країни, розрахунки еластичності цих взаємозв'язків засвідчують, що реакція на різних проміжках часу є неоднаковою і результат визначається не тільки вищеназваними факторами, які в принципі є ключовими, а й залежить значною мірою й від *рівня розвитку й багатства країни*.

Результати економетричного аналізу залежності темпів зростання ВВП від капіталізації економіки, проведеного нами для різних груп країн, підтверджують, що у групі економічно розвинутих країн цей статистичний зв'язок є більш тісним і значущим, ніж у групі країн з перехідною економікою та країн, що розвиваються. Проводилась перевірка як номінальних, так і реальних показників на різних інтервалах часового проміжку 1992–2002 років. У табл. 5 представлено коефіцієнт детермінації, який характеризує щільність зв'язку



між показниками: 1) реального ВВП і капіталізації фондового ринку економіки (індекси змін), що оцінювались на інтервалі з 1997 р. по 2002 р.; 2) ринкової капіталізації (як відсоток від ВВП) і ВВП на душу населення в цінах 1995 р. на проміжку 1992–2002 років.

Таблиця 5

Оцінки взаємозв'язків "ВВП – капіталізація" для окремих країн світу\*  
(коефіцієнт детермінації  $R^2$ )

| Країна               | (1997– 2002) | (1992– 2002) |
|----------------------|--------------|--------------|
| США                  | 0,8098       | 0,8579       |
| Великобританія       | 0,5780       | 0,9859       |
| Франція              | 0,7580       | 0,9003       |
| Німеччина            | 0,6220       | 0,8505       |
| Нідерланди           | 0,4692       | 0,8502       |
| Італія               | 0,6214       | 0,8243       |
| Китай                | 0,8300       | 0,8314       |
| Латвія               | 0,9592       | 0,8130       |
| Хорватія             | 0,4600       | 0,6280       |
| Польща               | 0,9138       | 0,5315       |
| Угорщина             | 0,2539       | 0,4764       |
| Естонія              | 0,1520       | 0,2721       |
| Словацька Республіка | 0,0762       | 0,1651       |
| Російська Федерація  | 0,2205       | 0,0913       |
| Румунія              | 0,0206       | 0,0747       |
| Литва                | 0,3802       | 0,0690       |
| Україна              | 0,1390       | 0,1949       |

\* Розраховано за даними Світового Банку.

Так, хоча Латвія, Польща, Росія, Литва і зробили більший крок уперед за останні роки (ніж за весь виділений період аналізу) у розвитку своїх фінансових ринків, однак цього ще недостатньо. Однією з причин виявлених закономірностей є також і той факт, що у високорозвинутих країнах у ринковий обмін (зокрема, через фондові ринки) залучено значно більший обсяг ресурсів, ніж у країнах з перехідною економікою, тобто рівень капіталізації багатства в них є вищим. А чим вищим є обсяг ресурсів, залучений в обмін на ринках (чим більше активів матеріальних та нематеріальних сек'ютиризовано), тим більш продуктивно використовується накопичене багатство країни, тим вищий рівень доходу на душу населення. Якщо ж дохідність багатства зростає, то й збільшуються стимули до подальшого його накопичення, підвищуються темпи зростання багатства і доходу [див. 12].

Варто підкреслити, що тільки одного розуміння існуючих взаємозв'язків явно недостатньо, **необхідно** не тільки виділяти існуючі тенденції й закономірності (див. табл. 1–5), але й **враховувати ефект дії вищезазначених факторів під час формування стратегії економічного розвитку країни**.

Важливість даного висновку добре розуміє Китай, який за десять років збільшив капіталізацію своєї економіки з 2 до 331 млрд. дол. США. На кінець





2002 р. Китай значно випередив сусідню Росію, і особливо це помітно по показниках розвитку ринку акцій: на фондових біржах Китаю торгували акціями 1224 компанії, Росії – 180; капіталізація фондових ринків складала відповідно 460 та 102,6 млрд. дол. США (до ВВП це 37% та 29%) [13]. Серед причин такого ривка фахівці називають велику увагу, що приділяли у Китаї, створенню відповідної інституціональної структури та підготовці кваліфікованих кадрів.

Ринок України є невеликим як у абсолютному так і у відносному вимірі. За даними *Standard & Poor's* на кінець 2003 р., Україна (показники розраховуються за даними ПФТС) серед нових незалежних держав, що віднесені до розділу *Frontier*<sup>2</sup>, посідала друге місце за рівнем зростання індексу (після Литви) та 4 місце – за рівнем капіталізації (після Хорватії, Румунії та Словенії) [14]. Однак, якщо подивитись на показник капіталізації відносно ВВП (табл. 6), то Україна буде останньою в переліку – лише 9,7%. Низькою також є активність на ринку – середньомісячний обсяг торгів акціями 8,8 млн. дол. США є найнижчим серед наведених у таблиці, більш того, він зменшився, порівняно із минулим 2002 р., коли досягав 10,56 млн. дол. США.

Таблиця 6

Фондовий ринок країн, які входять до Frontier Market у 2003 р.

| Показник / країна                                    | Україна | Румунія | Словенія | Хорватія | Болгарія | Литва  | Естонія | Латвія |
|--|---------|---------|----------|----------|----------|--------|---------|--------|
| Капіталізація, млн. дол. США                         | 4302,9  | 5877,9  | 5492,5   | 6481,0   | 1755,1   | 3510,2 | 3790,4  | 1140,8 |
| Відношення капіталізації до ВВП, %                   | 9,7     | 12,9    | 25,3     | 28,1     | 10,9     | 24,7   | 57,5    | 12,8   |
| Середньомісячний обсяг торгів акціями, млн. дол. США | 8,8     | 36,9    | 43,9     | 19,8     | 16,4     | 16,5   | 47,1    | 12,1   |

Дані: S&P, World Bank та ПФТС  
Джерело: приводиться за [див. 14].

Галузева структура капіталізації вітчизняного фондового ринку є дуже неоднорідною. Левова частка належить лідерам, загальна ринкова капіталізація яких перевищує 1 млрд грн., це – 4 галузі промисловості: зв'язок – 8486,74 млн. грн., металургія – 6447,29 млн. грн., електроенергетика – 4590,57 млн. грн., паливна промисловість – 2096,73 млн. гривень. У списку двадцяти найбільших за капіталізацією емітентів станом на 31.12.2003 р. перейшли рубіж 1 млрд грн. тільки: Укртелеком (8487 млн. грн.), Нікопольський завод феросплавів (2101 млн. грн.), Укрнафта (2096 млн. грн.) і Маріупольський металургійний комбінат ім. Ілліча (1391 млн. грн.) [див. 14].

<sup>2</sup> *Frontier markets* – ринки, які є невеликими у порівнянні з *Emerging markets* (ринків, що розвиваються).

Незважаючи на ряд негативних факторів, що вплинули на стан фондового ринку України у 2003 р., існування позитивних тенденцій, серед яких: продовження росту економіки; розширення спектру фінансових інструментів (поява муніципальних облігацій та інвестиційних сертифікатів пайових інвестиційних фондів); ухвалення нормативних актів ДКЦПРФ та НБУ, спрямованих на розвиток ринку боргових цінних паперів України, та позитивні очікування внаслідок ухвалення парламентом ряду законів, що сприяють появи нових груп інвесторів та фінансових інструментів на ринку цінних паперів України, – привело до зростання капіталізації до 25,6 млрд. грн. (рис. 1).

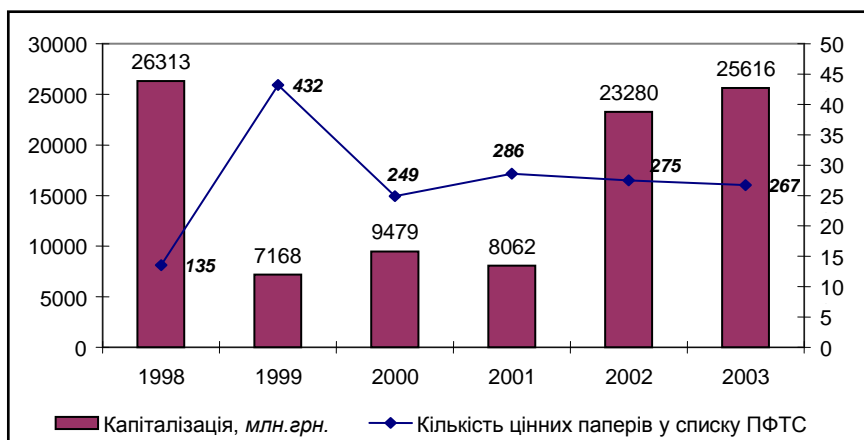


Рис. 1. Динаміка капіталізації та кількості цінних паперів у списку ПФТС у 1998–2003 рр.

Джерело: дані ПФТС.

Однак прогнозні оцінки<sup>3</sup> рівня капіталізації української економіки до 2015 р. (зроблені на основі показника ринкової капіталізації фондового ринку) свідчать, що з погляду забезпечення високих темпів економічного зростання, уже сьогодні мова має йти про прискорене збільшення капіталізації, оскільки за збереження існуючих тенденцій впродовж 10 років відношення капіталізації до ВВП буде не зростати, а падати (рис. 2). Наші сусіди підтримують іншу тенденцію, так, наприклад, Польща, Чехія, Росія уже у 2002 р. мали вищі показники (відповідно 15,3%, 22,8%, 35,8% від ВВП), причому Росія за п'ять років збільшила у 5 разів співвідношення капіталізації до ВВП із 7,3% у 1998 р. до 35,8% у 2002 році.

Низький сьогодні (відносно ВВП та у порівнянні з іншими країнами) рівень капіталізації України можна пояснити незначною роллю, яку до цього часу відігравав в економічному розвитку країни ринок цінних паперів. Аналіз

<sup>3</sup> Зрозуміло, що представлений прогноз є малоімовірним і з точки зору динаміки ВВП, оскільки темпи зростання можуть бути меншими ніж сьогодні, і занадто песимістичним щодо розвитку вітчизняного ринку цінних паперів.



структури інвестицій в основний капітал за джерелами інвестування (де ключовою – більше 60% – залишається частка власних коштів підприємств та організацій) підтверджує, що фондовий ринок не став рушійним важелем розвитку інвестиційного процесу та ВВП. Ситуація дещо покращилась у 2003 р. – активізація ринку була, серед багатьох інших факторів, відображенням зростання інвестиційного попиту підприємств та масового залучення інвестицій через механізм фондового ринку. Воно виявилось у збільшенні обсягів випусків акцій з метою залучення реальних коштів (у порівнянні з 2002 р. зростання на 4,71 млрд. грн. до 11,9 млрд. грн.) та у зміні структури торгів організованого ринку цінних паперів, де частка корпоративних цінних паперів у загальному обсязі торгів зросла з 27,5% до 84,9% (zareєстровано 169, порівняно із 108 у 2002 р., випусків корпоративних облігацій на загальну суму 4,2 млн. грн.) [див. 14]. Однак, ці позитивні зміни, на жаль, ще не стали тенденцією – уже за першу половину 2004 р. спостерігалось зменшення частки витрат, освоєних за рахунок коштів інвестиційних фондів у загальному обсязі капіталовкладень до 1,2% (у I півріччі минулого 2003 р. – 3%) [15].

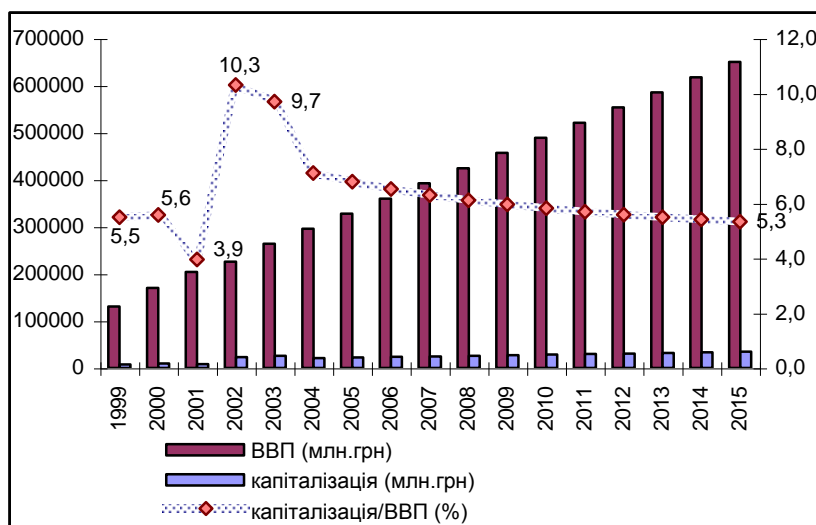


Рис. 2. Капіталізація України: фактичний стан та прогноз до 2015 р.

Отже, низький очікуваний у 2015 р. рівень капіталізації України є прогнозом продовження існуючої тенденції повільного, нестабільного розвитку ринку, а за відсутності реальних кроків у його зростанні цілком імовірно може бути й зниження співвідношення капіталізації до ВВП до рівня 5,3 (навіть нижчого, ніж 9,7, що був на кінець 2003 р.).

Це означає, що вплив капіталізації на ВВП як фінансового чинника економічного розвитку України залишатиметься й надалі дуже незначним, тобто ми **втрачаємо додатковий фактор прискорення економіки**, який для більшості країн світу, як було показано вище, є одним із ключових.



Сьогодні у розвитку вітчизняної економіки, як свідчать дані табл. 7, головну роль серед фінансових факторів відіграють ресурси грошово-кредитного ринку. Економетричне дослідження впливу індикаторів фінансового розвитку України на обсяг валового випуску базувалося на аналізі взаємозв'язків між показниками, серед яких були відібрані: ВВП; обсяг інвестицій в основний капітал; грошовий агрегат М1 (готівка в обігу та переказні кошти<sup>4</sup>); обсяг кредитних вкладень в економіку комерційними банками; ринкова капіталізація фондового ринку.

Таблиця 7

Оцінка впливу індикаторів фінансового розвитку України на ВВП і обсяг інвестицій (коефіцієнт детермінації  $R^2$ )

|                                      | Інвестиції | ВВП    |
|--------------------------------------|------------|--------|
| Грошовий агрегат М1                  | 0,9984     | 0,9658 |
| Обсяг кредитних вкладень в економіку | 0,9743     | 0,8945 |
| Капіталізація фондового ринку        | 0,1205     | 0,0524 |

Результати статистичного оцінювання даних на часовому проміжку 1996–2003 рр. відображають, *по-перше*, ситуацію, що склалася реально в Україні – саме грошово-кредитний ринок сьогодні підтримує нарощування випуску продукції і зростання економіки. Високі значення коефіцієнта детермінації показують значний вплив грошей ( $R^2=0,9658$ ) та кредитної підтримки банківським сектором ( $R^2=0,8945$ ) розвитку сектора реального, причому як офіційної, так і тіньової його діяльності. У розвитку інвестиційного процесу ключовими, знову ж таки, є грошові ресурси домашніх господарств та суб'єктів господарювання ( $R^2=0,9984$ ), а не кошти, залучені через фондовий ринок ( $R^2=0,1205$ ), та ресурси сектора небанківських фінансових установ. Роль банків зростає – їх частка у структурі інвестицій в основний капітал за джерелами інвестування збільшилась із 0,8 у 1999 р. до 8,2% у 2003 р., відповідно, коефіцієнт детермінації становить 0,9743.

*По-друге*, недооцінка ринку цінних паперів (з погляду формування чинників економічного зростання) призвела в Україні до ситуації, що сьогодні його вклад у розвиток національної економіки (зокрема у ВВП) є дуже незначним ( $R^2=0,0524$ ). Зважаючи на результати емпіричних досліджень [див. 1–9] впливу індикаторів фінансового розвитку на ВВП, очевидним є висновок щодо необхідності включення у стратегію економічного розвитку України завдання підвищення капіталізації фондового ринку, адже вклад саме цього фактора у прискорення темпів економічної динаміки (як свідчить світовий досвід – див. табл. 2) є значно вищим, ніж вклад банківського сектора економіки.

<sup>4</sup> Переказні кошти – кошти, які за першої вимоги можуть бути переведені у готівкові.

В аспекті нарощування темпів економічного зростання, і це хотілося б окремо підкреслити, недостатньо робити акцент тільки на збільшенні капіталізації фондового ринку, адже вона є лише наслідком, результатом цілого комплексу заходів. Йдеться про те, що **капіталізація має розглядатися в широкому розумінні**, тобто варто аналізувати капіталізацію економіки як процес, а не тільки як індикатор стану національного ринку цінних паперів на певну дату [16]. У такому випадку на перший план, окрім розширення ресурсної бази, виходять також питання формування інституційного середовища, відповідних ринкових інструментів та механізмів, що в кінцевому підсумку, як доводить світова практика, буде сприяти збільшенню капіталу і ВВП країни, нарощуванню темпів економічного зростання.

Крім того, капіталізація економіки виступає індикатором фінансової ефективності економіки, що характеризує здатність включати в ринковий обіг існуючу вартість, тобто перетворювати багатство (вартість) у капітал, який буде приносити прибуток. За такого підходу з'являються широкі можливості визначення потенціалу капіталізації, пошуку резервів росту і можливих шляхів їх активізації.

З цією метою, використовуючи можливості регресійного апарату, розглянемо економетричну модель, що дозволяє оцінити як впливають на темпи економічного зростання окремі заходи, спрямовані на збільшення капіталізації економіки. В модель включено змінні, що характеризують відсоток зміни показника до попереднього року, відповідно, *GDP\_PR* – реального ВВП, *FR\_TORGY\_PR* – обсягів торгів на фондовому ринку, *INV\_OK\_PR* – обсягів інвестицій в основний капітал, *K\_BS\_PR* – статутного капіталу банківської системи.

$$GDP\_PR = 0,12 * FR\_PORGY\_PR + 0,43 * INV\_OK\_PR + 0,29 * K\_BS\_PR.$$

(0,1219)
(0,0730)
(0,0769)

$$R^2 = 0,81; DW = 1,91.$$

Статистичні характеристики рівняння та константи біля змінних свідчать, що обрані показники мають позитивний вплив на оцінювану змінну. Отже, активізація діяльності фондового ринку (збільшення обсягів торгів, наприклад, як відображення покращення кон'юнктури); спрямування додаткових коштів на інвестиції (зокрема, у капітальне будівництво і придбання машин та обладнання); підвищення капіталізації вітчизняної банківської системи (збільшення статутного капіталу комерційних банків) у цілому приводять до покращення економічної динаміки. Найбільший вплив на ВВП мають сьогодні інвестиційні вкладення, але із впровадженням додаткових заходів у розбудові національного ринку цінних паперів та банківської системи можливе посилення і їх вкладу.

Варто наголосити, що сприятливий ефект на економічну динаміку і на розвиток країни у цілому виявляється лише за умови розвитку фінансового ринку на конкурентній основі. Штучне "наповнення" ресурсами може не тіль-



ки не дати очікуваного результату, а й призвести до протилежних наслідків [див. 5]. В Україні, як і в інших країнах перехідної економіки, підвищення показника капіталізації ще не означає додаткового фінансування інвестицій, оскільки фондовий ринок не орієнтований на виконання інвестиційної функції (що частково й пояснює відносно слабкий вплив капіталізації на економічне зростання).

Загалом, підводячи підсумки наведених емпіричних досліджень, слід виділити кілька висновків, яких дійшли фахівці, аналізуючи зв'язок між ВВП та індикаторами фінансового розвитку. *По-перше*, цей зв'язок має двосторонній характер, тобто, окрім встановленої причинно-наслідкової залежності економічного росту від фінансового розвитку, варто брати до уваги, що й зростання ВВП, у свою чергу, дає поштовх для розширення фінансового ринку. *По-друге*, вплив фінансових показників, як свідчать численні дослідження, може виявлятися не відразу, а отже, й ефект дії тих чи інших чинників не варто "прив'язувати" до конкретного року. *По-третє*, з погляду забезпечення економічного зростання важливим є не тільки узагальнені показники фінансового розвитку, а і його структурні характеристики. *По-четверте*, для забезпечення стабільно високих темпів росту недостатньо розвивати тільки один елемент фінансової системи – фондовий ринок, банківську систему чи сектор небанківських фінансових установ, за можливості необхідно підтримувати всі її складові, що створюватиме сприятливі умови розвитку для різних складових економіки та підвищуватиме ефективність посередництва за рахунок конкуренції [див. 5].

Які ж сьогодні існують шляхи збільшення впливу капіталізації на зростання економіки для України? Перш за все, як уже наголошувалось, необхідно створити умови для ефективного залучення всіх можливих складових національного багатства у ринковий обіг. А це у свою чергу вказує на необхідність створення ефективного інституційного середовища, забезпечення ефективного механізму захисту конкуренції і прав інвесторів. Дуже важливою в цьому аспекті є роль держави, адже саме за її активної діяльності щодо виконання функцій, пов'язаних з формуванням правової системи (для підтримання і полегшення функціонування ринкової системи), так і економічних функцій, що поліпшують і змінюють функціонування ринку, може бути забезпечена ефективність самого процесу капіталізації економіки. За умови забезпечення необхідного рівня контролю та моніторингу надзвичайно важливим є розширення існуючих та впровадження нових інструментів, що будуть привабливими як для фінансових посередників, так і для населення й суб'єктів господарювання. Довіра до нових фінансових інструментів, фінансових посередників і загалом до національного фінансового ринку визначатиметься значною мірою рівнем прозорості та доступності інформації, а також цілеспрямованою політикою (агітацією та роз'ясненням) їх значимості для України.



Кошти, що можуть бути акумульовані в результаті впровадження усього вищезазначеного комплексу заходів, стануть важливою часткою фінансових ресурсів, яких так не вистачає вітчизняній економіці на переході до інноваційно-інноваційної моделі розвитку. Отже, підвищення капіталізації є шляхом не тільки розбудови внутрішньої фінансової системи, а й засобом вирішення завдання щодо підтримки високих темпів економічного зростання та переходу до іншої, більш прогресивної моделі розвитку України.

### **Література**

1. *Kihg R.G. and R.Levine* (1993), "Finance and growth: Shumpeter might be right", *Quarterly Journal of Economics*, August.
2. *Fernandez D.G. and A.Galetovic* (1994), "Shumpeter might be right – but why? Explaining the relation between finance, development and growth", School of Advanced International Studies, the Johns Hopkins University and Departamento de Ingenieria Industrial, Universidad de Chile, 14 August.
3. *De Gregorio J. and P.E. Guidotti* (1995), "Financial development and economic growth", *World Development*, Vol. 23, № 3, pp. 433 – 448.
4. *Levine R. and S.Zervos* (1998), "Stock markets, banks, and economic growth", *American Economic Review*, June, pp.537 –558.
5. *Анюхина С.* Финансовое развитие обеспечивает рост ВВП // *Экономика России: XXI век.* – 2004. – №14.
6. *M.Leahy, S.Schich, G.Wehinger, F.Pelgrin and T.Thorgeirsson.* "Contributions of financial systems to growth in OECD countries", *Economics Department Working Papers* № 280.
7. *Bassanini A., S.Scarpeta and P.Hemmings* (2001), "Economic growth: The role of policies and institutions. Panel data evidence from OECD countries", *OECD Economics Department Working Papers* No.283, Paris.
8. *Black, S.W. and M. Moersch* (1998), "Financial structure, investment, and economic growth in OECD countries", Chapter 7 in *Competition and Convergence in Financial Markets* Collection: *Advances in Finance, Investment and Banking*, North-Holland.
9. *Tsuru K.*, (2000), "Finance and growth: some theoretical considerations, and a review of the empirical literature", *OECD Economics Department Working Papers* № 228, Paris.
10. *Demirguc-Kunt A. and R.Levine* (1999), "Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Cross-Country Comparisons", *World Bank*.
11. *Levine R.*(2000), "Bank-based and market-based financial systems: which is better?", *Finance Department, Carlson School of Management, University of Minnesota*, mimeo, January.
12. *Гуриев С., Сонин К.* Богатство и рост // *Эксперт.* – 2003. – № 24. – С. 40–46.
13. *Шаринов Д.* Падение китайской стены // *Эксперт.* – 2003. – № 22. – С. 62.
14. *ПФТС.* Річний звіт за 2003 рік – <http://www.pfts.com.ua>
15. *Моніторинг* макроекономічних та галузевих показників / Міністерство економіки та з питань європейської інтеграції України. – 2004. – № 8. – С. 107.
16. *Шумська С.С.* Капіталізація економіки України: оцінка та резерви зростання // *Економічна теорія.* – 2004. – № 3.