

## ЕКОНОМІКА ТА ОРГАНІЗАЦІЯ ВИРОБНИЦТВА

УДК 336.767:330.322

В.В. Дергачова

### РОЗВИТОК ФОНДОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ ЯК СКЛАДОВОЇ НАЦІОНАЛЬНОЇ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ПОЛІТИКИ

#### Вступ

Досвід розвинутих країн свідчить про те, що вагомий вклад у розвиток національної інвестиційної політики з метою залучення до реального сектора економіки вільних грошових ресурсів інвесторів робить фондовий ринок, ефективно функціонування якого сприяє залученню, концентрації та перерозподілу інвестиційних ресурсів на користь як перспективних галузей взагалі, так і окремих підприємств. Національна економіка в умовах інтеграції в сучасне світове господарство не може бути конкурентоспроможною без розвинутого ринку цінних паперів. Україна нині проходить складний історичний період державного становлення. Розвиток ефективного і дійового фондового ринку є важливим етапом завершення трансформації національної економіки. Високий потенціал промисловості і сільськогосподарства, наявність природних ресурсів та інфраструктури є підґрунтям для перспектив становлення й розвитку вітчизняного фондового ринку, який формально існує вже понад п'ятнадцять років (з часу прийняття Закону України "Про цінні папери та фондову біржу"). Але процес інституційного становлення, набуття необхідних якісних параметрів ринку ще далеко не завершено. Все це актуалізує проблеми виведення фондового ринку України на конкурентні позиції щодо світових фінансових ринків, здійснення докорінних перетворень у технології організації та програмно-апаратному забезпеченні вітчизняних фондових бірж, а також підвищення їх конкурентоспроможності.

Наукове обґрунтування функціонування ринку цінних паперів є необхідною умовою розвитку механізмів реалізації національної інвестиційної політики. Дослідженням проблем формування, розвитку і вдосконалення ринку цінних паперів займається багато українських науковців. Напрямки їх досліджень дуже різноманітні. Це праці, присвячені проблемам становлення [1, 2] і шляхам удосконалення фондового ринку України [3, 4], особливостям [5, 6] та перспективам [7, 8] розвитку вітчизняного ринку цінних паперів.

Розглядаються також дещо вузчі проблеми фондового ринку перехідного типу: інвестиційні ризики [9], ринок акцій [10], регіональні фондові ринки [11] тощо. Втім, на сьогодні актуальними залишаються дослідження у сфері розвитку ефективно функціонуючого ринку цінних паперів як джерела фінансування технологічного оновлення та структурно-інноваційних перетворень у реальному секторі національної економіки. Важливість такого напрямку досліджень зумовлена значенням ринку цінних паперів для трансформаційної економічної системи і його роллю в забезпеченні її фінансовими ресурсами, необхідними для розвитку реального сектора економіки.

В умовах обмежених можливостей самофінансування підприємств (відсутності нагромаджень, низького рівня прибутків, знецінення амортизаційних відрахувань) проблемою подальшого динамічного розвитку національної економіки стає недостатність фінансування відтворювального процесу, заснованого на новітніх досягненнях технологічного прогресу. В економічній ситуації, що склалася в Україні, розвиток ринку цінних паперів, за допомогою якого можуть бути забезпечені умови для залучення інвестицій на підприємства, має розглядатись як один із реальних способів подолання інвестиційного спаду та направлення значних фінансових ресурсів у промисловість. Інакше кажучи, фондовий ринок як механізм переміщення коштів від інвесторів до емітентів сприятиме ринковому перерозподілу капіталів і направленню їх до сфер найефективнішого використання.

З огляду на все це, першими заходами щодо розвитку фондового ринку України має бути підвищення якості ресурсної бази підприємств-емітентів, що позначиться на рівні їх потенціальної ринкової капіталізації на національних і міжнародних фондових майданчиках. Для цього необхідно подолати депресію ресурсної бази національної економіки послідовним реформуванням її балансової системи [12], що забезпечить підвищення інтересу потенціальних інвесторів до вітчизняного фондового ринку і посилить його конкурентоспроможні позиції на міжнародних фондових ринках. Чому саме балансової системи? Тому що якраз система фінансових балансів має індикатори стану вітчизняної ресурсної бази (основних фондів), який у розвинутих країнах є ключовим показником національного розвитку. Основні положення і напрямки такого реформування було запропоновано автором у дисертаційній роботі.

### Постановка задачі

Мета даної статті полягає у визначенні альтернативних джерел фінансування відтворювального процесу в реальному секторі національної економіки в умовах знецінення амортизаційних відрахувань і недостатнього їх нагромадження в межах національної інвестиційної політики шляхом розвитку фондового ринку України, а також підвищення його конкурентоспроможності в міжнародній кредитно-фінансовій системі.

### Економічні і історичні передумови знецінення ресурсної бази національної економіки

У національній економіці знецінення фінансових балансів товарного виробництва виражається у скороченні оборотних засобів, дефіциті власних інвестиційних ресурсів, моральному і технічному старінню основних фондів та втраті конкурентних позицій багатьох галузей вітчизняного господарства. Знецінення ресурсної бази може тривалий час відбуватися на фоні позитивної динаміки основних показників економічного розвитку (зростання валового продукту, стабільності національної валюти і відсутності дефіциту бюджету), про що свідчать показники міжнародних порівнянь [13].

В економічній і фінансовій літературі головні показники розвитку національної економіки пов'язуються з індикаторами Систем національних рахунків (СНР), в основі яких лежить стандартизована система, схвалена Статистичною комісією ООН. Поява першої стандартизованої СНР ООН у 1968 р. не випадкова. Це були часи, коли інтереси трансграничного капіталу, зорієнтовані на реалізацію принципів вільної торгівлі, стикалися з реаліями захисту національних інтересів з боку провідних країн світу. Тому в 1950 р. США, переживаючи ревальвацію долара до його дійсного паритету під впливом післявоєнного відновлення економік і валютних систем Німеччини, Японії та інших країн, твердо відмовилися від умов ГАТТ, сформованих на переговорах у Женеві в 1947 р. У 1971 р. президент США Р. Ніксон прийняв безпрецедентну програму підтримання долара і скасував його розмір на золото. Це означало, що США стали на шлях емісії та стимулювання власного експорту без будь-яких гарантій щодо забезпечення долара в міжнародних кредитах. Після цього в 1973 і 1978 рр. вибухнули світові нафтові кризи, наслідком чого стали гігантські обсяги трансграничного капіталу (не по-

в'язаного з національною територією), здатні викликати валютні, фондові та цінові деформації світового ринку, а також нагромаджувати прибутки в одній країні, а збитки – в іншій.

Саме в цей складний період відбувається розпад колоніальної системи світу – провідні країни-виробники втрачають як дешеві ринки сировини, так і величезні ринки збуту. Трансграничний капітал (так звані “нафтодолари”), що виріс у геометричній прогресії, шукає сприятливі умови для свого подальшого зростання, для чого йому потрібні були орієнтири для вливання в ту чи іншу економіку. Створення міжнародних правил обліку і звітності спрямовуються на збереження цих орієнтирів. Контроль за динамікою ВВП у Системах національних рахунків слаборозвинутих країн (колишніх колоній) дає орієнтири розвинутих країнам (колишнім метрополіям) для розміщення надлишкового трансграничного капіталу. Контроль же за станом фінансових балансів – справжнього сховища ресурсів і капіталу національних економік – міжнародними правилами обліку та звітності не передбачається, що позбавляє слаборозвинуті країни можливості об'єктивно оцінювати свої активи і власні позиції в процесах глобалізації світового розвитку. В таких умовах Франція, Великобританія, США та ряд інших країн зберігають власні СНР, зорієнтовані на індикатори саме фінансових балансів [14]. На жаль, радянська економічна наука залишила такий історичний поворот без уваги. У той період економіка СРСР працювала в закритому режимі і була зорієнтована тільки на марксистську теорію додаткової вартості. Так у сучасній СНР склалися подвійні стандарти: у розвинутих країнах національним багатством вважається наявність активів економіки, а в Україні та на всьому пострадянському просторі національне багатство асоціюється з експлуатацією активів і пов'язується тільки з валовим внутрішнім продуктом. Тому головні орієнтири економічного розвитку цих держав націлено на збільшення ВВП.

За своїм економічним змістом ВВП пов'язаний з обліком активів вітчизняних підприємств, які під впливом інфляції перебувають у депресії (тобто знецінені). Але міжнародний стандарт СНР не має відповідних індикаторів або коригуючих коефіцієнтів щодо стану національних активів. Депресія активів видається за дефіцит грошей в економіці, що створює широкі можливості для відкритої та прихованої емісії грошей.

В економіці активів, притаманній розвинутих країнам сучасного світу, головні орієнтири національного розвитку, крім ВВП, націлені на підвищення вартості і якості національних активів, для характеристики стану яких вітчизняна статистика надає досить широкий набір фінансових індикаторів. Для компенсації інфляційних наслідків депресії активів вживаються заходи щодо вибіркової емісії активів економіки: через амортизаційну політику та гнучку систему переоцінки. Активні заходи щодо відновлення вартості і якості національних активів можна відзначити в діяльності Франкліна Делано Рузвельта у США, Людвіга Ерхарда в Німеччині та Шарля де Голля у Франції. Такі заходи посідають важливе місце в сучасній політиці США, країн ЄС і багатьох інших провідних економіках світу.

Так, неадекватність валової економіки потребам міжнародної конкурентоспроможності стала однією з базових причин розпаду СРСР і всієї соціалістичної системи. Національна економіка Радянського Союзу мала закритий характер і була націлена на валові орієнтири зростання продуктивності праці та прибутку. Титули власності на активи економіки із загального обороту вилучались, оскільки власник був один – держава. Ціни товаровиробників теж регулювалися державою. Все це нібито слугувало підвищенню міжнародної конкурентоспроможності країни, оскільки захищало баланси економіки від негативних курсових, інфляційних та інших впливів іззовні. Але штучна природа економічного середовища СРСР, у свою чергу, створювала і штучний характер її міжнародної економічної безпеки та стабільності – радянська національна балансова система відчувала депресію національних активів. Однією з важливих причин цього стала податкова ідеологія економічної діяльності, орієнтована, як і сучасна, на валові результати. Підприємства віддавали в доход бюджету майже весь прибуток (за винятком невеликих фондів виробничого і соціального розвитку, а також матеріального заохочення). При цьому держава під свої бюджетні потреби створювала, знову ж таки, штучний обсяг прибутку, всіляко занижуючи норми витрат на реновацію основного капіталу. Дефіцит інвестиційних процесів і, як наслідок, амортизаційних активів при інтенсивному технологічному змаганні з розвинутими країнами (в космічній галузі, гонці озброєнь) весь час зростав, що тримало національну економіку в стані постійного недоінвестування. Централізовані капітальні вкладення частково компенсували дефіцити відтворення ресурсної бази економіки, але

їх було недостатньо. Національна балансова система відреагувала на це латентною схованою інфляцією, коли плани підвищення продуктивності праці виконувалися масовим переходом до випуску дедалі більш ресурсомістких і дорогих виробів. За відсутності офіційної інфляції вимивалася номенклатура дешевих товарів. На руках у населення накопичувалися доходи, не забезпечені товарною масою. Національна валюта реально знецінювалась. У такий спосіб відбулася деградація фінансових балансів національної економіки, що, в свою чергу, спричинилося до депресії її активів. Таким чином, маючи один із досить високих показників темпів зростання ВВП у світі, ми прийшли до сумних наслідків, коли балансова вартість багатьох великих українських компаній стала меншою від їх річного прибутку.

Проблема знецінення системи фінансових балансів набула вже хронічного характеру і не має простого вирішення через механічний перерахунок їх вартості на підвищення за допомогою використання цільової індексації чи офіційного індексу-дефлятора. В умовах нестабільності економіки і ревальвації курсу національної валюти цей індекс штучно занижується, що зумовлено дешевим споживчим імпортом, зниженням ефективності експорту та залежністю від світового ринку енергоносіїв. А енергія (у будь-якому прояві: електроенергії, нафти, газу, бензину, вугілля) – це універсальний товар, наявність якого в будь-якому іншому товарі або послуді є обов'язковою. Цей факт разом з критичною залежністю від імпортних поставок енергоресурсів, надмірною енергомісткістю вітчизняного виробництва і загальною світовою тенденцією до зростання цін на первинні види палива стає причиною штучного заниження індексу реальної інфляції.

Таким чином, реальна вартість активів національної економіки знижується через підвищення вартості ресурсів, які необхідно купувати за ринковими поточними цінами для здійснення виробничого циклу. А в межах чинного законодавства прийнятий порядок індексації вартості активів національної економіки та існуючої схеми їх амортизації не дають можливості проводити не тільки розширене, але й просте відтворення.

Своєчасні заходи щодо відтворення активів – передумова для відновлення ресурсної бази національної економіки та зміцнення економічної безпеки держави і на цій основі – підвищення довіри інвесторів, що є основними факторами забезпечення та утримання конкурентних позицій країни на міжнародних фондових ринках.

### **Інвестиційний потенціал амортизації як економічного ресурсу розвитку фондового ринку України**

Стан основних фондів як економічного ресурсу розвитку фондового ринку України має надзвичайно високу залежність від національної амортизаційної політики. Про значення інвестицій в активи реального сектору економіки в межах національної інвестиційної політики країни в умовах нерозвинутого вітчизняного фондового ринку свідчить те, що найбільший приріст продукції в період становлення незалежної економіки України одержали виробництва, які інвестували в основний капітал більше за інших: підприємства зв'язку, паливно-енергетичного та металургійного комплексів. Для порівняння – середньорічні капіталовкладення в економіку протягом 1995–2003 рр. здійснювалися на рівні 24% від обсягів 1990 р. у промисловість у цілому – 27%, тоді як розвиток зазначених галузей (підприємства зв'язку, паливно-енергетичного і металургійного комплексів) забезпечувався капіталовкладеннями, що порівняно з 1990 р. становили 79, 44 і 48%, відповідно [15, с. 659–668].

Обсяги іноземних інвестицій останнім часом зросли: станом на 1 березня 2007 р. вони становили суму в 211,89 млрд дол. (для порівняння – інвестиції в економіку Росії тільки в 2007 р. дорівнювали 52 млрд дол.). Обсяги інвестицій в основний капітал на кінець 2006 р. становили 125,2 млрд грн. Однак деяке поживлення інвестиційної діяльності, що спостерігається нині в українській економіці, ще не можна вважати за надійну базу для забезпечення стабільного фінансування розвитку й оновлення, оскільки, по-перше, воно йде від безпрецедентно низької бази, що стало результатом занепаду інвестиційної діяльності в роки ринкових перетворень в економіці України, по-друге, це поживлення поки що є тенденцією, яка не перетворилася в закономірність такого розвитку процесу інвестування, а по-третє, не ліквідовано фундаментальні недоліки національної економіки, серед яких зношеність виробничого апарату реального сектору економіки, що є найтяжчим та найвагомим проявом передкризового стану економіки.

Відомо, що сучасна економіка перевантажена морально і фізично застарілою технікою та будівлями, що негативно відображається на технічному і структурному стані наявних фондових нагромаджень і є наслідком ще радянської інвестиційної політики, яка протягом багатьох десятиріч знижувала ефективність нагромадження основного капіталу і продукувала регресивні тенденції в економіці в цілому. За останні 25 років,

що передували встановленню державності в Україні, середньорічні капіталовкладення номінально зросли в 3,6 раза, балансова оцінка засобів праці збільшилася в чотири рази, а її динаміка – у п'ять разів, тоді як фондвіддача в цей час знизилася наполовину, а ще 25% капіталовкладень втрачалося у зв'язку із збільшенням строків капітального будівництва та прихованою інфляцією [15, с. 659–668].

Таким чином, найбільш відчутними негативними передумовами для сучасного етапу трансформації вітчизняної економіки були наслідки “радянської моделі” капіталоутворення, тобто послідовне і тривале згортання амортизаційних процесів, уповільнення обсягів введення нових та ліквідації спрацьованих основних фондів, постійне перевищення нормативних строків їх служби і збільшення фізичного та морального зносу.

Сучасна модель амортизаційної політики тільки сповільнює технічне оновлення матеріальної бази економіки. Так, протягом 1997–2003 рр. середня норма амортизації основних фондів, обумовлена вітчизняним законодавством, у перерахунку на лінійну становила 13%, що передбачало списання авансованої вартості протягом 7,7 року. Коефіцієнт введення основних фондів скоротився з 9,8 до 4,3%, а коефіцієнт ліквідації застарілих – знизився з 2,5 до 1,5%; середній строк експлуатації основних фондів підвищився з 37 до 43 років, рівень їх фізичного і морального зносу досяг критичного рівня [15, с. 659–668]. За останні чотири роки в правовому полі в цьому сегменті економічної політики не було позитивних зрушень, тому на сьогодні стан ресурсної бази національної економіки має такі самі тенденції розвитку, що підтримується і закріплюється політичною кризою у владі.

Таким чином, діюча амортизаційна практика протидіє цілям національної інвестиційної політики і її продовження матиме негативні наслідки для розвитку національного фондового ринку в подальшій перспективі. Мало того, що амортизаційних ресурсів катастрофічно не вистачає, вони ще й знеособлені при поверненні на підприємства у вигляді виторгу від реалізації, і тому часто відволікаються на оборотні потреби у зв'язку із зростаючими дефіцитами коштів, тобто для цілей розширеного відтворення, відновлення і модернізації устаткування на підприємствах реального сектору національної економіки утворюється постійно зростаючий дефіцит коштів. До того ж, бюджет нашої країни протягом всього часу реформ приховано запозичує кошти з активів економіки для створен-

ня штучного рівня рентабельності за допомогою облікової політики відносно основного капіталу і його амортизації. Саме цим викликаний хронічний інвестиційний голод у більшості галузей національної економіки, неконкурентоспроможність вітчизняних товаровиробників і все більше згортання національних позицій на ринку високих технологій.

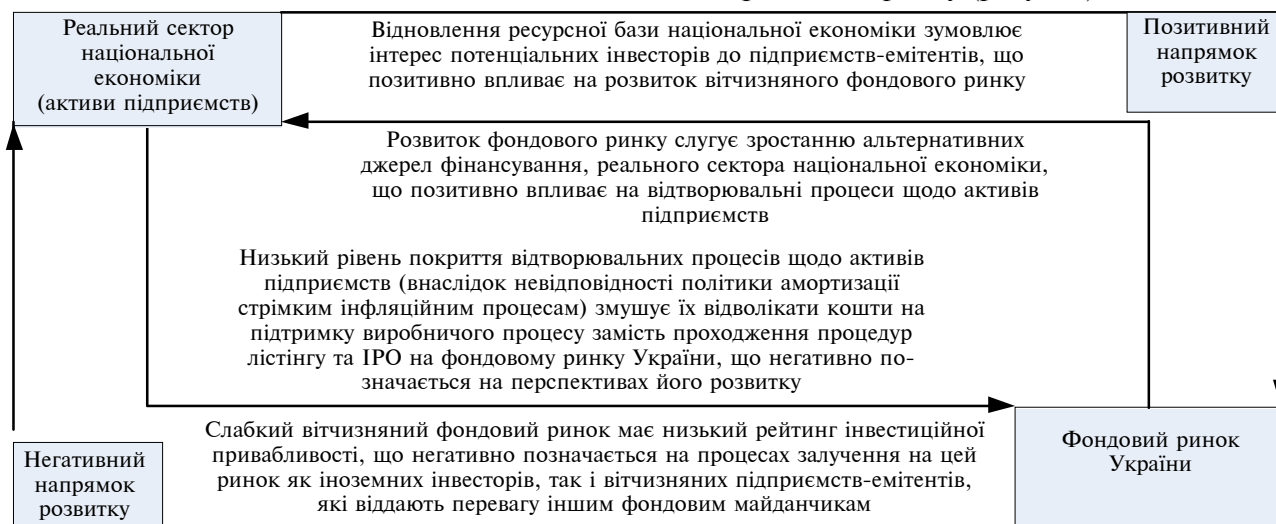
Нині конкурентоспроможність розвинених країн ґрунтується насамперед на конкуренції їх активів. Стан і якість ресурсної бази економіки є основою високих темпів їх розвитку. Знецінення фінансових балансів економіки під впливом інфляції компенсується в розвинених країнах регулярним перерахунком вартості активів, але вся різниця криється в його методології, тобто переоцінка національних активів має іншу ідеологію, що переносить акценти в реновації активів із трудових ресурсів на матеріальні і нематеріальні виробничі активи як основу ефективною зайнятості населення. Важливим інструментом тут є амортизаційна політика, яка має розвинуте законодавство і поширюється на всі види активів: основний і фінансовий капітал, інтелектуальні ресурси, венчурний капітал тощо. Тому відповідність амортизаційних нормативів реальним умовам відтворення (при певному ефекті випередження) є важливим елементом державної амортизаційної політики, що врівноважує об'єктивні інвестиційні потреби економіки з можливостями розвитку фондового ринку.

Таким чином, на сучасному етапі розвитку національної економіки пріоритетною задачею для розвитку вітчизняного фондового ринку має стати не тільки стимулювання національної інвестиційної політики, але й налагодження механізму відшкодування та відновлення активів економіки. Значущість амортизаційної політики як фактора національної інвестиційної політи-

ки треба розглядати за двома основними параметрами: у кількісному аспекті – як найбільш масштабне джерело фінансування основних фондів, а також в якісному – як напрямок розвитку фондового ринку України та оновлення його елементів, один з вагомих важелів економічного впливу держави на фінансовий стан суб'єктів господарювання, інвестиційний розвиток та ефективність національної економіки в цілому. Отже, амортизаційна складова інвестиційної політики поки ще не вичерпала свого потенціалу і підлягає системному реформуванню.

### Проблеми і перспективи розвитку фондового ринку України як складової національної інвестиційної політики

В умовах невідповідності діючої політики амортизації стрімким інфляційним процесам низький рівень покриття відтворювальних процесів у реальному секторі національної економіки змушує підприємства відволікати кошти на підтримку виробничого процесу замість проходження процедур лістингу та IPO на фондовому ринку України (оскільки це досить затратна процедура). До того ж, такі підприємства навіть якби і розмістили свої акції на ринку цінних паперів, то внаслідок відсутності до них інтересу з боку потенціальних інвесторів були б змушені пройти процедуру делістинга, що негативно позначилося б на їх репутації. Розвиток же вітчизняного фондового ринку сприяє зростанню додаткових джерел фінансування реального сектора національної економіки, що позитивно впливає на відтворювальні процеси в цьому секторі, а це, в свою чергу, викликає інтерес потенціальних інвесторів до підприємств-емітентів і позитивно впливає на розвиток вітчизняного фондового ринку (рисунк).



Взаємозалежність стану фондового ринку і реального сектора національної економіки

Отже, сталий, стабільно функціонуючий ринок цінних паперів є одним із чинників, який може поліпшити інвестиційний клімат у країні, сприятиме залученню й перерозподілу інвестиційного капіталу в найперспективніші сфери економіки. Фондовий ринок є важливим елементом мобілізації національних заощаджень і трансформації їх в інвестиційні ресурси.

Тим часом, успішне функціонування фондового ринку передбачає наявність цілого ряду передумов – таких, як свобода переміщення капіталу, забезпечення ліквідності цінних паперів, наявність розвинутої інфраструктури фондового ринку, чітка специфікація прав власності, інформаційна прозорість ринку, макроекономічна стабільність, високий рівень довіри до держави та її інституцій, а також між суб'єктами господарювання. Наявність цих передумов сформувала б привабливий і сприятливий інвестиційний клімат, який, в свою чергу, забезпечив би надходження в економіку додаткових фінансових ресурсів.

На жаль, сьогоденній стан вітчизняного фондового ринку не відповідає тій ролі, яку має відігравати у створенні сприятливого інвестиційного клімату, хоч деяке поживавлення торгів у Першій фондовій торговельній системі (ПФТС), на якій зосереджено понад 90% операцій з цінними паперами в цілому спостерігалось (до іпотечної кризи на світовому фінансовому ринку). Протягом 2000–2007 рр. обсяг ринку акцій в Україні зріс від одного з найменших – 10% ВВП – до майже 35% ВВП, що є порівнянним з розміра-

ми ринків акцій Чехії, Польщі та Румунії [4]. Наприкінці 2006 р. (для порівняння береться період до фінансової кризи в США, яка вплинула на стан торгів на фондових майданчиках усієї Європи) капіталізація ринку акцій в Україні становила 222,84 млрд грн (у 2007 р. – 564,65 млрд грн), тоді як загальний обсяг торгів акціями – 6,1 млрд грн, що майже удвічі перевищує відповідно показник 2005 р. (таблиця). Зареєстрований обсяг торгів облигаціями становив 21,3 млрд грн, що також майже удвічі перевищує показник 2005 р., з них корпоративними – 12,3 млрд грн, державними – 8,0 млрд грн, муніципальними – 1,0 млрд грн. За 2006 р. порівняно з 2005 р. обсяг торгів у ПФТС подвоївся і досяг 27,6 млрд грн (у 2007 р. – 31,49 млрд грн).

Тим часом, зростання обсягу торгів у ПФТС не відтворює реального зростання фондового ринку. Наведені показники стосуються виключно організованого ринку цінних паперів, представленого в Україні переважно ПФТС. Але тут, за оцінками експертів, понад 90% обсягу угод з цінними паперами виконуються поза межами організованого ринку [4]. Так, у 2003 р. частка організованого ринку становила лише близько 3%, у 2004 р. – 4,1%, у 2005 р. – до 5% [16], що зумовлено поточними нормами регулювання вітчизняного фондового ринку цінних паперів, згідно з якими учасники ринку не зобов'язані фіксувати інформацію про такі угоди на організованому ринку. Тому фактичний обсяг торгів цінними паперами може перевищувати зафіксований на організованому ринку в кілька разів, що

Таблиця. Динаміка обсягу і якості торгів у ПФТС за 2000–2007 рр.\*

Показник	Рік							
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Загальний обсяг торгів на фондовому ринку України, млн грн	Нема даних	Нема даних	108610	202960	321300	403800	492800	Нема даних
Загальний обсяг торгів на організованому ринку, млн грн	2820	9241	6536	3533	9400	16400	29100	Нема даних
Загальний обсяг торгів у ПФТС, млн грн	1463	6285	6272	3216	7000	14490	27630	31490
Частка ПФТС в організованому ринку, %		68,01	95,97	91,03	74,7	88,2	96,3	Нема даних
Відношення обсягу торгів фондового ринку до ВВП, %	21,40	29,01	45,20	76,02	90,63	96,50	69,12	Нема даних
Капіталізація, млрд грн	12,02	8,062	23,280	25,616	71,078	147,09	222,84	564,65

\* Джерело інформації: <http://www.pfts.com/uk>

підтверджується випереджаючими темпами зростання загального обсягу торгів на ринку цінних паперів порівняно з обсягом торгів за допомогою організаторів ринку. Такій ситуації сприяла недостатня глибина приватизації великих підприємств, яка спричинила низьку активність на українських ринках цінних паперів стратегічних покупців, наслідками чого, в свою чергу, стали дефіцит ліквідних цінних паперів і “тінізація” організованого ринку. Новий імпульс для розвитку фондового ринку України могли б дати вторинні емісії підприємств-емітентів, але через їх незначний обсяг, зумовлений знеціненням ресурсної бази вітчизняних підприємств, збільшення їх обігу на ринку не відбувається.

Наступним фактором, який може сприяти розвитку вітчизняного фондового ринку, є організатори торгівлі, діяльність яких підвищує інвестиційну привабливість емітента за рахунок забезпечення ліквідності та прозорості ринку цінних паперів. Існування в нашій державі кількох фондових бірж, кожна з яких діє автономно і проводить угоди з цінними паперами за власними правилами, вносить диспропорції в єдиний простір біржової діяльності. Тому в Україні, на думку багатьох вітчизняних науковців [4, 7, 16], доцільно мати єдину біржову фондову систему, оскільки капіталізація ринку цінних паперів є ще незначною, а концентрація попиту і пропозиції в одній системі дасть змогу підвищувати ліквідність ринку і його інформативну відкритість. До того ж, за такої системи можливим стає використання в біржовій торгівлі єдиного клірингового та депозитарного центру.

На сьогодні в Україні роль центрального депозитарію виконують три структури: Національний депозитарій України, Міжрегіональний фондовий союз (для корпоративних цінних паперів) і Національний банк України (для державних цінних паперів), що не відповідає вимогам інвесторів і аналогічним системам розвинутих країн (де забезпечується обслуговування 95% організованого ринку центральними депозитаріями) [16]. Водночас існуюча національна депозитарна система не відповідає вимогам сучасного міжнародного ринку капіталу – вона технологічно відстає від вітчизняної платіжної системи і гальмує обіг фінансових інструментів.

Таким чином, незважаючи на нещодавні позитивні тенденції на фондовому ринку України (зростання обсягу торгів і відношення капіталізації до ВВП), фондовий ринок залишається

одним із найслабших елементів вітчизняної фінансової системи, що, в свою чергу, зумовлено інертністю розвитку та різноспрямованістю завдань, які він вирішує. На попередніх етапах становлення фондового ринку України організований фондовий ринок виконував вузькі і специфічні функції – був одним із технічних засобів під час приватизації державних підприємств. Завдяки цьому в Україні виник первинний ринок, щоправда, зі специфічними характеристиками – він використовувався лише в приватизаційних процесах, тоді як первинне розміщення акцій там практично не відбувалося. Такий фондовий ринок не забезпечував підприємства реальними інвестиційними ресурсами. За сучасних умов функція перерозподілу прав власності поступово вичерпує своє початкове значення. Тому на сучасному етапі перед фондовим ринком необхідно поставити нові завдання, зорієнтовані на вирішення проблеми забезпечення економіки інвестиційними ресурсами, які мають переваги над іншими видами інвестування:

- *переваги внутрішнього інвестування*: на відміну від акумулювання і перерозподілу коштів через банківську систему фондовий ринок повинен орієнтуватися на перерозподіл довгострокових і відносно дешевих фінансових ресурсів, що має зробити його альтернативним і більш конкурентоспроможним джерелом фінансування національної економіки;

- *переваги іноземного інвестування*: залучення іноземних інвестицій саме через фондовий ринок вбачається найпривабливішою формою іноземного інвестування, оскільки правила функціонування фондового ринку забезпечують мобільність руху капіталів і ліквідність вкладів. За наявних нестабільних умов функціонування економіки України ліквідність вкладів можна вважати одним із вирішальних чинників, які зможуть вплинути на поліпшення інвестиційної діяльності.

Отже, ліквідний і прозорий фондовий ринок має забезпечити реалізацію національних інтересів України, сприяти підвищенню конкурентоспроможності національної економіки через: акумулювання і перерозподіл інвестиційних ресурсів між різними галузями та підприємствами, які потребують додаткового фінансування для свого подальшого розвитку; формування коректної ринкової вартості підприємств; утворення ін-

формаційних індикаторів для інвесторів, індикації загального стану економіки для всіх суб'єктів господарювання; залучення коштів для покриття дефіциту державного і місцевих бюджетів; фінансування державних та місцевих програм розвитку.

### Висновки

Протидія сучасної амортизаційної політики (у межах чинного законодавства) цілям національної інвестиційної політики негативно впливає на розвиток вітчизняного фондового ринку і породжує хронічний інвестиційний голод у більшості галузей національної економіки. Причини занепаду її ресурсної бази криються ще в історичній спадщині – в соціалістичній системі господарювання, що мала бюджетні пріоритети, для реалізації яких вона стимулювала підвищення оподаткованого прибутку за рахунок скорочення частки амортизаційних відрахувань у витратах.

Недостатня увага до відновлення ресурсної бази національної економіки, в свою чергу, спричиняє дефіцит уваги інвесторів до підприємств її реального сектора. Розвиток фондового ринку України дасть можливість диверсифікувати і стабілізувати джерела фінансування підприємств-емітентів через мобілізацію тимчасово вільних коштів населення, а також іноземних і вітчизняних суб'єктів господарської діяльності з метою подальшого перерозподілу цих коштів у ті сектори економіки, які потребують додаткового фінансування для свого подальшого розвитку.

Але істотне превалювання неорганізованого фондового ринку над організованим, мала кількість цінних паперів, якими торгують біржі, обмежена кількість інструментів фондового ринку, низькі темпи приведення нормативної бази у відповідність до вимог міжнародних стандартів, низька зацікавленість стратегічних іноземних інвесторів у вітчизняному фондовому ринку, слабкість внутрішніх інституційних інвесторів (пайові інвестиційні фонди, недержавні пенсійні фонди та страхові компанії) і низька активність фізичних осіб на ринку цінних паперів негативно позначаються на прозорості вітчизняного фондового ринку безпосередньо та інвестиційному кліматі в країні взагалі. З огляду на це, важливим є подальший розвиток фондового ринку України в межах національної інвестиційної політики, який залежить від конкретних заходів

держави щодо розбудови національної фінансової системи. Необхідність втручання держави в даний сектор економіки зумовлена тим, що саморегуляція ринкових відносин у фінансовій сфері України не можлива у зв'язку з їх незрілістю (що притаманна нещодавно утвореним ринкам). Тому темпи розвитку вітчизняного фондового ринку та розкриття його інвестиційного потенціалу залежать від конкретних *заходів державної політики у фінансовій сфері*, які доцільно зосередити на таких напрямках:

- налагодження тісного співробітництва національної економіки з глобальною в рамках міжнародних організацій з метою створення позитивного іміджу фондового ринку України серед іноземних і вітчизняних інвесторів;

- узгодження вітчизняного законодавства з міжнародними нормами і сучасними вимогами розвитку фінансових відносин; підвищення вимог до корпоративного управління; чітке визначення прав і обов'язків емітентів та інвесторів;

- створення єдиного клірингового і депозитарного центру на принципах незалежності, прозорості, некомерційного характеру діяльності, державної підтримки; запровадження доступних та рівних умов і тарифів для всіх користувачів; мінімізація витрат;

- удосконалення механізму продажу акцій підприємств, які перебувають у державній власності, з метою справедливої оцінки реальної ринкової вартості підприємства та створення умов для зростання його капіталізації;

- врівноваження амортизаційних нормативів із реальними умовами відтворення (при певному ефекті випередження) через параметри відтворення і відшкодування основного капіталу, що виведе з існуючого конфлікту об'єктивні інвестиційні потреби національної економіки та можливості розвитку вітчизняного фондового ринку;

- формування механізму активного залучення широких верств населення до участі в діяльності ринку цінних паперів через становлення на ньому рейтингової інфраструктури.

Для іноземних інвесторів Україна – це хороша можливість диверсифікації вкладів. Із здійсненням окреслених у статті заходів державної політики у фінансовій сфері та стабілізації економічних і політичних процесів наша держава здобуватиме дедалі більшу довіру і привабливість у міжнародному середовищі.



В.В. Дергачева

РАЗВИТИЕ ФОНДОВОГО РЫНКА УКРАИНЫ КАК СОСТАВЛЯЮЩЕЙ НАЦИОНАЛЬНОЙ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПОЛИТИКИ

Рассмотрены альтернативные источники финансирования воспроизводственных процессов в реальном секторе национальной экономики, выявлены экономические и исторические предпосылки обесценивания ресурсной базы национальной экономики, исследовано состояние государственной амортизационной политики как экономического ресурса развития фондового рынка Украины, рассмотрены проблемы и перспективы развития рынка ценных бумаг как составляющей национальной инвестиционной политики.

V.V. Dergachova

THE DEVELOPMENT OF THE UKRAINIAN STOCK MARKET AS A PART OF THE NATIONAL INVESTMENT POLICY

The paper considers the alternative sources of reproducible processes financing in the real sector of the national economy. Moreover, this paper reveals the economic and historical pre-conditions of devaluation of the national economy's resource base, studies the current state of the Ukrainian depreciation policy as an economic resource for the Ukrainian stock market development and addresses the problems and future trends of the stock market development as a part of the national investment policy.

1. Федоренко В. Інвестиції та економіка України // Економіка України. – 2007. – № 5. – С. 12–16.
2. Терещенко Г.М. Проблеми становлення та напрями удосконалення функціонування ринку цінних паперів в Україні // Фінанси України. – 2007. – № 6. – С. 97–104.
3. Карпенко Г.В. Досвід розвитку фондового ринку країн Європи та його використання в Україні // Там же. – С. 90–95.
4. Поворозник В.О. Фондовий ринок України на сучасному етапі: проблеми та шляхи їх вирішення // Стратегічні пріоритети. – 2007. – № 1(2). – С. 127–132.
5. Міньков В.І. Деякі особливості розвитку фондового ринку України // Фінанси України. – 2005. – № 12. – С. 104–111.
6. Яценюк А. Фондовий ринок України: проблеми та перспективи розвитку // Вісн. Нац. банку України. – 2004. – № 11. – С. 4–9.
7. Ватаманюк З.Г., Баула О.В. Перспективи розвитку ринку цінних паперів в Україні // Фінанси України. – 2007. – № 5. – С. 75–85.
8. Корнєєв В. Еволюція та перспективи фінансового ринку України // Економіка України. – 2007. – № 9. – С. 21–29.
9. Кондрашкін А. Інвестиційні ризики українського ринку цінних паперів // Банківська справа. – 2002. – № 2. – С. 62–70.
10. Евстигнеев Р. Рынок акций в экономике переходного периода // Мировая экономика и междунар. отношения. – 2004. – № 9. – С. 47–56.
11. Прутник Э., Ретинский Ю., Назарчук М. Региональный фондовый рынок и инвестирование экономики Донецкой области // Экономика Украины. – 2003. – № 1. – С. 13–17.
12. Дергачова В.В. Міжнародна конкурентоспроможність національної економіки в контексті забезпечення економічного зростання. – Донецьк: ДонДУЕТ, 2006. – 392 с.
13. Статистичний щорічник України за 2005 рік / Держкомстат України / За ред. О.Г. Осауленка; Відп. за випуск В.А. Головка. – К.: Консультант, 2006. – 576 с.
14. Савельев Н.Н. Река времени: История глобализации мирового развития. – Краснодар: Пересвет, 2002. – 264 с.
15. Економіка України: Стратегія і політика довгострокового розвитку / За ред. В.М. Геєця. – К.: Фенікс, 2003. – 1008 с.
16. Ватаманюк З.Г., Звонар Н.В. Ринок цінних паперів в умовах фінансової глобалізації // Фінанси України. – 2007. – № 6. – С. 82–89.

Рекомендована Радою факультету менеджменту та маркетингу НТУУ “КПІ”

Надійшла до редакції  
17 вересня 2008 року