

**МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ  
КИЇВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ  
ІМЕНІ ТАРАСА ШЕВЧЕНКА**

**Л. М. Алексеєнко**

**РИНОК ФІНАНСОВОГО КАПІТАЛУ:  
СТАНОВЛЕННЯ, ПРОБЛЕМИ  
ТА ПЕРСПЕКТИВИ РОЗВИТКУ**

Монографія

**Київ  
2004**

**Рецензенти:** **І. А. Аїїїїї** – доктор економічних наук, професор Київського національного університету імені Тараса Шевченка  
**Н. В. І аї ді аї еї** – доктор економічних наук, професор Київського національного економічного університету  
**Н. З. Р ді** – доктор економічних наук, професор Тернопільської академії народного господарства

*Đâîî î áí âî ââî î âî âêââî î Ÿ Â-âî î Þ ðââî Þ âêî î î î ÿ-î î âî ô àêôëüò àò ó Èè ãñüêî âî í àöŸ í àëüî î âî óí Ÿâðñèò àò ó Ÿ áí Ñàðàñà Ø ââ-âí èà (î ðî ò î êî ë<sup>1</sup> 5 âŸ 10 êþ ò î âî 2004 ð.)*

**Алексєнко Л. М.** Ринок фінансового капіталу: становлення, проблеми, перспективи розвитку: Монографія. – К.: Вид. буд-к «Максимум»; Тернопіль: Економічна думка, 2004. – 424 с.

У монографії досліджуються основні концептуальні засади функціонування ринку фінансового капіталу в умовах трансформації економіки України. Розглянуто суперечності та тенденції еволюції первинного та вторинного ринків фінансового капіталу, впливу процесу нагромадження на формування вітчизняного ринку фінансового капіталу і особливості державної регулятивної політики у фінансовому секторі економіки. Обґрунтовано конкретні пропозиції щодо підвищення ефективності функціонування ринку фінансового капіталу в контексті макроекономічної стабілізації в Україні.

Розраховано на наукових працівників, викладачів, слухачів магістратури та студентів вищих навчальних закладів, фахівців фінансово-кредитних установ, державних службовців, а також усіх, хто цікавиться фінансовою наукою.

**ISBN 966-654-133-5**

© Л. М. Алексєнко, 2004  
© Економічна думка, 2004

## ВСТУП

«... і ді а е а і а о ґ а і н і а і а і е а і ґ а е о ... – о а і а а о а а а е о о а е і і а – і а а д у а – е і і а а а о о е і і н о а а е а і а а і і а і і о і а н ґ ґ? А е ү о н і ґ і і а і ґ а е д ґ а і і ү і а і а о ґ а і і і ді ді а е о е а а е е о і і і а д а а і р ді а і о о: і ґ а і о о а а о е д у а і і і і а д а о ґ, і д е н а ү – а і ґ о ґ і ді а е а і а о е о ...»

С. Ронін «Иноземный капитал і російські банки. До питання про фінансовий капітал у Росії» (1926 р.)<sup>1</sup>.

Визнання світовою спільнотою України як держави з ринковою економікою потребує гармонізації відносин власності, продовження процесу приватизації з урахуванням соціальної спрямованості ринкових перетворень, своєчасної реконструкції і модернізації промислового комплексу та цивілізованої конкуренції. Прискорення соціально-економічного розвитку в контексті макроекономічної стабілізації в Україні залежить від потенціалу фінансового сектору економіки. Структурно-інноваційна модель економіки потребує впровадження новітніх механізмів нагромадження фінансового капіталу з метою забезпечення фінансовими ресурсами нового етапу розвитку науково-технічного прогресу, реалізації перспективних інвестиційних проєктів, застосування прогресивних технологій виробництва, закінчених видів продукції і технологічних парків.

Мета монографії – визначення основних концептуальних засад функціонування ринку фінансового капіталу в умовах трансформації економіки України. На основі історичного підходу та використання фактичного і статистичного матеріалу в ній розглянуто тенденції становлення ринку фінансового капіталу і дана оцінка перспектив його розвитку. Мета дослідження визначила наступні основні його напрями:

- формулювання економічної сутності ринку фінансового капіталу;
- дослідження процесу нагромадження та його вплив на формування ринку фінансового капіталу;
- розгляд конкуренції та її значення у розвитку ринку фінансового капіталу;
- аналіз економічних передумов виникнення ринку фінансового капіталу в Україні;
- послідовне дослідження ролі приватизаційних процесів у

---

<sup>1</sup>Ронін С. Иностранный капитал и русские банки. К вопросу о финансовом капитале в России. – М.: Издательство коммун. ун-та им. Я. М. Свердлова, 1926. – С.VII.

формуванні фінансового ринку;

- ефективність проведення державної регулятивної політики у фінансовому секторі економіки;

- відслідковування закономірностей і пріоритетів функціонування ринків фінансового капіталу і праці в контексті макроекономічної стабілізації в Україні;

- розгляд тенденцій та перспектив розвитку ринку фінансового капіталу в умовах інтеграції у світовий економічний простір;

- визначення основних заходів щодо вдосконалення функціонування первинного ринку фінансового капіталу в Україні;

- обґрунтування пропозицій підвищення ефективності вторинного ринку фінансового капіталу в умовах структурно-інноваційної моделі економічного зростання.

Теоретичною і методологічною основою дослідження є праці з проблем фінансово-кредитної системи і капіталу вітчизняних науковців: В. Л. Андрущенка, В. Д. Базилевича, О. Д. Василика, Ю. М. Воробйова, А. Ф. Гойко, М. І. Клапківа, М. І. Крупки, І. О. Лютого, О. М. Мозгового, С. Я. Огородника, М. М. Олексієнка, Д. М. Черваньова, С. І. Юрія та ін., а також зарубіжних: Г. В. Базарової, О. А. Бондаренко, Д. С. Молякова, С. В. Павлова,

М. А. Песселя, Г. П. Солюса та ін. При розробці теми були використані праці Ю. Ларіна, Р. Левінсона (Моруса), Мізеса Людвіга, В. Є. Мотильова, В. Т. Мусатова, С. Роніна, Г. Сальвіолі, З. В. Соколинського, В. І. Турусова, присвячені проблемам фінансового капіталу

Монографія містить дослідження автора, здійснені під час наукової співпраці з Фінансовою академією при Уряді Російської Федерації, Вищою фаховою школою землі Райнланд Пфальц (Німеччина), Віденським економічним університетом (Австрія), Інститутом економічного розвитку Світового банку (США) і Центральним Європейським Університетом (Угорщина).

Забезпечення гнучкості функціонування вітчизняного ринку фінансового капіталу за умов загострення конкуренції на світових ринках капіталів сприятиме модернізації реального сектору економіки, зміцненню безпеки нашої держави та визнанню її ринкового вибору світовою спільнотою.

# РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ ФУНКЦІОНУВАННЯ РИНКУ ФІНАНСОВОГО КАПІТАЛУ

## 1.1. Економічна природа і сутність ринку фінансового капіталу

Ринкові перетворення сучасної епохи представляють якісно нову систему економічних відносин. Глобалізація світової економіки та реформування валютно-фінансової системи (зокрема після руйнівної хвилі фінансових криз наприкінці минулого століття) пов'язані зі значним зростанням обсягів та значенням міжнародних потоків фінансового капіталу. З одного боку, це відіграє позитивну роль, оскільки приватний капітал є важливим джерелом фінансування розвитку виробництва в багатьох країнах (особливо країнах, що розвиваються). Проте з іншого боку, потужні обсяги фінансових потоків змінюють відносини між учасниками (державою, фінансовими інституціями, інвесторами) даного процесу. Ускладнюються відносини й з точки зору ефективності управління фінансовим капіталом, менеджменту, оподаткування, уникнення ризиків тощо.

Ринок є атрибутом стійкості поступального економічного розвитку суспільства, і поступово регульований ринок перетворюється в соціальний інститут. Оскільки ринок є категорією товарного господарства, то йому відповідає певна системи економічних відносин. Ринок являє собою дві основні сукупності – попит покупців і споживачів, а також пропозиція багатьох продавців і виробників. В економічній літературі ринок (market) переважно визначають як «сферу обміну, в якій існує купівля та продаж товарів або послуг» чи як «сукупність соціально-економічних відносин у сфері обміну, за допомогою яких здійснюють реалізацію товарів і послуг»<sup>1</sup>.

Взаємодія коливання попиту та пропозиції через механізм цін дає змогу усталити функціонування ринку. Ринкові відносини загалом уособлюють відносини капіталів, що беруть участь у виробництві,

---

<sup>1</sup>Мочерний С. В. Основи економічних знань: Підручник. – К.: Видавничий центр «Академія», 2001. – (Альма-матер). – С. 75. Рынок. Предпринимательство. Коммерция. Толковый словарь-справочник. 600 понятий и терминов на русском и английском языках / Общ. ред. А. Г. Новицкий, В. К. Фединин. – М.: Гласность. – 1992. – С. 116. Dictionary of Banking and Finance. Second Edition. P. H. Collin. – Peter Collin Publishing, 2000. – P. 191.

використання отриманого прибутку (доходу) та визначення його норми. Дослідження ринку передбачають визначення стану ринку та його потреб: скільки і за якою ціною варто пропонувати товар (фінансові послуги); є способом реалізації виробленого додаткового продукту й перетворення його в прибуток (дохід).

Залежно від рівня економічного розвитку розрізняють наступні види ринку: нерозвинений, вільний (класичний, стихійний), регульований і деформований. За ступенем розвитку конкуренції відповідно розрізняють: ринок вільної конкуренції, монополістичної конкуренції, олігополістичної конкуренції і монополійний<sup>1</sup>.

Вільний ринок – це саморегульована система, характерною ознакою якої є свобода учасників. Вільна конкуренція є атрибутом ринку, що стихійно розвивається, на якому коливання попиту та пропозиції не завжди зрівноважуються і, відповідно, періодично виникає невідповідність між потребами ринку та обсягами виробництва. Вільний ринок розвивається самостійно, поза контролем держави, вільно працюють одноосібні власники невеликих підприємств, виробники випускають продукцію (товари) без попередньої домовленості з покупцями і самостійно її реалізують, оскільки відсутні організовані ринки збуту. Проте визнання ринку вільним є відносно абстрактним твердженням, оскільки завжди наявне певне регулювання тих чи інших економічних відносин та відчутний вплив соціально-політичних чинників (факторів).

Зростання світового рівня концентрації й централізації виробництва, розширення масштабів економічного розвитку зумовили перехід до регульованого ринку. Потужні компанії не можуть ефективно працювати на стихійному ринку, ризикуючи великими втратами фінансового капіталу, тому вони прагнуть не лише забезпечити собі ринки збуту, а й безпосередньо зацікавлені у виконанні вигідних державних замовлень.

При регульованому ринку держава контролює у правовому режимі діяльність учасників ринку; основну масу товарів реалізують потужні компанії; більша частина продукції випускається відповідно до попередніх контрактів й замовлень (державних, приватних тощо); посередники сприяють просуванню товарів до споживачів; проводяться дослідження ринку й формування попиту покупців. Регульований ринок в економічній літературі визначають як цивілізований, спрямований на гуманізацію суспільства, оскільки держава та інші учасники ринку

---

<sup>1</sup>Борисов Е. Ф. Экономическая теория: Учебник. – М.: Юристъ, 2000. – С. 147. Экономическая теория: Учебник для вузов / К. Ховард, Г. Журавлева, Н. Эриашвили. – М.: Банки и биржи, ЮНИТИ, 1997. – С. 87–89.

намагаються оптимізувати ринкові ризики і скеровувати економічні відносини і здобутки на задоволення інтересів суспільства. С. С. Дзарасов у праці «Ринок: альтернативна концепція переходу» (1991 р.) зазначив: «... якщо за показниками порівнювати країни з ринковою і плановою економікою, то перевага перших стає очевидною, оскільки прогресивним є не той лад, що привласнив собі благозвучнішу назву і займається саморекламою, а той, котрий виходить на авангардні позиції у суспільному розвитку»<sup>1</sup>.

Основні елементи регульованого ринку: вільне ціноутворення, адекватна інформація про ринок, обмеження державного втручання, можливість альтернативного використання фінансових, матеріальних і трудових ресурсів та велика чисельність учасників ринкових відносин. Система ринкових відносин функціонує й розвивається на основі закону вартості, що характеризується як загальними ознаками, так і специфічними для фінансових відносин особливостями.

Функціонування ринку вимагає адекватної інфраструктури, яка розвивається й удосконалюється з урахуванням поточних потреб. Цілісна інфраструктура включає ринок товарів і послуг (учасники – товарні біржі, підприємства гуртової й роздрібною торгівлі, аукціони, ярмарки, посередницькі фірми); ринки грошей, цінних паперів, інвестицій (банки, страхові компанії, фондові біржі); ринок праці (біржі праці); ринок інформації (інформаційні центри, аудиторські й консультативні фірми тощо).

Недооцінка ролі ринку призводить до порушення системи співвідношень в економіці, ускладнення балансування фінансово-виробничих відносин з потребами, що постійно змінюються. У колишньому СРСР особливості ринку полягали в пануванні суспільної (державної) форми власності, надмірній диференціації регіонів і республік за галузями виробництва. Командно-адміністративна (неринкова) економіка характеризувалася жорсткою централізацією та монополізацією розподілу ресурсів (товарних, природних); відсутністю ринкових суб'єктів господарювання, що організують свою діяльність в умовах різних форм власності; гнучкістю збалансування попиту та пропозиції. Відволікання надлишкових грошей з обігу здійснювалося шляхом вилучення в дохід державного бюджету надприбутків, завищенням цін на продовольчі товари, підтримкою «планово збиткових» підприємств (виробництв).

У соціалістичній економіці випуск та обмін продукції здійснювався

---

<sup>1</sup>Дзарасов С. С. Рынок: альтернативная концепция перехода. – М.: Издательство «Знание», 1991. – (Новое в жизни, науке, технике. Сер. «Теория и практика социализма», № 3). – С. 9.

згідно з централізованим загальнодержавним планом соціально-економічного розвитку. Такий підхід дозволяв раціонально перерозподіляти додаткову вартість, що було економічно доцільно в умовах індустріалізації, війни і післявоєнного періоду відбудови господарського комплексу. Загалом, на нашу думку, командно-адміністративні методи забезпечували достатньо ефективне маневрування затратною економікою та фінансово-кредитними ресурсами, а діюча система ціноутворення сприяла «відтягуванню» інфляції.

У соціалістичній економічній літературі ринок розглядали як носій стихійності, поняття ринку трактували як «плановий» чи «скупний»<sup>1</sup>. Мала місце стійка тенденція ігнорування як у теорії, так і на практиці об'єктивних тенденції розвитку ринку в умовах постіндустріального суспільства, визнання того, що ринок піддається управлінню й регулюванню.

Політика перебудови, проголошена в середині 1980-х рр., а саме її економічна складова, акцентувала увагу на дотриманні наступних основних принципів: доцільність планомірної підтримки на достатньо високому рівні соціально-структурної корисності виробництва; економічна ефективність виробництва повинна оцінюватися одним показником – нормою прибутку; оптимізація балансу між грошовою й матеріальною оплатою праці в суспільному секторі виробництва. А. Ф. Бабицький вважав, що на початку 1990-х рр. єдиним раціональним шляхом був подальший розвиток суспільного виробництва, заснованого переважно на державній власності, хоча потрібно перейти до регульованого ринку з економічно зацікавленим обміном виробленої продукції<sup>2</sup>. З метою усунення деформацій постсоціалістичного ринку здійснювалося законодавче регулювання наявності в економіці різноманітних форм власності, встановлення цін, вільного маневрування ресурсами, доступу до інформації учасників ринку й створення відповідної ринкової інфраструктури.

У ринковій економіці (market economy) діє механізм саморегулювання, а також відчутними є гнучкість та швидкість реакції на об'єктивні обставини, породжені економічними, політичними і соціальними причинами. Зокрема, на нашу думку, у період ринкової

---

<sup>1</sup>Злобин И. Д. Мировой социалистический рынок. – М.: Издательство «Знание», 1963. – С. 26. Золотарёв В. И. Мировой социалистический рынок. – М.: Изд-во «Международные отношения», 1969. – С. 27. Каганов Е. Д. Социалистическое воспроизводство и рынок. – М.: Издательство «Экономика», 1966. – С. 111.

<sup>2</sup>Бабицкий А. Ф. Какой нам нужен рынок? Проблемы управления рыночной экономикой. – К.: О-во «Знание» УССР, 1990. – (Сер. 3 «Экономика и управление» № 10). – С. 44–45.



трансформації національної економіки ще явно бракувало необхідних матеріалів і вміння для проведення глобальних теоретичних досліджень ринку фінансового капіталу, не торкаючись навіть розробки методологічних проблем. У 1990-х рр. зростання цін та інфляційного процесу, тіньова економіка, заміна товарно-грошових відносин бартером («недоцільна» мінова торгівля) не сприяли відкритості та динамічності розвитку ринку фінансового капіталу.

В економічній сфері поступово проявилися наступні переваги ринку: його гнучкість (адаптованість) до змін, розширення фінансових можливостей (надання різноманітних фінансових послуг), стимулювання використання досягнень науково-технічного прогресу (інновацій), сприяння вирішенню стратегічних економічних проблем (поступальний розвиток виробництва, підвищення якості й конкурентоспроможності продукції) та збереження соціальної рівноваги в суспільстві. У соціальній сфері ринок більш скерований на задоволення життєвих потреб людей, сприяє підвищенню рівня життя населення, оскільки звільняє від повсякденного принизливого дефіциту товарів і послуг. Основними недоліками ринку є стійка тенденція до монополізації в економіці, непрогнозований рух потужних фінансових потоків, стрімка активізація неконтрольованого використання природних ресурсів, різка диференціація доходів і, відповідно, соціальне розшарування суспільства.

У світовому економічному просторі сформувалася система ринків, які відрізняються за видами на основі певних критеріїв. Ринок за об'єктами – ринок товарів і послуг, ринок робочої сили, ринок капіталів, ринок грошовий і цінних паперів, ринок наукових досліджень (ліцензій), ринок інформації. Ринок за суб'єктами – продавці, покупці, посередники, державні установи та інші інституції. З урахуванням просторового аспекту – місцевий (локальний) ринок, регіональний ринок, внутрішній ринок, зовнішній ринок, національний ринок та світовий ринок. За рівнем насичення – надлишковий ринок, рівноважний ринок та дефіцитний ринок. За відповідністю чинному законодавству – легальний і тіньовий.

Масштаби економічного розвитку і національного багатства країни залежать від світових тенденцій розвитку ринків капіталу, грошей і цінних паперів. Теоретичні конструкції (моделювання різноманітних теорій) з метою пояснення суті капіталу, економічних циклів, руху міжнародних фінансових і товарних потоків в умовах глобалізації відрізняються різноманітністю та протиріччями, але, загалом, дають змогу констатувати, що це – новий та довготривалий етап у світовій економіці. Зокрема, капітал – це угода між «минулим і майбутнім», вартість, що

приносить дохід; основними джерелами капіталу є заощадження й надходження відсотків за його користування. У рамках національного суспільства складаються, як правило, основні закономірності ринкової економіки, його спроможність забезпечувати створення, розподіл, використання та ефективне управління капіталом.

Суттєвий внесок у розвиток теорії капіталу внесли: А. Сміт (1723–1790 рр.), Д. Рікардо (1772–1823 рр.), К. Маркс (1818–1883 рр.), Є. Бем-Баверк (1851–1914 рр.), Дж. Кейнс (1883–1946 рр.), Дж. Р. Хікс, К. Віксель (1851–1926 рр.). Так, А.-Р. Тюр'о (1727–1781 рр.) зазначав, що особа, яка щорічно отримувала дохід «чи від своєї землі, чи із заробітків від своєї праці, чи від свого промислу більше цінностей, ніж йому потрібно витратити, може відкласти цей надлишок і нагромаджувати його; ці нагромадження цінностей становлять те, що називається капіталом»<sup>1</sup>. Світова економічна думка (згідно з «The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law»<sup>2</sup>, 1996 р.) визначила два трактування капіталу: як технічного чинника виробництва та як суспільних відносин<sup>3</sup>. Згідно зі «Словником економіки Макміллана» (2000 р.) капітал (capital) – це «слово, яке використовують для позначення чинника виробництва, що утворюється самою економічною системою. Слово також використовують як термін для позначення фінансових активів»<sup>4</sup>.

В. Г. Шемятенков у праці «Теорія капіталу» (1977 р.) вважав, що кожна з теорій, що суперничають, є формально-логічною системою, заснованою на визначеній системі допущень (метод «інших рівних умов»)<sup>5</sup>. Важливим етапом вивчення тенденцій у трактуванні капіталу були дискусії між видатними вченими англійського Кембриджського університету (Н. Калдор, П. Срафф, Дж. Харкорт, Д. Чампернаун) та американського Массачусетського технологічного інституту (Ф. Модільяні, П. Самуельсон, Р. Солов) упродовж 1950–1970 рр. стосовно теорії вартості, теорії капіталу, теорії зростання й теорії розподілу. За дослідженнями І. О. Бланка, гене́за теорій структури капіталу, які почали

<sup>1</sup>Тюрго А. Р. Избранные экономические произведения. – М.: Изд-во соц.-эконом. литературы, 1961. – С. 158.

<sup>2</sup>«The New Palgrave» є торговою маркою Макміллана (Macmillan Reference Limited).

<sup>3</sup>The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law / Edited by Peter Newman, Vol 1, 1996. – P. 201.

<sup>4</sup>Словник сучасної економіки Макміллана / Пер. з англ. – К.: «АртЕК», 2000. – С. 212.

<sup>5</sup>Шемятенков В. Г. Теория капитала. М.: «Мысль», 1977. – С. 217.

<sup>6</sup>Бланк И. А. Управление формированием капитала. К.: «Ника-Центр», 2000. – (Серия «Библиотека финансового менеджера»; Вып. 4 – С. 46.

<sup>7</sup>Мизес Людвиг фон. Человеческая деятельность: Трактат по экономической теории / Пер. с 3-го испр. англ. изд. А. В. Куряева. – М.: ОАО «НПО «Экономика», 2000. – С. 481.

формуватися із середини ХХ ст., включає чотири основних етапи:

- 1 – традиціоналістська концепція структури капіталу;
- 2 – концепція індиферентності структури капіталу;
- 3 – компромісна концепція структури капіталу;
- 4 – концепція суперечності інтересів формування структури капіталу<sup>6</sup>.

Видатний економіст, засновник неоавстрійської школи економічної теорії Людвіг фон Мізес (1881–1973 рр.) у праці «Людська діяльність: Трактат з економічної теорії» писав: «Капітал – це прагматологічна концепція. Вона є продуктом мислення, і її місце – у людських думках. Це спосіб представлення проблем діяльності, метод їхньої оцінки з точки зору певного плану»<sup>7</sup>.

Фінансові словники трактують капітал як «гроші, власність та активи, які використовують у бізнесі»<sup>1</sup>. Ернандо де Сото зауважує, що причина таємничості капіталу в тому, що він, подібно енергії, є продуктом людського розуму й суть капіталу може констатувати тільки система приватної власності, що визначає його економічні характеристики, властивості й прив'язує капітал до конкретних власників і місця в просторі<sup>2</sup>.

Чарльз Дж. Вулфен в «Енциклопедії банківської справи» (2000 р.) зазначає, що категорія капітал має наступні значення<sup>3</sup>: 1) за економічною суттю – це еквівалент реального капіталу, тобто мається на увазі «запас нагромаджених виготовлених товарів» (натуральний показник, а не грошова вартість) чи матеріальних цінностей (різниця між виробництвом і споживанням). Це коротке визначення поняття «реальний капітал» і «капітал у вартісному визначенні», тобто та частка матеріальних цінностей, яка відкладена для забезпечення подальшої роботи підприємства (АТ); 2) за бухгалтерською суттю є синонімом нетто-активів (різниця між активами і зобов'язаннями); 3) у підприємстві простежується відмінність між обіговим капіталом (working capital) та основним капіталом (fixed capital); 4) у кредитному аналізі (credit analysis) – це майновий ризик.

---

<sup>1</sup>Collin P. H. Dictionary of Banking and Finance. Second Edition. – Peter Collin Publishing, 2000. – С. 45.

<sup>2</sup>Ернандо де Сото. Загадка капітала. Почему капитализм торжествует на Западе и терпит поражение во всем остальном мире / Пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2001. – С. 70.

<sup>3</sup>Вулфен Чарльз Дж. Энциклопедия банковского дела. Пер. с англ. – М.: Корпорация «Федоров», 2000. – С. 601–602.

<sup>4</sup>Гальчинський А. Теорія грошей: Навч. посібник. – К.: Видавництво Соломії Павличко «Основи», 2001. – С. 169–176.

<sup>5</sup>Інтернет:www.aup.ru.

А. Гальчинський у навчальному посібнику «Теорія грошей» (2001 р.) розглядає грошовий капітал, лихварський капітал і позичковий капітал. Автор зазначає, що капітал як чинник виробництва має свої особливості і є похідним чинником, економічне застосування якого – результат виробництва<sup>4</sup>.

А. М. Літовський у монографії «Фінансові ресурси й капітал»: капітал – це частина фінансових ресурсів. Капітал – це вартість, що приносить додаткову вартість<sup>5</sup>. Отже, капітал є вартістю, яка забезпечує отримання додаткової вартості.

З позицій економічного аналізу капітал досліджують:

– з позицій власності:

1) власний – загальна вартість засобів підприємства, яка належить йому на правах власності;

2) позичений – грошові засоби й інші майнові цінності, які залучаються на поворотній основі;

– за метою використання:

1) продуктивний – характеризує засоби підприємства, інвестовані в його операційні активи для здійснення виробничо-збутової діяльності;

2) позичковий – частина капіталу, інвестована в короткотермінові та довготермінові депозитні вклади в банк, фондові інструменти (акції, облігації, векселі тощо);

3) спекулятивний – для спекулятивних фінансових операцій, як правило, ґрунтується на різниці в цінах;

– за формами інвестування – капітал у грошовій, матеріальній та нематеріальній формах, що використовується для формування статутного фонду;

– за об'єктами інвестування:

1) основний капітал – частина капіталу, інвестована в необоротні активи;

2) обіговий капітал – частина капіталу, інвестована в обігові активи;

– за формами в процесі обігу: капітал у грошовій, виробничій і товарній формах;

– за організаційно-правовими формами:

1) акціонерний капітал – капітал підприємств, що мають форму акціонерних товариств;

2) пайовий капітал – капітал партнерських підприємств: товариств з обмеженою відповідальністю, командитних підприємств тощо;

3) індивідуальний капітал – капітал індивідуальних підприємств;

---

<sup>4</sup>Бланк И. А. Управление формированием капитала. К.: «Ниня-Центр», 2000. – (Серия «Библиотека финансового менеджера». Вып. 4). – С. 63.

– за характером використання в господарському процесі:

1) працюючий – та його частина, яка бере безпосередню участь у формуванні доходів і забезпеченні операційної, інвестиційної і фінансової діяльності;

2) непрацюючий – та його частина, яка не бере участі в здійсненні різних видів господарської діяльності й формуванні доходів (виробничі запаси, законсервовані основні засоби).

Сучасна економічна теорія за натурально-майновою формою залучення капіталу виокремлює наступні його види: капітал у грошовій формі, капітал у фінансовій формі, капітал у матеріальній формі та капітал у нематеріальній формі<sup>1</sup>.

Ринок капіталів є частиною фінансового ринку, де формуються попит і пропозиція на грошовий капітал. Словник сучасної економіки Макміллана трактує ринок капіталу (capital market) як ринок, або практично групу взаємозалежних ринків, на яких капітал у фінансовій (тобто грошово-кредитній) формі надають і беруть у борг або «мобілізують» на різноманітних умовах і на різноманітні терміни<sup>1</sup>. Більшість вітчизняних економістів зазначають, що ринок капіталів є специфічною сферою ринкових відносин, де об'єктом угоди є наданий у позику грошовий капітал і де формується попит і пропозиція на середньо- і довготерміновий позиковий капітал<sup>2</sup>.

М. І. Крупка класифікує ринок капіталу в Україні: 1) за ознакою посередництва (кредитний ринок, ринок цінних паперів); 2) за інструментами (середньо- та довготермінові позики, іпотечний кредит, боргові цінні папери, похідні цінні папери, акції); 3) за функціональною ознакою (ринок боргових зобов'язань, ринок титулів власності); 4) за джерелами і сферами розміщення (національний ринок, міжнародний ринок, регіональний ринок, місцевий ринок)<sup>3</sup>.

Проблематика формування ринку фінансового капіталу, його місце та роль в економіці є теоретичною проблемою, яка має важливе практичне значення. Можна виокремити три основних моменти дослідження ринку фінансового капіталу як особливого, специфічного процесу, що виражає природу фінансових відносин: дослідження цього ринку в абстрактній формі як вихідного пункту для розуміння процесів

---

<sup>1</sup>Словник сучасної економіки Макміллана / Пер. з англ. – К.: «АртЕК», 2000. – С. 458.

<sup>2</sup>Маслова С. О., Опалов О. А. Фінансовий ринок. Навчальний посібник. Друге видання, виправлене. – К.: Каравела, 2003. – С. 87.

<sup>3</sup>Крупка М. І. Фінансово-кредитний механізм інноваційного розвитку економіки України. – Львів: Видавничий центр Львівського національного ун-ту імені Івана Франка, 2001. – 608 с.

у їхній конкретності й розмаїтості; аналіз ринку фінансового капіталу у динаміці (русі та розвитку); визначення перспектив розвитку ринку з урахуванням світових політико-економічних процесів.

На нашу думку, ринок фінансового капіталу – це ринок (система (група) взаємозалежних ринків), на якому капітал у фінансовій (грошово-кредитній) формі мобілізується з метою задоволення різноманітних потреб держави, підприємницьких структур та населення. Основними принципами забезпечення стабільності ринку фінансового капіталу є захист прав власності, вільний обіг капіталу та усунення державно-бюрократичних перешкод.

Економічне дослідження тенденцій і закономірностей розширеного відтворення дає змогу поглибити розуміння сутності законів і категорій процесу становлення ринку фінансового капіталу, прослідкувати основні й вторинні тенденції історичного походження і розвитку даного ринку. Його органічність представлена в діалектичній єдності світової економічної системи та її складових частин, цілого і часткового, загального та особливого, у їхній динаміці (зміні й розвитку форм), у якісних перевтіленнях і кількісних перетвореннях.

Становлення ринку фінансового капіталу тісно переплітається з процесом первісного нагромадження і розвитком світової капіталістичної системи в XVIII ст., які позитивно вплинули на розвиток виробничих відносин, тому й капіталістична система набула характеру домінуючого фактора всесвітньо-історичного розвитку. Формування ринку фінансового капіталу в Україні розпочалося наприкінці XVIII ст. – початку XIX ст. В Україні, як і в більшості країн Центральної й Східної Європи, процес розвитку ринку фінансового капіталу відбувався синхронно й подібно до західноєвропейських аналогів, хоча він і був тривалішим та ускладненим певними національними особливостями<sup>1</sup>. Промисловий переворот наприкінці XVIII ст. створив відповідну матеріально-технічну базу для капіталізму, зробив його розвиток незворотним.

Ринок фінансового капіталу в системному вимірі супроводжується різноманіттям форм власності й форм господарювання, свободою підприємництва (вибору партнерів) і ринкових суб'єктів (встановлення

---

<sup>1</sup>Вопросы первоначального накопления капитала и национальные движения в славянских странах. – М.: Изд-во «Наука», 1972. – 278 с.

<sup>2</sup>Ленін В. І. Твори. – Т. 27. – С. 323.

<sup>3</sup>Гильфердинг Рудольф. Финансовый капитал. Новейшая фаза в развитии капитализма / Пер. с нем. И. Степанова. Издан. шестое стереотипное. – М.-Л.: Государственное социально-экономическое изд-во, 1931. – 460 с.

цін), конкуренцією товаровиробників (фінансових інституцій), доступом ринкових суб'єктів до інформації про стан економічної кон'юнктури та частковим обмеженням можливостей держави у регулюванні економічних процесів.

Суть фінансового капіталу В. І. Ленін в праці «Імперіалізм, як найвища стадія капіталізму» розкриває наступним чином: «Концентрація виробництва; монополії, що виростають з неї; злиття або зрощування банків з промисловістю – ось історія виникнення фінансового капіталу і зміст цього поняття». Відповідно фінансовий капітал, що концентрується в «небагатьох руках і користується фактичною монополією» поступово отримує прибуток від засновництва, від випуску фондів паперів, від державних позик «обкладаючи все суспільство даниною монополістам»<sup>2</sup>.

Р. Гільфердинг в енциклопедичній праці «Фінансовий капітал» описав, як функціонує капітал<sup>3</sup>. Фінансовий капітал є грошовим капіталом і має форму руху останнього Г-Г' («представляє гроші, що приносять гроші»). Як грошовий капітал він виступає у двох формах – позичковий і фіктивний, що надається в розпорядження промисловцям. Банки виступають посередниками і саме вони прагнуть постійно зростаючи частку грошового капіталу «перетворити у власний капітал і в такий спосіб фінансовому капіталу додають форму банківського капіталу». Банківський капітал також перетворюється в просту форму (грошову форму) реально функціонуючого капіталу, тобто промислового капіталу. Одночасно змінюється самостійність торгового капіталу, поділ банківського капіталу й продуктивного капіталу «знищується» у фінансовому капіталі.

Значний внесок у дослідження питань фінансового капіталу було зроблено радянськими економістами. Можна відзначити роботи В. Є. Мотильова, Г. П. Солюса, Ю. І. Юданова. Вчені загалом визнавали, що фінансовий капітал є феноменом імперіалізму, оскільки не окремі монополії, а фінансові групи контролюють цілі сектори економіки,

---

<sup>1</sup>Власть крупного капитала / Ин-т мировой экономики и междунар. отношений; Отв. ред. Е. С. Хесин, В. Н. Шенаев, Ю. И. Юданов. – М.: Мысль, 1987. – С. 243.

<sup>2</sup>Мотылев В. Е. Финансовый капитал и его организационные формы. – М.: Изд-во социально-экономической литературы, 1959. – С. 83.

<sup>3</sup>Современный рынок капиталов / Под ред. д-ра экон. наук проф. Г. П. Солюса. – М.: Финансы, 1977. – С. 1–9.

<sup>4</sup>Енциклопедичний словник бізнесмена: Менеджмент, маркетинг, інформатика / Під заг. ред. М.І. Молдованова. – К.: Техніка, 1993. – Терміни парал. рос., англ., нім., фр., пол. – С. 282.; Словник сучасної економіки Макміллана / Пер. з англ. – К.: «АртЕК», 2000. – С. 567–568.

використовуючи державу у своїх інтересах<sup>1</sup>. Для багатьох робіт цього періоду було характерне дослідження зосередження уваги на конкретних формах капіталу. В. Є. Мотильов зазначав, що фінансовий капітал є якісно новою формою капіталу, в якій об'єднується власність на промисловий і банковий капітал, проте це не нівелює відмінності між цими видами капіталів, які продовжують функціонувати самостійно в економічній системі<sup>2</sup>.

Г. П. Солюс констатував, що втручання держави в процеси формування і вкладення капіталів із застосуванням адміністративної та економічної сили змінило структуру і фінансовий механізм ринку капіталів<sup>3</sup>.

У сучасних умовах великі компанії та банки господарюють у всіх основних сферах економіки. Оскільки у світовій економіці простежується стійка тенденція зростання взаємного володіння акціонерним капіталом банків та нефінансових корпорацій, концентрація акцій у системах холдинг-компаній та інших подібних фінансових інституціях, тому фінансовий капітал (financial capital) визначають як складну систему взаємозв'язків великих кредитно-банківських інституцій з нефінансовими корпораціями<sup>4</sup>. Фінансовий капітал – це ліквідні активи на відміну від фізичних активів компанії. Компанії можуть мати капітали різноманітних типів. Принципово відрізняються акціонерний капітал і боргові зобов'язання.

Російський економіст Є. Ф. Борисов зазначає, що фінансовий капітал виникає в процесі переплетення економічних зв'язків, і всі конкретні форми господарської діяльності (промислової, торгової, банківської) об'єднуються в єдину цілісність<sup>1</sup>. Слід зазначити, що в Російській Федерації дане поняття та його модифікація вивчаються студентами за курсом економічної теорії.

Промисловий капітал у єдиному процесі відтворення функціонує в трьох формах. У формі грошового капіталу він створює необхідні передумови для початку процесу виробництва через купівлю засобів виробництва і робочої сили. Відповідно грошовий капітал перетворюється в продуктивний і в процесі виробництва створюється відповідна кількість товарів. Перехід у товарну форму капіталу є умовою перетворення в грошовий капітал, що стає більшим на величину додаткової вартості, створеної у процесі виробництва. У процесі відтворення форми капіталу не лише перетворюються одна в іншу, а й

---

<sup>1</sup>Борисов Е.Ф. Экономическая теория: Учебник. – М.: Юристъ, 2000. – С. 358–360.



існують одночасно грошовий, продуктивний і товарний капітал. Паралельне існування різних форм капіталу є передумовою розвитку позичкового капіталу. Зауважимо, що частина капіталу має перебувати у формі грошового капіталу для підтримання процесу виробництва.

Грошовий капітал є важливою ланкою в процесі перетворення капітальної вартості в товарну форму і потім товарного капіталу – у продуктивний. Грошовий капітал є однією з форм існування промислового капіталу. У кругообігу продуктивного й товарного капіталу грошовий капітал виконує функції грошей.

Вільна конвертація в валюту сприяє зростанню мобільності грошового капіталу. Вона зумовлює переплетення різних національних грошових ринків і сприяє розширенню міждержавних грошових ринків. Рух грошового капіталу між різними національними грошовими ринками відображається у відсоткових ставках, які визначаються відповідно до конкурентних умов використання позичкового капіталу. Функції грошового капіталу визначаються не характером капіталу, а його грошовою формою. Гроші являють собою грошовий (авансований) капітал і є носіями капітальної вартості в процесі кругообігу капіталу.

Процес появи вільного капіталу має місце у сфері обігу. У випадку порушення рівноваги у сфері виробництва й обігу грошовий капітал може виявитися надлишковим. Очікуючи свого застосування, частка грошового капіталу виходить зі сфери обігу доти, поки не виникне можливість для нового його застосування. Функціонування капіталу зумовлює потребу в збільшенні обсягів грошових ринків і ринків капіталу.

На нашу думку, дослідження проблематики функціонування ринку фінансового капіталу важливо здійснювати не лише у вузькоприкладному конкретно-економічному напрямку, а й загальнотеоретичному плані, як цілісної системної структури. Процедура пізнання суті ринку фінансового капіталу зводиться до розгортання його в логічну систему економічних категорій, що мають глибинний внутрішній зв'язок і складну взаємозалежність.

Ринок фінансового капіталу тісно пов'язаний із законом розширеного відтворення, який діє поза національними кордонами ще на стадії становлення ринку. Розвиток ринку фінансового капіталу не є сумою оборотів індивідуальних капіталів, а є органічною єдністю, що характеризується відповідними особливостями. У процесі дослідження руху індивідуального фінансового капіталу з'ясовуються форми його руху, кругообіг та оборот, вплив швидкості обороту капіталу на норму прибутку.

Відтворення й нагромадження фінансового капіталу приводять до

зростаючої концентрації капіталів, яка прискорює нагромадження капіталу, сприяє підвищенню органічної будови капіталу, і, відповідно, зниженню норми прибутку.

Особливу увагу економічна й філософська науки приділяють вивченню проблематики системних відносин. Важливою є констатація того, що кожне суспільне явище має подвійну якісну структуру, як функціональну, так і загальносистемну. Ринок фінансового капіталу потрібно досліджувати в русі й розвитку. На нашу думку, ігнорування такого підходу при вивченні ринку є перешкодою для створення стрункої системи відносин з урахуванням дії економічних законів.

Згідно з принципом матеріалістичної діалектики основну ознаку цілісної органічної системи визначають інтегральні якості й враховується реальний економічний стан. Усі конкретні форми господарської діяльності (промислова, банківська, торгова) об'єднуються в єдину цілісну структуру. Корпорації (акціонерна форма власності) у даному вимірі відіграють особливу роль у ринкових процесах, оскільки гнучко реагують на коливання попиту, цін, прийняття рішень про величину й структуру інвестицій, доцільності позик на ринку фінансового капіталу. Потужні корпорації, як правило, дуже швидко реагують на зміну ринкової ситуації, маючи відповідний досвід і наявні можливості.

На нашу думку, зростання капітальної вартості – це мета процесу виробництва, проте основним завданням є оптимізація між сприянням зростанню капіталу й необхідністю його збереження для зменшення можливих ризиків. В умовах економічного підйому домінує прагнення до зростання капіталу незалежно від обраних стратегій, а при погіршенні ринкових умов корпорації спрямовують свою діяльність на мінімізацію втрат.

Економічний потенціал корпорацій сприяє стійкості щодо кон'юнктурних коливань на ринку. Співпраця з кредитними установами, диверсифікація виробництва дають їм змогу здійснювати довготермінове стратегічне планування своєї фінансової та інвестиційної діяльності. Централізація капіталу досягає великих масштабів у процесі зростання зацікавленості у створенні нових акціонерних товариств банківським капіталом, який не лише бере участь у формуванні статутного капіталу корпорацій, а й сам активно освоює акціонерну форму діяльності. Це сприяє взаємодії й зрощуванню банківської та промислової сфер економіки.

Органічна єдність банківського і промислового капіталів дозволяє спільно купувати контрольні пакети акцій. Фінансовий капітал не задовольняється пануванням у сфері матеріального виробництва і

прагне контролювати небанківські фінансово-кредитні установи (інвестиційні компанії, пенсійні фонди, страхові компанії, ощадні каси). Відповідно, фінансовий капітал здійснює контроль за величезними заощадженнями населення й внесками підприємств у зазначені небанківські інституції. Власники фінансового капіталу також зацікавлені у створенні добродійних фондів, які мають податкові пільги. Відрахування частини прибутків у вигляді цінних паперів (акцій, облігацій) у довірче управління (трасти) дозволяє отримувати доходи при розміщенні активів у благодійні фонди.

У процесі поетапного становлення ринку фінансового капіталу відбувається не просто становлення економічних відносин і навіть не лише зміна масштабів відтворення, а змінюється структура і відбуваються якісні зміни у відносинах між його учасниками. Їх складно відслідкувати, якщо розглядати окремо певний етап відносин, оскільки лише в розвитку ліпше проявляються як кількісні, так і якісні зміни. Тому поняття 'рунтового дослідження повинні бути розташовані не в довільному порядку, а в логічній послідовності, у якій вони внутрішньо і зовнішньо взаємопов'язані між собою, оскільки єдина субстанціональна основа відображає основний зміст історичного процесу виникнення, існування та розвитку ринку фінансового капіталу.

Багатомірність і складність функціонування ринку фінансового капіталу зумовлює актуальність визначення та оцінки впливу змін на окремі його елементи та всю систему загалом, пошук ланок економічної структури, зрушення у яких безпосередньо чи опосередковано впливають на розвиток ринку. Для повноти дослідження в економіці використовують види і способи наукового пізнання, опрацювання отриманого матеріалу за допомогою аналізу і синтезу, історичний і логічний (теоретичний) методи, індукцію (від одиничних фактів до загальних положень і висновків), дедукцію (перехід від загальних висновків до відносно одиничних (часткових)), логіко-математичні моделі.

Функціонування капіталу в країнах з ринковою економікою супроводжується нагромадженням фінансового капіталу з урахуванням особливостей циклічності розвитку. Як відомо, динамічність розвитку ринку фінансового капіталу залежить від наступних факторів: стадії економічного циклу розвитку країни; рівня середньої норми прибутку (доходу) на капітал; дієвості (рівня) конкуренції; системи оподаткування тощо. Економічний цикл включає кілька основних стадій: підйом (суцільна зайнятість, повна потужність виробництва, зростання цін –

ділова активність поступово припиняється); спад виробництва (скорочення зайнятості, ціни не піддаються тенденції до зниження (ціни падають якщо серйозний спад – депресія); найнижча точка спаду (низький рівень виробництва й зайнятості). Потім знову підйом: позбавлення виробництва, повна зайнятість, підвищення рівня цін тощо.

Розширення та поглиблення міжнародних відносин, глобалізація економіки супроводжується і підтримується аналогічними процесами у сфері фінансових відносин. Нагромадження капіталу й формування ринку фінансового капіталу є не тільки специфічною формою розвитку продуктивних сил, а й однією з основних ланок у механізмі циклічного відтворення. Суть фінансово-кредитних відносин означає в той же час і розвиток властивих їм внутрішніх протиріч. Одночасно цей розвиток може призводити до можливих економічних (фінансових) криз. Разом із проявом криз розпочався циклічний розвиток капіталу. Цикл став специфічною і закономірною формою руху фінансового капіталу. Періодичні економічні кризи почали проявлятися тільки з початку XIX ст., тому й циклічність відслідковують і досліджують з цього ж періоду.

Закон криз характерний для процесу виробництва. Концентрація виробництва й капіталу сприяла становленню потужних корпорацій і банківських установ, тоді як кризи надвиробництва зумовлювали суттєві коливання обсягів і структури нагромадження, змушували проявлятися відповідним адекватним реакціям у сфері нагромадження капіталу, що підтримує циклічний характер розвитку економіки.

Виникнення капіталістичного способу виробництва в Англії відносять до XVI ст., а перша економічна криза сталася лише в 1825 р. За три століття існування капіталізму в Англії не було загального масового перевиробництва, яке змогло спричинити кризові ситуації. Світова економічна криза 1857 р. була зумовлена впливом циклічного розвитку економіки. Стихійний вплив ринку на виробництво і зростаюча конкуренція періодично призводили до криз надвиробництва. З часом промислові кризи поступово переросли у фінансові.

Основи теорії довготермінових коливань економіки (великих циклів кон'юнктури) були закладені на початку XX ст. Першим зазначив існування тривалих циклів Парвус у праці «Торгова криза й профспілки»<sup>1</sup>, К. Каутський у праці «Теорія криз»<sup>2</sup>, російський економіст

<sup>1</sup>Handelskrisis und Gewerkschaften, 1901, S. 26.

<sup>2</sup>Die neue Zeit, 1901-1902, B. II, S. 136–143.

<sup>3</sup>Варга Е. С. Современный капитализм и экономические кризисы. Избранные труды. Второе издание. – М.: Изд-во Академии наук СССР, 1963. – С. 10.

М. Д. Кондратьєв («Великі цикли кон'юнктури»). У 1920-х рр. М. Д. Кондратьєв опублікував праці, у яких систематизував зібраний емпіричний матеріал й об'рунтував основи теорії довгих хвиль. Основна мета досліджень полягала у розробці методології довготермінового прогнозування тенденцій еволюціонування протягом тривалих циклів. Значний внесок зробив австрійський економіст Й. Шумпетер («Економічні цикли», 1939 р.), який відродив теорію довгих хвиль, розвинув теорію нововведень і спробував поєднати періодизацію довгих хвиль з характерними етапами науково-технічного прогресу.

Цикли кон'юнктури охоплювали періоди 8–10 років, американські економісти констатували цикли з періодами 3–4 роки (у Європі спостерігалися триваліші цикли). Тривалі цикли пов'язані з капіталовкладеннями в основні засоби, а короткі цикли – з інвестиціями в обігові кошти. Деякі економісти вважали, що існують ще більш тривалі цикли з періодом 50–60 років. Відповідно, в економічній теорії досліджують цикли: К. Жульєра (Juglar cycle) – 10-річний цикл; Д. Кітчина (Kitchin cycle) – 3-річний цикл; С. Кузнеця (Kuznetz cycle) – 20-річний цикл, М. Кондратьєва (Kondratiev cycle) – тривалий цикл від 45 до 60 років.

Є. С. Варга у монографії «Сучасний капіталізм та економічні кризи» (1963 р.; зауважимо, що за цю працю він і ще два автори були нагороджені Ленінською премією) виокремив наступні теорії криз: 1) кризові явища мали місце в усіх суспільних формаціях; 2) кризи породжуються не суспільними причинами, а стихійними; 3) причини криз полягають у недоспоживанні; 4) диспропорційність між окремими галузями виробництва тощо. Економісти Е. Лундберг, Дж. Дьюзенберрі, Р. А. Гордон визнавали неминучість циклічних коливань господарської активності та їхній зв'язок з процесами в реальному секторі економіки<sup>3</sup>. Циклічні кризи пов'язані зі структурними змінами, інфляцією, перенагромадженням капіталу й зростанням безробіття. Перевиробництво товарів і перенагромадження фінансових капіталів мають місце майже в усіх промислово розвинутих країнах. Нагромадження виробничих потужностей (основного капіталу), з одного боку, і зростання економічної могутності корпорацій – з іншого сприяли розширенню присутності фінансового капіталу у всіх фазах циклу й виникненню прихованого надвиробництва без інтенсивної фази підйому.

З 1920-х рр. держава почала координувати антикризовий розвиток, вирішувати проблеми, пов'язані з циклічністю криз, регулювати структуру криз. Заходи були спрямовані на запобігання криз, забезпечення життєдіяльності у випадку кризи, а також на її ліквідацію. Виокремилися наступні кризові проблеми: економічні (фінансові) – неспроможність, заборгованість, неплатежі; методологічні – характер,

причини, можливі наслідки; організаційно-правові та соціально-психологічні.

Особливість сучасних циклів зумовлена зменшенням глибини криз унаслідок впливу державного регулювання та міждержавних чинників (союзів, інституцій), що мають значний економічний вплив на розвиток внутрішніх ринків та їхню координацію в міжнародному масштабі. Система антициклічних державних заходів сприяє скороченню фази депресії, а тому менш глибокими й тривалими стали циклічні кризи. Крім цього, змінився механізм ціноутворення в процесі циклічного руху – скорочення виробництва у більшості випадків не супроводжується зниженням цін.

Якщо ринок – це обмін виготовленої продукції на продукцію інших підрозділів виробництва, то ринок фінансового капіталу – це обмін фінансового капіталу між виробничою й фінансовою сферами. Оскільки діє об'єктивний закон вартості, то обмін фінансовим капіталом (послугами), здійснюється незалежно від методів (адміністративний, директивний тощо), залишається обміном і не залежить ні від способів обміну, ні від форм власності. У процесі обміну відбувається перерозподіл додаткової вартості й при цьому не завжди справедливо з погляду тих, від кого вилучається значна її частка. Загалом, це більше залежить не від механізму обміну чи кон'юнктури ринку, а від економічної ситуації й обраної стратегії розвитку суспільства.

Ринок фінансового капіталу сприяє синхронізації розвитку економічної кон'юнктури, руху взаємопов'язаного фінансового капіталу; є своєрідним резервуаром, у який впливається перенагромаджений позичковий капітал; сприяє руху капіталу в міжнародному масштабі, диверсифікації вкладень для індивідуальних та інституційних інвесторів й перерозподілу додаткової вартості у процесі операцій з цінними паперами.

Розглядаючи сучасний етап ринку фінансового капіталу, необхідно зазначити один із принципів його еволюції – принцип рівноваги, який розуміють як відносну стійкість і міцність економічних зв'язків між учасниками економічних відносин. Дотримання принципу рівноваги сприяє стабільності функціонування й розвитку сучасних ринкових відносин. У сучасній економіці основними засобами забезпечення стабільності функціонування ринку фінансового капіталу є захист власності, вільний обіг капіталу та усунення зайвих і застарілих адміністративних (бюрократичних) перешкод.

Розвиток ринку фінансового капіталу в Україні значною мірою

---

<sup>1</sup>Поліморфізм – від *ἀδᾶϝ*. *polymorphos* – різноманітний.

залежить від послідовної державної політики з урахуванням економічної та політичної доцільності тих чи інших заходів. На нашу думку, держава повинна забезпечити принаймні: макроекономічну стабільність; знизити рівень інфляції; забезпечити достовірність інформації; сприяти розвитку державного та приватного секторів економіки; лібералізувати зовнішньоекономічний режим; усунути бюрократичні перепони (спростити процедури видачі ліцензій та дозволів – усунути дію системи red tape; реєструвати інвестиції в межах єдиної (але розгалуженої) державної установи – one-stop investment process); забезпечити прогнозованість та адекватність оподаткування.

Поліморфізм<sup>1</sup> ринку фінансового капіталу характеризується цілісністю, організованістю, керованістю та цілеспрямованістю. Суть ринку фінансового капіталу можна розкрити при визначенні його наступних функцій:

- спільне залучення, розміщення та використання тимчасово вільних грошових нагромаджень (заощаджень) на первинному й вторинному ринках;

- контроль за використанням мобілізованих коштів з боку держави, учасників процесу інвестування тощо.

Ширше функції ринку фінансового капіталу можна також визначити як регулюючу, інтегруючу, стимулюючу й інформаційну. Функції ринку фінансового капіталу передбачають: 1) формування конкурентного середовища; 2) узгодження економічних інтересів учасників; 3) встановлення оптимальних пропорцій між різними його ланками (секторами); 4) забезпечення впровадження досягнень науково-технічного прогресу; 5) ефективне функціонування єдиної системи; 6) ціноутворення та оцінка результатів діяльності учасників.

Основними рушійними силами соціально-економічного розвитку суспільства є потреби, інтереси та конкуренція. Конкуренція з діючим механізмом цін, стихійно регульованих попитом та пропозицією, є основною рушійною силою економічного прогресу. При соціалізмі конкуренція виробників загалом підмінялася конкуренцією споживачів.

---

<sup>1</sup>Маркс К., Енгельс Ф. Святе сімейство, або критика критичної критики. Проти Бруно Бауера і компанії. – Твори. – Т. 2. – С. 128.

<sup>2</sup>Ленін В. І. Філософські зошити. – К.: Вид-во політичної літератури України, 1979. – С. 78.

<sup>3</sup>Гвелесиани Р. А. Экономические интересы социалистического общества. – Тбилиси: Мецниереба, 1988. – С. 14. Шульга З. П., Палкін Ю. І. Інтереси, стимули, зацікавленість. Шляхом заповітів В. і. Леніна. – К.: Вид-во Київського ун-ту, 1970. – С. 24.

<sup>4</sup>Вамбола Вокк. Экономические интересы и создание системы показателей оценки эффективности функционирования производства. – Таллин: Изд-во «Ээсти Раамат», 1977. – С. 65.

В умовах трансформаційної економіки конкуренція стимулює розвиток ринку фінансового капіталу, змушує підтримувати високу ділову активність учасників, шукати нові перспективні напрямки розміщення капіталу з метою отримання прибутків і надприбутків. Ринкова конкуренція також зумовлює особливі тенденції у перебігу можливих фінансових криз; обраній навмисній стратегії підприємств (АТ), спрямованій на запобігання входженню в ринок нових конкурентів (шляхом здійснення різноманітних юридичних маневрів; встановлення нижчих цін, ніж у новостворюваних суб'єктів господарювання).

Узгодження інтересів передбачає забезпечення реалізації економічних інтересів суб'єктів господарювання й стимулювання ефективності їхньої економічної діяльності з метою отримання прибутку.

Фінансовий капітал виникає в процесі переплетення економічних зв'язків (інтересів). Інтереси, через які проявляються економічні відносини, відіграють визначальну роль у розвитку суспільства. Досліджуючи переплетення інтересів підприємств і банків, відслідковуємо зрощування перших із другими, відповідно грошовий і промисловий капітали діють спільно, зміцнюючи ділові зв'язки, створюючи систему контролю кредитів і розподілу прибутків (доходів).

Інтереси за суттю знаходяться на межі економіки й філософії. Вони відображають економічні відносини, властиві певному способу виробництва, а тому є тим механізмом, у якому проявляються економічні закони. У домарксистській філософії суспільні процеси та явища розглядалися з ідеалістичних позицій, загалом ігнорувалося значення інтересів, вони вважалися детермінованими лише на біологічному, а не соціальному рівні. К. Маркс писав «...інтерес – ось що зчіплює одного з одним членів громадянського суспільства»<sup>1</sup>. У «Філософських зошитах» В. І. Ленін зазначав, що інтереси «рухають життям народів»<sup>2</sup>.

Проблемам інтересів присвятили праці вітчизняні й зарубіжні економісти А. В. Бузгалін, Вокк Вамбола, А. І. Колганов, Ю.І. Палкін, Н. А. Цаголов, З. П. Шульга, Р. А. Гвелесіані. Більшість вчених вважає, що економічні інтереси – це інтереси людей, спрямовані на задоволення матеріальних і духовних потреб<sup>3</sup>. Вокк Вамбола приділяв особливу увагу формуванню матеріальної зацікавленості з урахуванням особливостей виробничих відносин<sup>4</sup>.

Вихідним методологічним принципом у дослідженні економічних інтересів є визнання конкретно-історичного походження потреб і констатація того, що економічні потреби породжуються суспільними потребами та певним етапом економічного розвитку. Форми узгодження інтересів є перехідними і залежать від рівня усупільнення виробництва та зрілості виробничих відносин.



На нашу думку, у ринковій економіці кожний учасник діє з урахуванням насамперед власних інтересів. Формування інтересів осіб (учасників ринкових відносин) відбувається незалежно від волі й свідомості людей, вони діють, виходячи з реальних економічних відносин. Визнання об'єктивної природи економічних інтересів передбачає не тільки існування цих інтересів до їхнього усвідомлення соціальними суб'єктами, а й можливості руху, їх реалізації в об'єктивній дійсності.

Оскільки економічний інтерес є об'єктивним, тому він не може бути невизначеним у собі, а може бути лише частково невизначеним у свідомості. Реальним економічний інтерес є не тому, що він усвідомлений, а навпаки – усвідомлюється тому, що об'єктивно реальний.

Рушійні сили і спонукальні причини існують в органічній єдності. Перші виступають як об'єктивні зовнішні чинники, що визначають поведінку, а другі передбачають усвідомлену цілеспрямовану діяльність, спрямовану на досягнення поставлених цілей. Відповідно, таке співвідношення можна трактувати як діалектичну єдність об'єктивного й суб'єктивного в економічній діяльності.

Усвідомлення учасниками ринку фінансового капіталу економічних інтересів набуває форми мети і є основною спонукальною причиною її втілення. Визнання об'єктивного характеру фінансових (чи матеріальних) інтересів не заперечує ролі суб'єктивного, оскільки інтереси залежать від суспільства й людей. При соціалізмі, в умовах суспільної власності на засоби виробництва суб'єктивний фактор відігравав суттєву роль у прийнятті соціально-економічних рішень. У перехідній економіці інтереси відображають об'єктивну спрямованість діяльності суб'єктів ринку на забезпечення умов власного відтворення.

Економічний стан операторів ринку фінансового капіталу відображає ступінь зрілості системи економічних відносин. Суть економічних інтересів пов'язана з об'єктивною необхідністю задовольняти потреби, що неухильно розвиваються. Економічні інтереси, що виникають у певній історичній системі виробничих відносин як першооснові, зумовлюють необхідність детермінованої діяльності певних суб'єктів стосовно інших суб'єктів економічних відносин у процесі суспільного відтворення. Відповідно економічні інтереси сприяють об'єктивній

---

<sup>1</sup>Стратегічні інтереси України в країнах Чорноморського реґіону та проблеми національної безпеки / Б. О. Парахонський та ін.: Монографія. – К.: НІСД, 2001. – (Сер. «Зовнішньополітичні стратегії»; Вип. 7). – С.15.

<sup>2</sup>Ткаченко В. А. Співдружність Незалежних Держав та національні інтереси України. – К.: Інститут громадського суспільства, 1998. – С. 15–16.

спрямованості динамічного розвитку системи виробничих відносин з властивою їм єдністю неперервності й дискретності.

Реалізація економічних інтересів у сукупності й взаємозв'язку може бути представлена як постійна зміна власне виробничих відносин, тому економічні інтереси втілюють у собі об'єктивну необхідність відтворення й розвитку економічних суб'єктів (учасників ринку фінансового капіталу), реалізації сукупності економічних інтересів у їхній взаємодії. Інший підхід до дослідження останніх веде до логічного протиріччя.

Становлення ринку фінансового капіталу свідчить про необхідність урахування економічних інтересів, сприяння їхньому розвитку в суспільно корисному напрямку й створення умов втілення всієї сукупності економічних інтересів. Взаємозв'язок, взаємозалежність і взаємодія економічних інтересів учасників ринку є цілісною системою.

У процесі розвитку ринку фінансового капіталу система економічних інтересів відзначається певною специфікою. Водночас ця система має загальні риси, властиві ринковим відносинам, а тому дає змогу глибше вивчити особливості цих інтересів. Регулювання ринку (зокрема, застосування жорстких адміністративних заходів, що враховують необхідність узгодження різноманітних інтересів) не завжди можуть привести до позитивних результатів. Зближення цілей учасників процесу становлення ринку фінансового капіталу дозволяє узгодити методи досягнення, а разом із цим й систему економічних інтересів з метою уникнення їх можливої деформації.

Економічна політика держави повинна спиратися на економічні закони, спільні економічні інтереси учасників ринку фінансового капіталу та інших сфер економіки. Чим повніше державна політика відображає економічні інтереси, тим реальніше вона втілює об'єктивну необхідність реформування господарського комплексу і фінансової сфери. Б. О. Парахонський вважає, що визнання національних інтересів відбувається на трьох рівнях: глобальному, реґіональному і локальному<sup>1</sup>. В. А. Ткаченко у праці «Співдружність Незалежних Держав та національні інтереси України» (1998 р.) особливу увагу приділяє дослідженню національних інтересів країн-учасниць СНД, акцентуючи увагу на різні орієнтири, зокрема геополітичні цілі, різний економічний рівень, належність до різних

<sup>1</sup>Цаголов Н. А. Вопросы теории производственных отношений социализма. Избранные произведения. – М.: Изд-во Моск. ун-та, 1983. – С. 307.

<sup>2</sup>Мочерний С. В. Основи економічних знань: Підручник. – К.: Видавничий центр «Академія», 2001. – С. 47.

<sup>3</sup>Сизоненко В. О., Колесник Н. Ф. Власність. Інтереси. Підприємництво. Питання теорії та методології. – К.: Тов-во «Знання» України, 2000. – С. 21.

<sup>4</sup>Засанський В. В. Роздержавлення та приватизація – основ а реформування економіки України. – Львів: Кальварія, 1996. – С. 78.

регіонів тощо<sup>2</sup>.

Суспільні, колективні та особисті інтереси у межах своєї спільності мають власну специфіку і самостійну відокремленість. Суспільні інтереси – це відносини між суспільством і колективами підприємств (фінансових інституцій), а також кожним працівником (учасником ринку фінансового капіталу) зокрема. Суспільний інтерес пов'язаний зі встановленням відповідних пропорцій у розвитку економіки та оптимальним співвідношенням у розподілі суспільних благ. Н. А. Цаголов у статті «Сутність і види управління соціалістичним виробництвом» (1972 р.) писав, що управління повинно реалізувати загальнонародні (загальнодержавні) інтереси, а також реалізувати специфічний інтерес підприємства<sup>1</sup>.

Колективні інтереси – відносини певного колективу із суспільством, іншими колективами й працівниками. С. В. Мочерний вважає, що колективні інтереси існують у двох основних формах 1) трудові колективні інтереси, тобто працівників, які викупили підприємство; 2) колективна капіталістична власність, яка створюється шляхом злиття капіталів кількох підприємців<sup>2</sup>. Деякі вчені виокремлюють систему підприємницьких інтересів, яка характеризується поєднанням конкуренції на базі економічного відособлення та консолідації певних напрямків господарської діяльності на основі співробітництва<sup>3</sup>.

Економічні колективні інтереси в цілому є формою здійснення загальних інтересів та одночасно частково формою реалізації економічних особистих інтересів. Загалом колективний інтерес виражає цільову спрямованість на задоволення виробничих (фінансових) та особистих потреб колективу. Якщо суспільний інтерес пов'язаний з формою всього валового внутрішнього продукту, то колективний економічний інтерес – з формою власного продукту підприємства, за рахунок реалізації якого задовольняються різноманітні потреби колективу підприємства. Це зумовлює як єдність, так і розбіжність суспільного й колективного інтересів. В. В. Засанський у монографії «Роздержавлення та приватизація – основа реформування економіки України» (1996 р.) зазначив, що в умовах реформування відносин власності й перетворення працівника підприємства з власника «колективного» на власника «акціонерно-колективного» не було змінено його ставлення до власності, що вплинуло на ефективність роботи приватизованих підприємств<sup>4</sup>.

Особистий інтерес зумовлює цільову спрямованість забезпечення розвитку індивідуумів (окремих осіб). Грошові доходи і заощадження лише

---

<sup>1</sup> Кейнс Дж. М. Общая теория занятости, процента и денег / Пер. с англ. А. Г. Милейковского, И. М. Осадчей. – М.: Издательство «Прогресс», 1978. – С. 199.

потенційно задовольняють потреби особистостей, а реальним виміром, на нашу думку, є власне споживання матеріальних і культурних благ та його незадовільний рівень визначає нереалізованість особистих інтересів.

Оптимізація передбачає найбільш вигідну та ефективну спеціалізацію, випуск видів продукції чи надання фінансових послуг, що є економічно доцільними для суб'єктів господарювання (юридичних осіб), реґіонів і держави з метою досягнення суспільних цілей з найменшими витратами.

Фінансова система повинна працювати на розвиток економіки і зростання добробуту громадян, а тому функціонування ринку фінансового капіталу тісно взаємопов'язане з економічною політикою держави. Фінансово-кредитна політика повинна орієнтуватися на обрану інноваційну модель розвитку суспільства і забезпечувати оптимальність прийняття рішень у мінливих умовах ринкового середовища. Відповідно, державі слід сприяти впровадженню у процес відтворення досягнень науково-технічного прогресу і на цій основі заохочувати зниження індивідуальних витрат нижче суспільно необхідних.

Об'єктивне функціонування й розвиток ринку фінансового капіталу слід розглядати як єдине ціле. Найважливішим методологічним принципом при дослідженні сучасного ринку фінансового капіталу є вивчення його як цілісної системи економічних відносин, основними особливостями якої є специфічний спосіб взаємозв'язку й взаємодії її складових елементів і розвиток за законами, властивими винятково їй.

Структурний фактор може впливати як позитивно, так і негативно на формування показників ефективності нагромадження фінансового капіталу, тому важливо створити умови для реалізації переваг спільної діяльності на всіх рівнях та у всіх сферах діяльності (виробничій, фінансовій, соціальній). Структурна ефективність залежить від формування співвідношення у формах і суб'єктах функціонування господарства на всіх його рівнях. Відповідно, ефект економічної діяльності залежить від залучених суб'єктів господарювання у сфері відтворення, що дозволяє власникам фінансового капіталу в результаті досягнути його нагромадження.

Основні економічні закони (вартості, попиту у й пропозиції) регулюють ціни, які в ринковій економіці вільно встановлюються й збалансовують попит і пропозицію. Аксіома ціноутворення: найкращий продукт – це

---

<sup>1</sup>Корнєєв В. В. Кредитні та інвестиційні потоки капіталу на фінансових ринках. – К.: НДФІ, 2003. – С. 20–26.

продукт, який швидко реалізується, забезпечує фінансову стійкість суб'єктів господарювання на ринку й приносить доходи. Дж. М. Кейнс визначав граничну ефективність капіталу «як величину, рівнозначну тій дисконтній ставці, що зрівняла б теперішню вартість низки річних доходів, очікуваних від використання капітального майна впродовж терміну його служби, з ціною його пропозиції»<sup>1</sup>. З теоретичної точки зору учасники ринку фінансового капіталу потенційно можуть значно підвищувати ціни, гальмувати науково-технічні розробки, проте водночас мають у своєму розпорядженні можливості для надання якісних фінансових послуг і встановлення економічно оптимальних цін.

Діяльність потужних фінансових (промислових) інституцій на ринку капіталу не усуває конкуренцію, хоча різноманітні об'єднання, альянси, спілки, орієнтовані на координацію спільної діяльності сприяють пристосуванню до змін економічної кон'юнктури. Політика встановлення доступних цін та якісне надання послуг дає змогу учасникам ринку фінансового капіталу розширювати сферу своєї присутності, оскільки вони самі ж задовольняють потреби потенційних клієнтів. Фінансовий світ є суворо ієрархічним (чітко визначені ніші діяльності його учасників), тому останні десятиліття коливання цін на послуги ринку фінансового капіталу на національних рівнях встановилися в межах економічної доцільності.

Обов'язковим компонентом цілісної економічної системи (у тому числі й підсистеми) є наявність відповідної інфраструктури. Інфраструктура ринку фінансового капіталу включає сукупність організаційно-правових форм, що опосередковують фінансові відносини, тобто це є сукупність систем та установ, що обслуговують даний ринок. Основні елементи інфраструктури, які обслуговують сучасний ринок фінансового капіталу наступні: організаційно оформлене посередництво (товарні, фондові, валютні, сировинні біржі); позабіржове посередництво (ярмарки, аукціони, конкурси); кредитна система (емісійний банк, універсальні банки);

<sup>1</sup>Петровська І. О., Клиновий Д. В. Фінанси (з елементами статистики фінансів). Навчальний посібник. – К.: ЦУЛ, 2002. – С. 19–23. Романенко О. Р. Фінанси: Підручник. – К.: Центр навчальної літератури, 2003. – С. 262–267; Шелудько В. М. Фінансовий ринок: Навч. посіб. – К.: Знання-Прес, 2002. – С. 11–27.

<sup>2</sup>Григорьев Л. М. Циклическое накопление капитала на примере нефинансовых корпораций США. – М.: Наука, 1988. – С. 178.

<sup>3</sup>Попов В. П., Семенов В. П. Организация и финансирование инвестиций. – СПб: Питер, 2001. – 224 с.

<sup>4</sup>Виленский П. Л., Лившиц В. Н., Смоляк С. А. Оценка эффективности инвестиционных проектов: теория и практика: Учеб. пособие. – 2-е изд. перераб. и доп. – М.: Дело, 2002. – С. 602.

<sup>5</sup>Френклин Р. Рут, Філіпенко А. Міжнародна торгівля та інвестиції / Пер. з англ. – К.: Основи, 1998. – 743 с.

фінансова система (зокрема, податкова система); система страхування (страхові компанії); інформаційні центри (технології, засоби електронної комунікації); система регулювання зайнятості населення (центри державного (недержавного) сприяння зайнятості, біржі праці); аудиторські, консалтингові компанії; торгово-промислові палати та спеціальні вільні економічні зони.

Інфраструктура забезпечує оперативність роботи учасників ринку на основі залучення окремих спеціалізованих суб'єктів економіки за видами діяльності, а також полегшує оформлення ринкових відносин відповідно до юридичних і суспільних норм.

В економічній літературі нагромаджено емпіричний матеріал, а також висвітлено окремі сторони, форми й закономірності світового ринку фінансового капіталу<sup>1</sup>. Зауважимо, що виразної несуперечливої теорії, що органічно поєднує у єдину цілісну систему поняття, категорії, закони, що відображають ці відносини на рівні світового ринку фінансового капіталу, поки ще не існує.

Розглянемо різницю між фінансовим ринком і ринком фінансового капіталу. Фінансова сфера охоплює ринок банківських капіталів, ринок цінних паперів, валютний ринок та ринок фінансових установ (страхові компанії, пенсійні фонди, інвестиційні компанії (фонди) тощо). На фінансовому ринку здійснюються операції з руху капіталів, емісія та розміщення фондів цінностей. Фінансові ринки працюють із заощадженнями та інвестиціями (інвестиційними коштами). Регулювання ринку відбувається відповідно до міжнародних, національних та інституційних правових норм.

Зупинимось на методологічних передумовах дослідження сучасного фінансового ринку, які склалися впродовж 1990–2004 рр. Достатньо уваги було приділено проблемам розвитку теорії фінансового ринку<sup>1</sup>. Походження ринку фінансового капіталу має специфічні риси у кожній країні залежно від конкретно-історичних умов, що згодом знаходить своє відображення в його структурі та зумовлює вплив на економічний розвиток суспільства. Становлення ринку фінансового капіталу має історичну матеріально-предметну основу, яка містить передумови протиріч економічних відносин, властивих даному явищу.

Оптимізація співвідношення доходів та інвестицій є однією з основних проблем нагромадження фінансового капіталу в країнах із перехідною економікою. Багато тенденцій нагромадження капіталу не дістали достатнього простору для розвитку або проявлялися доволі слабо. Л. М. Григор'єв констатував, що нагромадження капіталу не є

арифметичною сумою вкладень підприємств, а якісно іншим рівнем абстракції, інвестиції – це не просто дробова частка вкладень капіталу<sup>2</sup>. В економічній літературі проблематика інвестицій досліджується в аспектах доцільності їх фінансування<sup>3</sup>; оцінки ефективності інвестиційних проектів (невизначеність, ризик, фінансовий ринок)<sup>4</sup>; важливості інвестицій у міжнародній діяльності<sup>5</sup>.

Сучасний етап розбудови української державності вимагає зміцнення стабільності й привабливості вітчизняного ринку фінансового капіталу, проведення зваженої фінансово-кредитної політики. Розвиток даного ринку – це об'єктивна закономірність суспільного поступу. Ринок фінансового капіталу ретельно досліджується міжнародними фінансовими інституціями, визначаються причини та особливості кожного з його чинників, а, з метою уникнення неузгодженості прийнятих рішень, державне управління координує свої дії з об'єднаннями промисловців (зокрема, з Українським союзом промисловців і підприємців, Торгово-промисловою палатою).

Виникнення і розвиток ринкових відносин визначаються насамперед чинниками у сфері виробництва, тому становлення ринку повинно відображати виробничу сферу, оскільки вона є основою для розвитку господарських систем. У процесі ринкової інтеграції зникає якісна самостійність виробничої й фінансової сфер, вони стають елементами цілісної системи соціально-економічної діяльності.

За допомогою зміцнення й розширення взаємозв'язків банків із промисловістю фінансовий капітал створює умови для розвитку різноманітних форм об'єднань, що полегшують проникнення капіталу в більшому масштабі у виробництво, торгівлю, соціальну інфраструктуру тощо. Активізація застосування тимчасово вільного фінансового капіталу визначається суттю капіталу, оскільки бездіяльність суперечить самій його природі, призначеного створювати додаткову вартість. Ефективність функціонування ринку фінансового капіталу залежить від певного етапу відтворювального процесу (технологічного циклу), повноти охоплення учасників, рівня економічної діяльності (фінансові схеми, технологічні структури), тривалості розглянутих процесів та формального підходу до оцінки діяльності.

Дослідження ринку фінансового капіталу ґрунтується на використанні методу абстракції, без якого неможливо розкрити

---

<sup>1</sup> Белоус Т. Я. Международные монополии и вывоз капитала. – М.: Наука, 1982. – С. 4–10.

<sup>2</sup> Финансовый капитал и развивающиеся страны. Сборник научных трудов. – М.: МФИ, 1985. – С. 6.

внутрішні закономірності розвитку цього ринку й механізм їхньої взаємодії. Інтегруюче значення ринку фінансового капіталу як якісно нової системи економічних відносин у тому, що він формується відповідно до властивих йому особливостей розвитку. При такому підході недоцільно поділяти економічні відносини на внутрішні (первинні) і зовнішні (вторинні), оскільки для ринку наявні економічні відносини є в основному внутрішніми. Така постановка питання дає змогу уникнути протиріччя іншим підходам при визначенні первинних і вторинних економічних відносин.

Стратегічне управління (зокрема планування) ринку фінансового капіталу вимагає аналізу можливостей ринку, визначення довготермінових перспектив, адекватної та оперативної реакції на зміни, сучасного менеджменту, розробки відповідних процедур і схем з метою забезпечення гнучкості системи відповідно до моделі процесу стратегічного планування. На нашу думку, можна виокремити п'ять основних стадій розвитку ринку: визначення системи ризиків, планування цілей, прогнозування способів досягнення цілей, планування необхідних ресурсів, проектування впровадження й контролю.

Провідні напрямки світових фінансових потоків заперечують єдиний схематизм у підході до дослідження ринку фінансового капіталу, комплексність досліджень з урахуванням політичних, економічних і соціальних чинників. На нашу думку, ринок фінансового капіталу варто розглядати як одну з форм сучасної світової економіки, а виокремлення суттєвих тенденцій розвитку світових ринкових відносин дозволяє принаймні теоретично створити єдину картину ринкового обміну як особливої форми світового господарства. Наприкінці минулого століття розширення міграції фінансового капіталу між країнами набули новітніх рис. Одним з основних напрямків у сфері руху капіталів став розвиток ринку фінансових капіталів постсоціалістичних країн, включаючи переорієнтацію транснаціональних компаній і банків на економіку цих країн як одну з пріоритетних сфер вкладення капіталу.

При соціалізмі підтримка національних експортерів капіталу та обмеження ринку від проникнення «чужих» капіталів була найважливішою прерогативою державної політики у сфері

---

<sup>1</sup>Сливоцький А. Міграція капіталу. (Як у замислах на кілька років випередити своїх конкурентів) / Пер. з англ. – К.: Унів. вид-во «Пульсари», 2001. – С. 229.

<sup>2</sup>Лютій І. О., Рак Р. В. Україна в процесі інтеграції до світового ринку капіталів // Київський національний університет імені Тараса Шевченка. Вісник. Економіка. – Київ: ВПЦ «Київський університет». – 2002. – Вип. 55–57. – С. 76.



зовнішньоекономічних відносин. В економічній літературі досліджувалися основні тенденції монополізації державою зовнішньої торгівлі й розвитку фінансового капіталу з позицій світових господарських зв'язків<sup>1</sup>. Г. В. Полуніна виокремила поняття «транснаціональний фінансовий капітал» як єдність двох структурних ланок: транснаціональних промислово-торгових монополій і транснаціональних банків. Транснаціональний фінансовий капітал є формою фінансового капіталу і має всі його особливості, проте має наступні відмінності: значне зростання масштабів фінансового капіталу; фінансовий капітал проявляється в нових організаційних формах; зростає роль монополій (злиття, поглинання)<sup>2</sup>.

Важливим елементом економічного механізму сучасного ринку фінансового капіталу є система світових цін, що виступають чинником формування обсягів і структури попиту та пропозиції товарів (фінансових послуг) на ринку. У процесі розвитку ринку фінансового капіталу важливо вивчити і врахувати рівень його «залежності» чи «незалежності» від інших зовнішніх ринків запозичень. Активізація іноземних інвесторів на українському ринку – це закономірне явище у русі капіталів, взаємозалежності фінансово-господарської діяльності країн в умовах мінливої кон'юнктури. У 1990-х рр. сформувався зустрічний потік капіталів (переважно «тіньових») за кордон, який має стійку тенденцію до зростання. Масштаби експорту фінансового капіталу свідчать про високий рівень концентрації капіталу й виробництва, а також про подальшу інтеграцію України в міжнародний поділ праці.

Посилення взаємопроникнення фінансових капіталів спричинює зростання взаємозалежності між національними економіками. Поширеними стають економічні дослідження не лише щодо передбачення міграції (зокрема вивозу) капіталів, діяльності сучасних міжнародних монополій, а й аналізу структури ділової моделі та вибору глобальної стратегії створення ділових моделей (які б давали постійне зростання капіталу)<sup>1</sup>. Деякі науковці виокремлюють наступні особливості входження України до світового ринку капіталів: об'єктивність інтеграції, пов'язаної з ринковою трансформацією вітчизняної економіки й формуванням адекватних ринкових структурних елементів, інституцій, відповідної інфраструктури, а також із фінансовою політикою, спрямованою на залучення фінансових ресурсів на ринках зовнішніх запозичень у зв'язку з недостатністю запозичень на внутрішньому ринку<sup>2</sup>.

Залучення іноземного капіталу має неоднозначний вплив на національну економіку. Поряд із позитивними явищами (активізація позицій

## 1.2. Процес нагромадження та його вплив на формування ринку фінансового капіталу

«Cāi dū āāōō ī nō<sup>3</sup> ō āē nāi ī, ŷē ē āō ī ī ʒīō ē=ī ā  
ō āi dū, ° çāēī ī ī ī, āēāāāāī ēī ç ī āī ≠ī ēō ō āēō ʒ,  
ç dāāēūī ī ā nāō ō, çāēī ī ī ī, ŷēēē ā<sup>°</sup> ī āī āēī āī,  
ō ōāōōō ō ŷū ŷī dī ī ŷī āī ēp āñūēēē dī çōī ≠ē ī<sup>°</sup>»

Пауль Фішер. «Марксова теорія вартості.  
Вступ до вивчення Маркса» (1889)<sup>1</sup>.

Походження і розвиток сучасної світової економічної системи – це тривалий, складний і багатогранний процес, тісно пов'язаний зі зміною соціально-політичних формацій. Нагромадження фінансового капіталу органічно поєднується й відображається в діалектичній єдності з розвитком суспільства. Економічний закон нагромадження капіталу є одним з основних законів розвитку ринкової економіки. Пізнання засад нагромадження сприятиме визначенню напрямку наукових досліджень, пов'язаних з вивченням становлення ринку фінансового капіталу. К. Маркс у праці «Теорія нагромадження» зазначав, що нагромадження безпосередньо визначається не нормою додаткової вартості, а відношенням додаткової вартості до всієї величини авансованого капіталу, тобто нормою прибутку; загальна величина прибутку залежить від величини авансованого капіталу, відповідно, від цього залежить і нагромадження, оскільки воно визначається прибутком<sup>2</sup>.

Широкі за суттю поняття нагромадження капіталу відображено у працях економістів: І. Верещагіна («Тенденції капіталістичного нагромадження в умовах сучасного капіталізму», 1963 р.)<sup>3</sup>, А. Дольської («Первісне нагромадження капіталу», 1962)<sup>4</sup>, Дж. М. Кейнса («Загальна теорія зайнятості, відсотка і грошей» (кн. IV «Спонування до інвестування», 1936 р.)<sup>5</sup>,

---

<sup>1</sup>Фішер Пауль. Теория ценности. Введение в изучение Карла Маркса. Перевод с немецкого. – Гомельский рабочий, 1924. – С. 43.

<sup>2</sup>Маркс К. Теория накопления. – М.: ОГИЗ «Госполитиздат», 1948. – С. 94–95.

<sup>3</sup>Верещагин И. К. Тенденции капиталистического накопления в условиях современного капитализма. – М.: Высшая школа, 1963. – С. 4.

<sup>4</sup>Дольская А. А. Первоначальное накопление капитала. – М., 1962. – С. 3.

<sup>5</sup>Кейнс Дж. М. Общая теория занятости, процента и денег / Пер. с англ. А. Г. Милейковского, И. М. Осадчей. – М.: Издательство «Прогресс», 1978. – С. 199.

<sup>6</sup>Ларин Ю. Частный капитал в СССР. – М.-Л.: Государственное издательство, 1927. – С. 9.

Ю. Ларіна («Приватний капітал у СРСР», 1927 р.)<sup>6</sup>, А. Маршалла («Принципи економіки»)<sup>1</sup>, Людвіга фон Мізеса («Людська діяльність: Трактат з економічної теорії»)<sup>2</sup>, Ірвіна Фішера («Купівельна сила грошей. Її визначення і відношення до кредиту, відсотку і криз», 1911 р.)<sup>3</sup> та ін.

Нагромадження капіталу (capital accumulation) – це «нагромадження основного капіталу за рахунок додатних чистих інвестицій»<sup>4</sup>, тобто нагромадження є перевищенням обсягу виробництва над виробничим та особистим споживанням; перевищенням величини засобів виробництва і життєвих засобів до кінця періоду в порівнянні з його початком.

Нагромадження – це неспожита частка кінцевого продукту, а капіталовкладення – її використання в процесі виробництва<sup>5</sup>.

Нагромадження потрібно розуміти як нагромадження елементів, що виражають розширення впливу суспільної власності на відтворення здібностей членів суспільства, зростання впливу безпосереднього виробника на процес<sup>6</sup>.

Часто у поняття «нагромадження капіталу» вкладають ширший зміст, що охоплює будь-які вкладення капіталу для отримання прибутку, а також витрати грошових, матеріальних та інтелектуальних засобів на нагромадження фінансових ресурсів з метою діяльності на макроекономічному рівні<sup>7</sup>.

Золоте правило нагромадження (golden rule of accumulation) – це траєкторія збалансованого зростання, при якому кожне покоління заощаджує для майбутніх поколінь таку ж частку доходу, яку воно успад-

---

<sup>1</sup>Маршалл А. Принципы экономической науки, т. 2: Пер. с англ. – М.: Прогресс, 1993. – 310 с.

<sup>2</sup>Мизес Людвиг фон. Человеческая деятельность: Трактат по экономической теории / Пер. с 3-го испр. англ. изд. А. В. Куряева. – М.: ОАО «НПО «Экономика», 2000. – С. 480–481.

<sup>3</sup>Фишер Ирвинг. Покупательная сила денег. Ее определение и отношение к кредиту, проценту и кризисам / Пер. с посл. амер. издания К. Г. Фокина. Под ред. и с предисл. проф. В. Я. Железнова. – М.: Финансовое издательство НКФ СССР, 1925. – С. 3–6.

<sup>4</sup>Словник сучасної економіки Макміллана / Пер. з англ. – К.: «АртЕК», 2000. – С. 322.

<sup>5</sup>Ланге Оскар. Теория воспроизводства и накопления. Пер. с польского В. Д. Меникера. – М.: Изд-во иностр. литературы, 1963. – С. 73.

<sup>6</sup>Процесс социалистического накопления / Под ред. проф. М. П. Осадько. – М.: Изд-во Московского университета, 1975. – С. 18.

<sup>7</sup>Болотин Б. М., Громов Л. М., Четыркин Е. М. Эффективность капиталистической экономики: некоторые проблемы анализа и измерения / Отв. ред. А. А. Дынкин. – М.: Наука, 1990. – С. 77.

<sup>8</sup>Мансухани Г. Р. Золотое правило инвестирования: Пер. с англ. – М.: ЦЕРИХ-ПЭЛ, 1995. – С. 61–65. Словник сучасної економіки Макміллана / Пер. з англ. – К.: «АртЕК», 2000. – С. 190.

кувало від минулих поколінь<sup>8</sup>.

Нагромадження має об'єктивний характер, зумовлений потребою економічної діяльності. Потреба в нагромадженні виникає у процесі розширеного споживання, яке вимагає відповідних матеріальних передумов. Останні створюються нагромадженням, яке у подальшому впливає на споживання, визначаючи можливості його розширення. Зміна поглядів на нагромадження свідчить про еволюцію матеріальних умов відтворення. Всебічне дослідження тенденцій, домінантою яких виступають тенденції нагромадження капіталу в різноманітних зв'язках і залежностях, дає змогу виявити основні закономірності розвитку ринку фінансового капіталу.

Діалектика процесу нагромадження при кожному способі виробництва має свою специфіку, зумовлену природою відносин власності на засоби виробництва, яка формує особливості форм, пропорцій і тенденцій нагромадження. Загалом нагромадження капіталу супроводжується узгодженням різноманітних економічних інтересів; якісними змінами, розвитком та деформаціями форм; цілого та часткового; загального та особливого з урахуванням особливостей суспільно-економічних формацій: первіснообщинної, рабовласницької, феодальної, капіталістичної та соціалістичної.

Тісний впорядкований взаємозв'язок зумовлює необхідність історичного підходу до вивчення проблематики нагромадження капіталу, етапів становлення й розвитку зазначених явищ, обов'язкового обліку якісних особливостей, різних фаз становлення й розвитку економічної системи в межах світового процесу суспільного розвитку. Про дослідження первісного нагромадження К. Каутський зазначав, що «повне розуміння сучасності потребує деякого ознайомлення з минулим»<sup>1</sup>, тому історично динаміка процесу нагромадження цікава і повчальна.

У Римській імперії грошовий обіг був доволі обмежений, а нагромадження постійного багатства незначні. Основним багатством (капіталом) були череди свійських тварин, дорожчості, золото і срібло. Доходи, які сім'ї отримували (наживали) від торгівлі, не вкладалися у виробництво (не капіталізувалися), а переважно зберігалися «у скрині» або з метою безпеки віддавали на зберігання банкірам, які використовували ці гроші відповідно до отриманих

---

<sup>1</sup>Сальвиоли Г. Капитализм в античном мире. Этуд по истории хозяйственного быта Рима. Перевод с французского Р. Гальперина. Издание второе. – Всеукраинское издательство, 1923. – С. 4.

<sup>2</sup>Там само. – С. 24–29.

вказівок<sup>2</sup>. Проте як безвідсоткові, так і лихварські позики не використовувалися для регулярного кредитування виробництва, оскільки промисловці не допускали власників вільних коштів до втручання у виробництво, що сповільнювало темпи нагромадження.

В історичному аспекті країна повинна пройти тривалий період первісного нагромадження, щоб забезпечити наявність достатнього фінансового капіталу. Європейські держави почали процес первісного нагромадження ще з другої половини середніх віків. Пауль Фішер у праці «Теорія вартості. Вступ до вивчення Карла Маркса» (1889 р.) зазначав, що з нагромадженням суспільного багатства зроблено вже перший крок до розкладання заснованих на загальній власності суспільств<sup>1</sup>. Розвиток торгівлі на початку XVI ст. зумовив виникнення капіталістичних відносин, які формувалися в надрах феодального суспільства в процесі розвитку товарно-грошових відносин, дії законів вартості й конкуренції. Процес диференціації зумовив нагромадження частини багатства в руках буржуазії та дрібних виробників.

Капіталістична промисловість вимагала розширення внутрішнього ринку як для виробництва, так і для збуту продукції. Розвиток капіталістичних виробничих відносин супроводжувався позаекономічним впливом держави на дрібних виробників, землевласників і становленням власне промисловості. Епоха первісного нагромадження капіталу охоплює XVI–XVIII ст. У XIX ст. процес капіталістичних виробничих відносин супроводжувався нагромадженням капіталу. К. Маркс зазначав, що первісне нагромадження є історичним процесом відділення виробника від засобів виробництва. У розділі 24 «Так зване первісне нагромадження. (Таємниця первісного нагромадження)» про це сказано так: «В дійсності методи первісного нагромадження – все, що завгодно, але тільки не ідилія»<sup>2</sup>.

Первісне нагромадження в Англії розпочалося наприкінці XV ст. – початку XVI ст. У XV ст. були розпущені феодальні дружини, а «зігнання» селян відбулося наприкінці XV – початку XVI ст. під впливом розквіту вовняної мануфактури у Фландрії, для якої пост авляли вовну. Англійські методи експропріації землі у селян увійшли в історію як «Clearing of Estates» (очищення маєтків). Відомий англійський соціаліст-утопіст XVI ст. сер Томас Мор писав у 1516 р., що «...вівці, звичайно, такі лагідні,

---

<sup>1</sup>Фішер Пауль. Теория ценности. Введение в изучение Карла Маркса. Перевод с немецкого. – Гомельский рабочий, 1924. – С. 15.

<sup>2</sup>Маркс К. Капитал. Критика политической экономии. Том первый. Книга I: Процесс производства капитала. – К.: Государственное издательство политической литературы, 1954. – С. 714.

<sup>3</sup>Дольская А. А. Первоначальное накопление капитала. – М., 1962. – С. 7.

задоволені далеко не всім, тепер ... стали такими ненажерливими й неприборканими, що поїдають навіть людей, розоряють, полючи, дома і міста»<sup>3</sup>. У період Реформації, що набула форми боротьби проти Католицької Церкви – оплоту феодалізму відбувся наступ на Церкву, яка була великим земельним власником: ліквідовано понад три тисячі монастирів, перерозподілено владою їхні землі й майно. Основними джерелами нагромадження грошових капіталів в Англії наприкінці XVII ст. стала розвинута колоніальна система, випуск державних позик і проведення жорсткої політики протекціонізму.

В Україні первісне нагромадження капіталу розпочалося в XVI – XVII ст., а початок розвитку капіталістичної ери відносять до XVIII ст. Кріпосне право в Англії було скасовано в XIII ст., а в Росії й Україні – у XIX ст., що, відповідно, сповільнювало розвиток капіталістичних виробничих відносин; нагромадження значних коштів у лихварів, купців, поміщиків відбувалося у надрах феодально-кріпосницького господарства. Падіння кріпосного права сприяло розвитку промислового капіталізму, оскільки аграрні відносини були гальмом розвитку капіталізму. Райони ж недавньої «колонізації» – Україна (Малоросія) – порівняно легше перейшли до капіталізму<sup>1</sup>. Первісне нагромадження супроводжувалося віддаванням селян «на поталу й розграбування» капіталу. Достатня розвиненість мануфактурного виробництва сприяла становленню фабричної промисловості.

За 1868–1892 рр. державні видатки в Росії становили 19,5 млрд. руб., що майже в 4 рази більше від суми всього грошового капіталу країни на початку 1890-х рр.<sup>2</sup>. Джерелом первісного нагромадження грошових капіталів у деяких країнах була система відкупів<sup>3</sup>. Суть відкупних операцій, наприклад, у Росії, полягала в тому, що держава доручала приватним особам збирати на користь скарбниці податки з державної торгівлі чи певних видів товарів, за що держава сплачувала певну суму зібраних коштів. Процес первісного нагромадження капіталу створив також широкий внутрішній ринок як за рахунок засобів виробництва, так і за рахунок предметів споживання.

В епоху домонополістичного капіталізму промисловий капітал і

---

<sup>1</sup>Зельцер В., Гайсинович А. Дореформенная экономика. Формирование промышленного капитализма и подготовка реформ. – Изд-во «Пролетарий», 1930. – С. 49. Вопросы первоначального накопления капитала и национальные движения в славянских странах. – М.: Изд-во «Наука», 1972. – С. 6.

<sup>2</sup>Пушкарева В. М. Развитие финансовой науки в России (1861–1917 гг.) // Финансы. – 2002. – № 7. – С. 17.

<sup>3</sup>Дольская А. А. Первоначальное накопление капитала. – М., 1962. – С. 21. Микеладзе П. В. Косвенные налоги. – Ленинград: Финансовое издательство НКФ СССР, 1927. – С. 45.

банківський капітал існували відокремлено. Істотні зміни з'явилися в процесі феодалного періоду нагромадження капіталу. Розвиток капіталізму зумовив поступальні зміни в економіці і, відповідно, диверсифікувалися взаємовідносини та економічні інтереси банківських інституцій і промислових корпорацій. Формування фінансового капіталу відбулося наприкінці XIX ст. – початку XX ст. Основні ознаки цього процесу наступні: доволі високий рівень концентрації виробництва й централізації капіталу (виникнення монополій у промисловості та банківській справі); зміна значення та вплив потужних банків; розширення кредитних відносин з промисловістю, збільшення розмірів виданих кредитів і, відповідно, посилення банківської монополії, оскільки банки поступово стають безпосередніми співвласниками промислових підприємств. «Такий банківський капітал, – писав Р. Гільфердин', – отже, капітал у грошовій формі, – який таким способом насправді перетворений у промисловий капітал, я називаю фінансовим капіталом»<sup>1</sup>.

Основними напрямками нагромадження промислового капіталу були: виробниче нагромадження, невиробниче нагромадження, нагромадження резервів і запасів. Концентрація виробництва та нагромадження промислового капіталу суттєво вплинули на концентрацію й централізацію банківського капіталу. Поступово нівелювалися відносини між промисловістю та банками, намітилася тенденція злиття та узгодження економічних інтересів у прийнятті рішень та володінні власністю. Вільна конкуренція забезпечувала майже необмежене переміщення значних грошових засобів із галузі в галузь через фондову біржу й сферу кредитування, минаючи державне втручання. Інтенсивне зростання суспільного виробництва, яке суттєво випереджало споживання, привело до значного підйому життєвого рівня суспільства, а також зміни ролі фінансового капіталу в системі економічних відносин.

Оскільки європейські держави розпочали процес первісного нагромадження ще з другої половини середніх віків, то наукові дослідження вчених цих країн стали визначною віхою в розвитку теорії нагромадження. К. Маркс, досліджуючи закон нагромадження в «Капіталі», логічно – від абстрактного до конкретного, від часткового до цілісного – виокремив найважливіші етапи: розглянув абстрактні моменти суті нагромадження з теоретичним відображенням її у категорії;

---

<sup>1</sup> Гільфердинг Рудольф. Финансовый капитал. Новейшая фаза в развитии капитализма / Пер. с нем. И. Степанова. Издан. 6-ое стереотипное. – М.-Л.: Государственное социально-экономическое изд-во, 1931. – С. 264–265.

проаналізував конкретну суть нагромадження з теоретичним відображенням її у категорії; розширюючи межі дослідження, розглянув дію чинників на реальний процес нагромадження; з цього етапу розпочав дослідження зв'язків нагромадження з іншими економічними явищами; ці зв'язки встановив, згрупував за важливістю, а потім найсуттєвіші з них поєднав для досягнення цілісного визначення поняття.

Основні моменти логіки дослідження, методологічна сила поглядів К. Маркса стало фундаментальною основою розвитку економічної науки. Роза Люксембург у праці «Нагромадження капіталу. (До питання про пояснення імперіалізму)» (1921 р.) з нагромадження окремого капіталу виокремила чотири наступні моменти розширеного відтворення: обсяги розширеного відтворення у відомих межах незалежні від приросту капіталу і можуть перерости його межі; вихідною точкою будь-якого дійсного нагромадження є розподіл частини додаткової вартості, яка підлягає капіталізації, на постійний і змінний капітал; нагромадження як суспільний процес супроводжується постійною зміною відношення постійного капіталу до змінного<sup>1</sup>.

А. Кон у праці «Теорія промислового капіталізму (тези й плани)» (1923 р.) зазначав, що проблематику нагромадження іноді поєднують із загальною теорією відтворення капіталу, проте на основі теорії нагромадження ґрунтується правильна теорія заробітної плати, теорія прибутку, цін виробництва, ренти й інші<sup>2</sup>.

Наприкінці XIX ст. розпочалося масове утворення акціонерних компаній і перетворення одноосібних підприємств в акціонерні. Відбулося переміщення грошового капіталу з державних фондів у фондові цінності. За 1889–1894 рр. у Росії було конвертовано 5% і 4,5% державних позик на суму 2,644 млн. руб. Крім цього, 10 російських земельних банків конвертувало заставних листів на 201,5 млн. руб. Про зростання акціонерного капіталу за цей період свідчать наступні дані: за 1894–1899 рр. було створено 1045 акціонерних товариств (основні капітали – 1346 млн. руб.) і загальна кількість товариств досягла 1255 (основні капітали – 1616,9 млн. руб.)<sup>3</sup>.

Для збереження високого рівня цін концерни і підприємницькі об'єднання систематично здійснювали скорочення виробництва з метою

---

<sup>1</sup>Люксембург Роза. Накопление капитала. (К в опросу об объяснении империализма) / Пер. Ш. Дволайцкого. – М.: Государственное издательство, 1921. – С. 66–67.

<sup>2</sup>Кон А. Теория промышленного капитализма (тезисы и планы). – М.: Издание Коммунистич. ун-та имени Я. М. Свердлова, 1923. – С. 48–55.

<sup>3</sup>Ронин С. Иностранный капитал и русские банки. К вопросу о финансовом капитале в России. – М.: Издательство коммун. ун-та им. Я. М. Свердлова, 1926. – С. 25.



виходу з можливих криз чи військових конфліктів. Війна для потужних підприємців і монополістичних груп була вигідною, оскільки давала доходи «навіть незалежно від перемоги чи поразки». Військове господарство через військові позики залучало значні кошти (грошовий капітал) дрібних ратень, заможних селян, заощадження середніх верств населення й робітників. Після закінчення війни на зміну горизонтальному виду концентрації (об'єднання однорідних підприємств певної галузі) прийшла вертикальна модель концернів, які здійснювали всі види операцій у замкнутому циклі (від видобутку сировини до виробництва та продажу різноманітних виробів).

Дослідження, здійснені в монографіях М. Рубінштейна «Концентрація капіталу й завдання робітничого руху» (1925 р.) і Едо Фіммена «Об'єднані Штати Європи чи акціонерне товариство Європи» свідчать про післявоєнну концентрацію капіталу. Так, за неповним списком «Довідкова книжка німецьких підприємців» у концерн Стіннеса в 1922 р. входило 1358 підприємств, у тому числі 308 фабричних підприємств, 260 вугільних копалень, 65 залізних копалень, 285 електричних підприємств і станцій, 160 банків, торгових товариств тощо, тобто концерн був потужним господарським конгломератом, так би мовити, «державою в державі»<sup>1</sup>. Проте Стіннес переважно скуповував підприємства в Німеччині й за кордоном, не створюючи жодного нового виробництва.

XX ст. ознаменувалося розвитком світової торгівлі, транспорту, впровадженням наукових досягнень, а також соціальними протиріччями між підприємцями й робітниками. Роберт Ліфман у монографії «Фондовий капіталізм» (1930 р.) зазначив, що це є епоха фондового капіталізму. Згідно з класифікацією фонди – це різновид паперів, що представляють капітали, а тому вивчення проблематики фондів стало надзвичайно модним, оскільки розвивався «процес знеособлення капіталу», досліджувалися переваги «мобільного капіталу»<sup>2</sup>.

Особливо потужним став американський ринок фінансового капіталу. Розвиток фінансового, банківського, кредитного й страхового апарату дав змогу великому капіталу контролювати доходи населення країни, а також намітилася тенденція посилення контролю за міжнародним

---

<sup>1</sup>Рубинштейн М. Концентрация капитала и задачи рабочего движения. – М.: Издanie профинтерна, 1924. – С. 6–8.

<sup>2</sup>Лифман Роберт. Фондовый капитализм. Общества для участия и финансирования. Перевод с последнего немецкого издания Л. И. Кунина. – М.-Л.: Государственное изд-во, 1930. – С. 1–13.

<sup>3</sup>Рубцов Б. Б. Зарубежные фондовые рынки: инструменты, структура, механизм функционирования. – М.: ИНФРА-М, 1996. – С. 110.

кредитним ринком і спостереження за зростанням надприбутків від експорту капіталу. Після Першої світової війни значно зросли обсяги нагромадження фіктивного капіталу в США. Загалом це було зумовлено розвитком ринку цінних паперів. У 1920-х рр. налічувалося близько 20 млн. інвесторів; вартість випущених цінних паперів становила 50 млрд. дол. США<sup>3</sup>. Проте майже половина цінних паперів не була нічим забезпечена, тому багато угод укладалося в кредит під відповідне забезпечення (маржові угоди).

За 1927–1928 рр. з 7% площі і завдяки 6% населення світу США здійснювали 50% видобутку основної промислової сировини й палива, а також продукції майже всіх найважливіших галузей промисловості. Фінансова спроможність США зумовлювалася також тим, що країна володіла понад половиною світових запасів золота. Ресурси американських банків оцінювалися у 64 млрд. дол. США, а капітали страхових компаній – 13 млрд. дол. США. США займали перше місце за щорічним експортом капіталу, а також за загальною сумою іноземних інвестицій<sup>1</sup>.

Велика депресія 1929–1933 рр. не була випадковістю, короткочасною перервою «процвітання», чи циклічною кризою довоєнного типу, а одним із показників глибинних зрушень у всій економіці США. Упродовж 1929–1933 рр. індекс Доу–Джонса впав на 89%. У 1929 р. ціна місця на біржі становила 625 тис. дол. США, а в 1932 р. знизилася до 65–185 тис. дол. США. Якщо в 1929 р. обсяг емісії цінних паперів приватними корпораціями становив 10,2 млрд. дол. США, то в 1932 р. знизився до 1,2 млрд. дол. США.

Від нагромадження грошового капіталу залежить ефективність функціонування ринку фінансового капіталу. Відтворення капіталу при відсутності нагромадження є простим відтворенням, а тому при нагромадженні капіталу розглядається нереальність формули простого відтворення капіталу. У процесі нагромадження капіталу відбувається централізація виробництва, а постійне поліпшення технологій виробництва зумовлює підвищення органічного складу капіталу. Нагромадження капіталу сприяє протидії падінню норми прибутку за рахунок збільшення його величини. Спостерігаються наступні тенденції у зміні норми необхідного продукту: підвищення норми необхідного продукту відносно зниження норми додаткового продукту; проте діють чинники, які сповільнюють процес підвищення норми і можуть взагалі його призупинити.

Розширення виробництва відбувається у формі нагромадження

---

<sup>1</sup>Рубинштейн М. Противоречия американского капитализма. – М.-Л.: Московский рабочий, 1929. – С. 20.

(акумуляції). Без нагромадження капіталу неможливе розширення виробництва. У реальній економіці важко відокремити процес власного нагромадження капіталу, тобто капіталізацію додаткової вартості, від інших форм руху капіталу. Тенденція нагромадження полягає в тому, що чим більше акумулюється постійного капіталу, тим дедалі складнішим стає процес нагромадження капіталу, оскільки ускладнюються економічні взаємовідносини, виникає потреба в залученні додаткового капіталу.

Нагромадження капіталу є супутнім чинником ринкового господарства, а тому проблематика зростання органічної будови капіталу, оптимізація співвідношення між окремими частинами капіталу, вплив досягнень науково-технічного прогресу на процеси нагромадження вимагають ґрунтовних наукових досліджень, оскільки нагромадження є не тільки чинником зростання, а й однією з причин виникнення можливих диспропорцій в економіці. Зокрема, у процесі простого чи розширеного відтворення капітал та створена ним додаткова вартість знаходяться в управлінні власника капіталу чи його довіреної особи.

Теорії нагромадження розвивалися доволі динамічно. Зв'язок між нагромадженням та економічним розвитком, відтворенням у суспільному масштабі відслідковувався з урахуванням макроекономічних і мікроекономічних підходів. Основні тенденції ринкового господарства, пов'язані з нагромадженням капіталу є наступними: концентрація капіталу, правове визначення власності на засоби виробництва, централізація капіталу, а також проблеми вдосконалення ринкових відносин та оптимальні межі доцільності нагромаджень. Нагромадження – це збереження частини споживчого фонду для подальшого відтворення, а тому диспропорції між інвестиціями і заощадженнями призводять до виникнення диспропорцій в економічному розвитку.

Відтворення капіталу при мікроекономічному підході економісти розглядають як підсумковий результат відтворення індивідуальних

---

<sup>1</sup>Меркантилісти: Т. Мен (1571–1641 рр.; англійський купець, один із директорів Ост-Індійської компанії, автор теорії торгового балансу); А. Монкретєн (1575–1622 рр.; представник французького меркантилізму, вперше ввів поняття «політична економія»); Г. Скаруффі (1519–1584 рр.; італійський банкір, у 1582 р. опублікував працю «Роздуми про монету», виступав як представник монетарного напрямку італійського меркантилізму).

<sup>2</sup>Фізіократи: Ф. Кене (1694–1774 рр.; засновник школи фізіократів, основна праця «Економічна таблиця» (1758 р.); виникнення додаткової вартості вбачав не у сфері обігу, а у виробництві, висунув теорію основного та обігового капіталу); А. Тюр'о (1727–1781 рр.; французький державний діяч, зробив спробу встановити взаємозв'язок між прибутком, відсотком та рентою).

капіталів, макроекономічний підхід враховував також державні інтереси, а тому можливі протиріччя з інтересами приватних структур. Меркантилісти (Т. Мен, А. Монкретьєн, Г. Скаруффі)<sup>1</sup> особливу увагу приділяли забезпеченню дієвої державної підтримки процесу нагромадження, політиці активного торгового балансу, формуванню достатнього золотого запасу держави (акумуляція золота та благородних металів), а також збільшенню грошової маси шляхом регулювання норми відсотків за кредити. Дослідники класичної школи (А. Сміт, Д. Рікардо) визнавали нагромадження важливим чинником процесу економічного відтворення і були противниками втручання держави в економіку.

Фізіократи (Ф. Кене, А. Тюр'о, В. Мірабо, П. Дюпон де Немур)<sup>2</sup> об'рунтували доцільність ощадливого використання нагромаджень, засуджували марнотратство заощаджень на розкоші. Одні з перших проаналізували капітал як чинник виробництва і прибуток як форму доходу на капітал.

А. Сміт більше досліджував нагромадження на рівні підприємства (мікрорівня), особливу увагу приділяв зайнятості населення. У праці «Дослідження про природу і причини багатства народів» констатував, що капітали нагромаджуються у результаті ощадливості й зменшуються внаслідок нерозсудливості, а також зазначав, що спроможність до нагромадження («новий продукт і новий капітал, створені колоніальною торгівлею») сприяла економічному процвітання Великої Британії<sup>1</sup>. Д. Рікардо досліджував різноманітні підходи оцінки процесу нагромадження, а також відзначив, що зниження норми прибутку нівелює процес нагромадження<sup>2</sup>.

Макроекономічний підхід пов'язаний з кейнсіанством<sup>3</sup>, оскільки розгортання інвестицій дає змогу збільшити попит і відповідно зайнятість, проте тут не враховувалися негативні наслідки інфляційних очікувань.

Найважливішим фактором, що забезпечує зростаючі масштаби нагромадження, є збільшення самих розмірів авансованого капіталу, його концентрація й централізація. Науково-технічний прогрес – чинник зростання виробництва і можливості отримання додаткової вартості,

<sup>1</sup>Сміт А. Исследование о природе и причинах богатства народов. Том II. Государственное социально-экономическое издательство. – М.: Ленинград, 1935. – С. 165.

<sup>2</sup>Рікардо Д. Начала политической экономии и налогового обложения. – М.: Государственное издательство политической литературы, 1955. – С. 239.

<sup>3</sup>Кейнс Дж. М. Общая теория занятости, процента и денег / Пер. с англ. А. Г. Милейковского, И. М. Осадчей. – М.: Издательство «Прогресс», 1978. – С. 199–200.

яка є джерелом нагромадження капіталу. На прискорення нагромадження капіталу і концентрацію виробництва впливає централізація, яка є процесом притягнення «капіталу капіталом», тобто іншою стороною процесу економічної концентрації. Централізація капіталу означає зростання капіталу шляхом об'єднання й поглинання індивідуальних капіталів, зміну розподілу й перерозподілу функціонуючих капіталів.

Взаємопроникнення промислових монополій і банківської сфери стимулювало нагромадження фінансового капіталу, формування «особистої унії» (зосередження в одних руках керівних посад у правліннях банківських і промислових структур) та активізацію розвитку фондового ринку (оскільки спільне володіння цінними паперами ставало прибутковим і вимагало нових приватних інвесторів). Після Другої світової війни розширилася сфера та масштаби акціонерної форми капіталу, що зумовило зміну структури фінансового капіталу. Поступово активними учасниками ринку фінансового капіталу стали страхові компанії, транспортні фірми, торгові об'єднання тощо. У США питома вага акціонерних товариств у переробній промисловості становила понад 94%, а 200 потужних корпорацій переробної промисловості володіли 69% всього капіталу.

Концентрація виробництва пов'язана з концентрацією й централізацією капіталу. Концентрація капіталу відбувається за рахунок спрямування у капітал частки щорічного прибутку корпорацій. Так, чисті прибутки 50 провідних промислових компаній ФРН зросли з 788 млн. марок у 1950 р. до 7931 млн. марок у 1966 р., тобто більш ніж у 10 разів<sup>1</sup>.

Особливе значення для розвитку й посилення ролі потужних фінансових інституцій має централізація капіталу, тобто поглинання великими компаніями дрібних, злиття, залучення вільного капіталу шляхом продажу акцій, облігацій та інших цінних паперів. У Франції в 1900–1918 рр. відбувалося в середньому 4,2 злиття на рік; у 1919–1929 рр. – 22,7; у 1930–1945 рр. – 29,0; у 1946–1957 рр. – 46,6; у 1958–1963 рр. –

---

<sup>1</sup>Финансово-кредитный словарь: В 3-х т. Т. III Р–Я / Гл. ред. Н. В. Гаретовский. – М.: Финансы и статистика, 1988. – С. 333.

<sup>2</sup>Круторжевский Г. А., Трифонов В. И., Шишков Ю. В. Современный капитализм. Цифры и факты. – М.: Изд-во «Знание», 1971. – С. 10–11.

<sup>3</sup>Лифман Роберт. Фондовый капитализм. Общества для участия и финансирования. Перевод с последнего немецкого издания Л. И. Кунина. – М.-Л.: Государственное изд-во, 1930. – С. 222.

760,5, а в 1964–1968 рр. – 1560 злиттів щорічно. У США число злиттів зросло з 223 у 1948 р. до 995 у 1966 р. і 5400 у 1969 р., тобто збільшилося за 21 рік більш ніж у 24 рази. У 1960-х рр. хвиля злиттів перевершила рівень двох попередніх американських «бумів» злиттів – у 1899 і 1929 р.<sup>2</sup> Роберт Ліфман влучно зазначив, що катастрофа відбувається тому, що великого капіталіста і спекулянта витіснив більший капіталіст, – у таких випадках вживають технічний вислів – бути «притиснутим до стіни»<sup>3</sup>.

У процесі централізації капіталу в 1950–1960-х рр. особливо важливу роль відіграло створення конгломератів, які включали кредитно-фінансові установи, підприємства різних галузей промисловості, торгівлі, сфери обслуговування тощо. Конгломерати об'єднували функціонально й технологічно незалежні структури, що дало їм змогу маневрувати фінансовими ресурсами при зміні кон'юнктури. Основною тенденцією стало, що дедалі більше потужних промислових банківських та інших монополій виходило за межі національних економік.

Розвиток корпоративних відносин, тісне переплітання «особистої унії» із «системою участі» (допуск до керівництва надавав змогу окремим особам управляти значними сумами залученого капіталу), спільне володіння цінними паперами, розвиток трастових (довірчих) операцій сприяло формуванню фінансової індустрії у промислово розвинутих країнах. Відомий фінансовий магнат Джордж Сорос висловився просто: «Не ми придумали капіталізм. Не ми придумали його жорсткі правила гри. Проте якщо вони існують, я не готовий бути серед тих, хто програв!»<sup>4</sup>.

У 1970–1980 рр. розпочався новий етап концентрації та централізації фінансового капіталу. Так, серед майна, прийнятого до управління, частка акцій зросла з 10% в 1900 р. до 50% в 1980 р.; до 25% акцій, які котируються на Нью-Йоркській фондовій біржі, зосереджено у трастових фондах 100 найпотужніших банків США<sup>5</sup>. У британській газеті «The Guardian» наведено цікаві дані: у Танзанії (25 млн. населення) щорічний

<sup>1</sup> Інтернет: [www.socinfo.kiev.ua/dumka/vybir/ideol1.htm](http://www.socinfo.kiev.ua/dumka/vybir/ideol1.htm).

<sup>2</sup> Фінансово-кредитный словарь: В 3-х т. Т. III Р–Я / Гл. ред. Н. В. Гаретовский. – М.: Финансы и статистика, 1988. – С. 333.

<sup>3</sup> Інтернет: [www.socinfo.kiev.ua/dumka/vybir/ideol1.htm](http://www.socinfo.kiev.ua/dumka/vybir/ideol1.htm).

<sup>4</sup> Иванов Г. И. Методология и теория социалистического накопления. – Иркутск: Восточно-сибирское книжное издательство, 1980. – С. 30. Огородник С. Я. Вопросы повышения экономической эффективности производства на современном этапе. – К.: Изд-во Киевского ун-та, 1967. – С. 283. Олексієнко М. М. Грошові нагромадження промисловості і резерви їх зростання. – Львів: В-во Львівського ун-ту, 1972. – С. 19.

<sup>5</sup> Вознесенский Н. А. Избранные произведения. 1931–1947. – М.: Изд-во политической литературы, 1979. – С. 171–173.

бюджет становить у середньому 2,2 млрд. дол. США, а доходи інвестиційного банку Goldman Sachs – 2,6 млрд. дол. США. Тобто, має місце вже глобальна концентрація фінансового капіталу на рівні окремих інституцій<sup>3</sup>.

При соціалістичному ладі узгодження трактування нагромадження з основним економічним законом соціалізму дало змогу визначити в системній ієрархії цю категорію як одну з найважливіших.

У 1960–1980-х рр. у радянській економічній літературі широко обговорювалася проблематика грошових нагромаджень у промисловості<sup>4</sup>. У період тодішньої планової економічної політики на інтенсифікацію розвитку шляхом підвищення якості засобів праці формування та використання грошових нагромаджень стало важливою фінансовою проблемою. Процес нагромадження стримувався тотальною централізацією управління промисловістю, що суперечило розвитку будь-якої конкуренції.

Дослідженню проблематики соціалістичного нагромадження присвячені праці М. А. Вознесенського, В. М. Масленнікова, Д. С. Молякова, М. М. Олексієнка, М. П. Осадько, З. В. Соколинського. Голова Держплану С Р С Р М. А. Вознесенський особливу увагу приділяв проблематиці соціалістичного нагромадження і споживання. Він вважав, що нагромадження збільшує фонд споживання працівників, а тому визнавав хибним трактування деякими економістами споживання як різниці між народним доходом і фондом нагромадження, і тим самим визнання нагромадження й споживання як взаємовиключення один одного моментами<sup>5</sup>.

З. В. Соколинський зазначав, що з посиленням державного втручання в економіку також зростає інтерес до дослідження різноманітних аспектів нагромадження, яке є найбільш еластичною ланкою кінцевого використання національного доходу<sup>1</sup>. В. М. Масленніков, Д. С. Моляков у праці «Грошові нагромадження в

---

<sup>1</sup>Соколинский З. В. Теории накопления. – М.: Изд-во «Мысль», 1973. – С. 1–9.

<sup>2</sup>Масленников В. Н., Моляков Д. С. Денежные накопления в промышленности. – М.: Финансы, 1979. – С. 23–28.

<sup>3</sup>Процесс социалистического накопления / Под ред. проф. М. П. Осадько. – М.: Изд-во Московского университета, 1975. – С. 3–4.

<sup>4</sup>Алексеев М. М. Денежные накопления промышленности и резервы их роста. Автореф. дис. ... д-ра экон. наук. – М.: Московский финансовый институт, 1979. – С. 7.

<sup>5</sup>Процесс социалистического накопления / Под ред. проф. М. П. Осадько. – М.: Изд-во Московского университета, 1975. – С. 116.

промисловості» (1979 р.) зазначали, що в 1970–1980-х рр. намітилася тенденція поступового зниження частки грошових нагромаджень у загальних фінансових ресурсах держави. Відповідно перетворення державного бюджету в бюджет соціально-культурних заходів, охорони здоров'я й освіти може знизити ефективність функціонування сфери матеріального виробництва<sup>2</sup>.

Деякі вчені зводили суть нагромадження до збільшення фізичного обсягу засобів виробництва й предметів споживання, що свідчить про недооцінку форм відтворення й нагромадження, зведення його лише до нагромадження засобів виробництва й предметів споживання<sup>3</sup>. М. М. Олексієнко зазначав, що грошові нагромадження соціалістичної промисловості – це вживане в народногосподарській практиці й економічній літературі визначення чистого доходу суспільства, реалізованого на промислових підприємствах<sup>4</sup>.

Особливу увагу науковці-економісти приділяли дослідженню конкретних аспектів і соціальної спрямованості грошового нагромадження. Нагромадження при соціалізмі характеризувалося високим рівнем усупільненого виробництва і колективістськими засадами суспільних відносин; декларувалося, що нагромадження здійснювалося в інтересах усього суспільства та процвітання загальнонародної держави. Тенденції матеріального нагромадження за 1960–1970 рр.<sup>5</sup> були такими: величина загальної норми виробничого нагромадження зросла з 35,2 до 37,9%; норма виробничого нагромадження (відношення фонду матеріального нагромадження до чистого продукту матеріального виробництва) знизилася з 26,8 до 26,0%; суспільство нагромаджувало фактично не 25%, а понад 33% суспільного продукту; норма матеріального нагромадження мала тенденцію до зниження – з 122,2 до 20,0%. Норма нематеріального нагромадження неухильно зростала, досягнувши 17,9% у 1970 р. порівняно з 13,1% у 1960 р., а норма нагромадження, що

<sup>1</sup>Алмазова О. Л., Дубоносов Л. А. Рынок против рынка. – М.: Финансы и статистика, 1993. – С. 81–85.

<sup>2</sup>Загоруйко Ю. Швейцарія обстоює таємницю банківських вкладів // Дзеркало тижня. – 2002. – № 21 (396), 8–14 червня.

<sup>3</sup>Бондаренко О. А. Теоретические вопросы накопления денежного капитала в рыночной экономике. – Санкт-Петербург: Изд-во Санкт-Петерб. госуд. ун-та экономики и финансов, 1998. – 104 с.

<sup>4</sup>Воробьев Ю. Н. Капитал предпринимательских структур системе финансового менеджмента. – Симферополь: Таврия, 2000. – 324 с.; Воробьев Ю. Н. Финансовый капитал предприятий: теория, практика, управление. – Симферополь: Таврия, 2002. – 364 с.

<sup>5</sup>Пессель М. А. Проблема разделения власти и банковская система // Деньги и кредит. – 2000. – № 1; Дзюблюк О. В. Організація грошово-кредитних відносин суспільства в умовах ринкового реформування економіки. – К.: Поліграфкнига, 2000. – С. 69–73.



використовувалася в матеріальному виробництві, більш ніж у 2 рази перевищувала норму нагромадження для розширення нематеріального виробництва.

Газета «Ліберте» зазначала, що величина радянських авуарів у швейцарських банках становить близько 2 млрд. дол. США (із посиланням на Центральний банк Швейцарії). Американський дослідник Т. Р. Ференбах у своїй книзі «Цюрихські гноми» констатував, що якщо будь-які гроші потрапляють у Швейцарію, то вони, як правило, є назавжди загубленими для національних казначейств<sup>1</sup>. Зауважимо, що «золотою акцією» Швейцарії залишається закон про таємницю банківських вкладів, а тому країна керує третиною приватного капіталу світу на загальну суму понад 1860 млрд. дол. США<sup>2</sup>. 2/3 населення Швейцарії не підтримує скасування банківської таємниці, а в країнах-членах Європейського Союзу вводиться обмін інформацією про громадян, які здійснюють фінансові операції в банківських установах.

В економічній науці теорія нагромадження розвивається під безпосереднім впливом трансформаційних змін. Докладну розробку має проблематика конкретно-економічного характеру, тоді як деякі методологічні й теоретичні питання нагромадження поступово відсувалися на другий план. З посиленням державного регулювання економіки зростає інтерес до різних аспектів нагромадження, оскільки останнє є гнучким засобом використання національного доходу. Проблематиці нагромадження капіталу присвячено праці О. А. Бондаренка<sup>3</sup>, Ю. М. Воробйова<sup>4</sup>, В. В. Корнєєва.

Вивчення теорій нагромадження важливо з огляду на те, що розширене відтворення у різних суспільно-економічних формаціях має деякі загальні риси. Дослідження теорій нагромадження варто здійснювати з урахуванням концепцій зростання, а також як самостійного об'єкта дослідження. Вирішення багатьох фінансово-кредитних проблем залишається відкритими, що відображено у полеміках провідних економістів<sup>5</sup>. На нашу думку, відслідковується тісний взаємозв'язок методології проблематики нагромадження капіталу з розвитком ринку фінансового капіталу. Дослідження механізму нагромадження та його кількісних характеристик необхідне для визначення економічної політики держави та об'рунтування конкретних заходів її втілення.

Проблеми економічного зростання пов'язані з процесом нагромадження капіталу. На процес нагромадження впливає вся

---

<sup>1</sup> Кейнс Дж. М. Общая теория занятости, процента и денег / Пер. с англ. А. Г. Милейковского, И. М. Осадчей. – М.: Издательство «Прогресс», 1978. – С. 199.

система виробничих відносин. Дж. Кейнс<sup>1</sup> зазначав, що у міру зростання доходів вище певного рівня зменшується потреба у споживанні, що впливає на виробництво. У ринковій економіці обсяги виробництва залежать від постійної зміни кон'юнктури, що впливає на скорочення й розширення його обсягів. Відповідно співвідношення між формами нагромаджень складаються по-різному в окремі періоди економічного циклу діяльності підприємства. Надмірні нагромадження призводять до відволікання коштів з державного бюджету для їхнього обслуговування. Відбувається фіктивне нагромадження, оскільки не діє процес новітнього відтворення. Застосування економіко-математичних методів і моделей дає змогу ставити питання про оптимізацію пропорцій нагромаджень.

Ринкова економіка розвивається за законами товарного виробництва і ринку як саморегульовної системи. Доказом є те, що економіка автоматично прагне до рівноваги і ґрунтується на теорії граничної корисності. Розвиток глобалізаційних тенденцій можна досліджувати в історичному ракурсі технічних революцій, які сприяли похваленню суспільного розвитку і міжнародної торгівлі: XVI–XVII ст. – текстильна революція, XIX ст. – поч. XX ст. – індустріальна, а з другої половини XX ст. – поч. XXI ст. – інформаційна революція (так званий третій етап науково-технічного прогресу). Поступово розвивалася і соціальна інфраструктура ринкової економіки – товарні й фондові біржі, біржі праці, ринки капіталів, ринки цінних паперів тощо. У 1980-х рр. однією з основних цілей глобалізації було забезпечення поступального та пропорційного розвитку економіки, але, на жаль, проявилася тенденція розриву в економічному зростанні між країнами, прискорилися кризові явища в промислово розвинутих країнах, відчутно зубожіли країни, що розвиваються тощо.

Як правило, глобалізація супроводжується зростанням масштабності й мобільності капіталів у напрямку фінансових ринків країн, що мають розвинену грошово-кредитну систему чи дають змогу отримувати більші прибутки. Поступальна інтеграція ринків капіталу відкриває доступ до інвестиційних ресурсів і стимулює розвиток фінансових секторів економік лише окремих країн. З часом зі стихійного явища глобалізація перетворюється в інституційно оформлений процес сучасної економіки, тому важливо навчитися ним керувати і користатися його перевагами.

Глобалізація – це багатofакторна взаємодія різноманітних явищ міжнародного життя суспільства: політичних, правових, економічних, соціальних, етнічних, психологічних тощо. Фундаментальні принципи

<sup>1</sup> Салицкий А. Вызовы глобализации и проблемы крупных полупериферийных стран // Мировая экономика и международные отношения. – 2002. – № 1. – С. 15.

глобалізації полягають у зміцненні єдності світового господарського комплексу і поширенні спільних норм і правил у процесі розвитку інноваційних технологій, засобів зв'язку, прогресивних поглядів й конструктивних ідей. Можна констатувати, що глобалізація – це ера масштабного розширення особистих контактів провідних підприємців та урядовців (у 1960-х рр. розвиток менеджменту провідних підприємців та урядовців перетворив культуру спілкування в один із вагомих факторів впливу на економічні процеси).

Світовий розвиток свідчить, що за останні десятиліття економічна влада базується не на власності на землю, засоби праці, капітал, а саме на володінні інформацією й інформаційними технологіями. Проте без динамічної та монетарно врегульованої економіки, конкурентоспроможного виробництва та достатнього рівня науки важко досягнути інноваційного розвитку в умовах третього етапу науково-технічного прогресу. У промислово розвинутих країнах політика лібералізації втілювалася поступово, з урахуванням політичної, економічної та соціальної ситуації. В умовах глобалізаційних тенденцій держава почала займати активну протекціоністську позицію у світових господарських процесах, посилила захист економічних інтересів власних товаровиробників. Із середини 1970-х рр. у світовій науці досліджуються проблеми доцільності проведення структурної чи індустріальної політики з урахуванням відповідної економічної ситуації.

Визнання процесу глобалізації у світовій економіці зумовлює потребу в пошуку методів реалізації його практичної доцільності та врахування його впливу на всіх рівнях розвитку суспільства. В економічній літературі представлено широкий спектр поглядів на сучасний етап глобалізації. Так, доцент Університету Прілепа (Македонія) С. Роцеська у доповіді «Глобалізація: синергетична розмаїтість» зазначила, що глобалізація суттєво впливає на розвиток країн-суб'єктів (globalization-makers) і країн-об'єктів (globalization-takers). Негативні явища глобалізації вимагають радикального перегляду політики провідних міжнародних інституцій і країн-лідерів<sup>1</sup>.

Відомий російський учений В. М. Коллонтай у праці «Еволюція західних концепцій глобалізації» дає означення неоліберальної глобалізації як специфічного варіанту інтернаціоналізації господарського, політичного і культурного життя людства,

---

<sup>1</sup>Коллонтай В. Эволюция западных концепций глобализации (Статья первая) // Мировая экономика и международные отношения. – 2002. – № 1. – С. 24.

<sup>2</sup>Брыль Р. Конец инвестиционного бума // Украинская Инвестиционная Газета. – 2002. – № 40. – С. 20.

зорієнтованого на форсування економічної інтеграції у глобальних масштабах з максимальним використанням науково-технічних досягнень та ігноруванням сформованих національних утворень, багатьох соціальних, культурно-цивілізаційних і природно-екологічних імперативів<sup>1</sup>.

Поступово змінюється співвідношення сил між державами і новими центрами прийняття світових господарських рішень. Неоліберальна глобалізація модифікує проблематику доцільності й перспектив вкладення іноземними інвесторами своїх капіталів, наприклад, у проекти української економіки: варто орієнтуватися лише на можливу достатньо високу прибутковість у майбутньому чи враховувати політичну нестабільність.

Неоліберальні підходи передбачають можливість перекласти на ринок відповідальність за існуючі проблеми, пов'язані зі сповільненням світового економічного зростання. Потужні фінансові інституції та корпорації вишукують за допомогою активізації принципів лібералізації способи уникання державного втручання (регулювання), оптимізації сплати податків, мінімізації виконання різноманітних програм соціального забезпечення і контролю з боку міжнародних інституцій.

Глобалізація зумовила об'єднання європейських країн, і нині сформувалося три потужні політично-економічні полюси інтересів – американський, європейський та азійський. Зростання міжнародної взаємозалежності країн спричинює розвиток транснаціональних компаній (держави починають доволі агресивно лобювати інтереси національних компаній та фінансового капіталу), глобальний розподіл праці (відповідно вводяться обмеження міграції іноземної робочої сили, яка досягає майже 10%), потреба у міжнародній координації (узгодження норм і стандартів (технічних, екологічних, санітарних тощо).

За останні роки у світовій економіці намітилася тенденція до сповільнення економічного зростання. Це зумовило введення більшістю промислово розвинутих країн протекціоністських заходів щодо захисту національних виробників, посилення контролю за рухом капіталів, розгортання соціальної підтримки незахищених верств населення тощо.

---

<sup>1</sup>Варга Е. С. Современный капитализм и экономические кризисы. Избранные труды. Второе издание. – М.: Изд-во Академии наук СССР, 1963. – С. 10.

<sup>2</sup>Шишкович В. Между худшим и катастрофическим // Банковская практика за рубежом. – 2002. – № 1. – С. 28–34.

<sup>3</sup>Гайдуцький А. П. Основні тенденції міжнародних інвестиційних процесів // Статистика України. – 2003. – № 1. – С. 51.

Відповідно зменшуються й обсяги міжнародних інвестицій (у 2001 р. вони скоротилися на 50% і становили 753 млрд. дол. США), кількість міжнародних злиттів компаній (у 2000 р. – 175 злиттів, а в 2001 р. – 113), знижується внутрішній попит на товари (послуги) у розвинутих країнах, скорочуються обсяги світової торгівлі тощо<sup>2</sup>.

Нагромодження фінансового капіталу залежить від тенденцій розвитку світової господарської системи. Міжнародний характер дії економічних законів на нинішньому етапі потребує подальшої розробки теорії нагромодження, оскільки нехтування новітніми явищами розвитку економіки та заощадження фінансових капіталів призвело до хвилі фінансових криз. Деякі економісти дотримуються концептуального підходу щодо криз і вважають, що це явище сфери кредиту, а не виробництва. Відповідно А. Шпіт'оф у праці «Настільний словник державних наук»

(1901 р.) зазначив, що криза полягає в раптовому «розвалі» кредиту; Г. Кассель вважав, що причини кризи зумовлені дефіцитом позичкового капіталу та їх виникнення можна уникнути шляхом «регулювання кредиту»; Є. С. Варга, досліджуючи кризові явища в економіці, особливу увагу приділяв фінансовому сектору й особливо кредитним відносинам<sup>1</sup>.

Під час мексиканської кризи 1994 р. не було повернуто 15% корпоративних кредитів та 25–30% споживчих<sup>2</sup>; більшість країн Азії у 1987 р. відчули негативні соціальні наслідки азійської фінансової кризи: нульове зростання економіки, збільшення боргів, дефолт в Аргентині, проблеми фінансового ринку, сповільнення темпів розвитку в Японії. Сприятливіша економічна кон'юнктура, зумовлена соціальною орієнтацією та високим платоспроможним попитом, дозволила не лише уникнути системних фінансових криз, а й стимулювала розширення виробництва в країнах Західної Європи. Зміна співвідношення політичних сил також впливає на ринок фінансового капіталу, оскільки загострюється конкуренція на світовому ринку загалом. Традиційне суперництво між Західною Європою та США поступово переходить у фінансову сферу. На даному етапі Західна Європа перебуває в кращому стані, оскільки у 2001 р. темпи зростання ВВП є вищими в Європі; на Західну Європу припадає 16% світового експорту, на США – 12%; США почали втрачати першість у наукоємких галузях та сільському господарстві. Крім цього, у 2002 р. 13 країн Європейського Союзу перейшли до готівкового євро, що підриває панування американського долара. У США відчувається тенденція скорочення залучення капіталу – з 124 млрд. дол. США у

---

<sup>1</sup> Світова економіка // Квартальні передбачення. – 2001. – Жовтень. – С. 11.

<sup>2</sup> Союленко С. І. Глобалізація і економіка України. – К.: Логос, 1999. – С. 368.

2001 р. до 44 млрд. дол. США у 2002 р.<sup>3</sup>

Для уникнення рецесії у більшості розвинутих країн здійснюють економічні заходи, спрямовані на пом'якшення монетарної політики, збільшення державних витрат на зміцнення безпеки та зменшення податкового навантаження з метою стимулювання національної економіки до більшого споживання. Експерти Міжнародного центру перспективних досліджень передбачали, що у 2002 р. ВВП США збільшиться на 1%, а у 2003 р. – на 3%, а ВВП «зони євро» у 2001 р. відповідно збільшиться на 1,5%<sup>1</sup>.

Новий етап розвитку глобалізації зумовлений інтеграцією постсоціалістичних і країн, що розвиваються, у світове господарство та світову валютну систему, що супроводжується деідеологізацією міжнародних економічних і валютно-фінансових відносин. Інтеграція нових країн у «золоте» співтовариство не безмежна. Країни-лідери використовують у своїх геополітичних (економічних) інтересах вплив на «периферію». Фінансовий капітал, враховуючи тривалість трансформаційних етапів економік постсоціалістичних країн, розширює сферу свого впливу з метою отримання надприбутків. С. І. Соколенко у монографії «Глобалізація та економіка України» (1999 р.) зазначає, що світовий ринок капіталів є частиною світового ринку позичкових капіталів, у якому капітал виступає не у вигляді грошей, а самозростаючої вартості й оформляють у вигляді банківських кредитів і довготермінових позик<sup>2</sup>.

Міжнародний ринок капіталу не є єдиним ринком, а об'єднанням взаємозалежних ринків, на яких здійснюється обмін активами у світовому масштабі. Ринок капіталу функціонує у межах світових фінансових центрів. Складовою міжнародного ринку капіталу є міжнародна торгівля валютою на валютному ринку. Основними учасниками світового ринку капіталу виступають державні установи, центральні й національні банки, потужні банки, міжнародні фінансові інституції та корпорації. Діяльність учасників узгоджується спільними економічними інтересами і бажанням досягти прибутковості у своїй діяльності; сучасні багатосистемні схеми співпраці, інноваційні технології та електронні засоби комунікації дозволяють оперативно реагувати на кон'юктуру і контролювати більшість сегментів ринку.

---

<sup>1</sup>Международные экономические отношения: Учебник для вузов / В. Е. Рыбалкин, Ю. А. Щербанин, Л. В. Балдин и др.; Под ред. проф. В. Е. Рыбалкина. – 3-е изд., перарб. и доп. – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 1999. – С. 145.

<sup>2</sup>Інтернет: [www.deutsche-botschaft.kiev.ua](http://www.deutsche-botschaft.kiev.ua).

<sup>3</sup>Полозенко Д. Фінансова глобалізація та інвестиційний процес // Вісник Національного банку України. – 2002. – № 11. – № 50–52. – С. 51–52.

Масштабні потоки спекулятивних капіталів через механізм інтервенцій швидко поглинають кредити. Оскільки сфера міжнародного ринку капіталів постійно модифікується і диверсифікується, то поряд із традиційними активами (банківськими депозитами, цінними паперами) зростає торгівля деривативами (похідними цінними паперами). До середини 1990-х рр. сумарний вивіз капіталу (кредити, портфельні й прямі інвестиції) перевищив 1,2 трлн. дол. США, склавши близько 70% величини суми світового експорту<sup>1</sup>. Відомий економіст Єльського університету, лауреат Нобелівської премії Джеймс Тобін запропонував стягувати податок з валютних операцій у світовій економіці (1% з обігу). Запровадження даного податку та оподаткування біржових операцій розглядається законодавцями в деяких країнах, наприклад, в Німеччині й Франції<sup>2</sup>.

Зростання вивозу капіталу зумовлено наступними причинами – науково-технічний прогрес (інноваційний напрямок розвитку світового господарства) вимагає значних інвестицій і, відповідно, поступально зростає попит на капітал; масштабність закордонного вкладення капіталу у видобувні галузі забезпечує отримання невідтворюваних природних ресурсів (сировини); вкладення капіталу в обробну промисловість сприяє уникненню митних перешкод (розвитку експорту); використання дешевої робочої сили для виробництва трудомісткої продукції у країнах, що розвиваються, дає змогу отримувати значні фінансові вигоди на вкладений капітал (зниження соціальних витрат, відсутність потреби фінансування соціальних програм, страхового захисту тощо).

В умовах науково-технічного прогресу виникають нові аспекти у висвітленні теорій нагромадження. Важливо відслідковувати структуру нагромаджень, взаємозв'язок між відносним та абсолютним нагромадженням. З метою забезпечення інноваційного розвитку економіки необхідно досягнути залучення достатніх обсягів фінансового капіталу, а це реально можливо лише при умові гарантування його максимальної дохідності та мінімізації можливих (економічних, політичних та ін.) ризиків. Відповідно має спрацьовувати механізм саморегуляції ринкових процесів. Суттєву роль відіграє держава, яка обирає стратегію економічного розвитку та здійснює контроль за основними інституціями ринкової економіки. Держава безпосередньо чи опосередковано визначає основні параметри ринкових перетворень національної

---

<sup>1</sup>Горбунов С. В. Международный валютный фонд: противоречия капиталистического валютного регулирования. – М.: Международные отношения, 1988. – С. 145.

економіки, формує загальний економічний та законодавчий простір для поступального розвитку суспільства. Економіст Д. Полозенко слушно зазначає, що фінансова глобалізація призводить до негативних наслідків там, де ігноруються інтереси держави, народу і надмірно виконуються рекомендації зовнішніх кредиторів<sup>3</sup>.

Залежно від поставлених цілей і ступеня універсальності міжнародні валютно-фінансові інституції поділяються на інституції, що мають світове значення, регіональні, а також на організації, діяльність яких охоплює конкретну сферу або галузь світового господарства. Провідні міжнародні економічні організації (МВФ, ОЕСР, СОТ) поступово перетворюються на центри формування інституційно-правового осердя неоліберального світового економічного порядку. Діяльність більшості міжнародних економічних інституцій стає дедалі більше взаємозалежною.

В економічній літературі кредитні відносини Міжнародного Валютного Фонду і України доволі широко висвітлені в працях С. Я. Боринця, А. П. Гальчинського, Л. Л. Кістерського, Ю. В. Попунєєва, О. М. Шарова. Дослідження ролі МВФ у світових господарських зв'язках у процесі глобалізації, особливості його впливу на розвиток ринку капіталу, еволюція співпраці МВФ з Україною й узагальнення причин тимчасового припинення видачі Фондом кредитних ресурсів нашої держави є доволі актуальними проблемами.

Меморандум з економічної політики МВФ традиційно передбачає скорочення бюджетного дефіциту для стабілізації економіки, припинення кредитування збиткових (безперспективних) підприємств, приватизацію підприємств, скорочення темпів інфляції, встановлення реального обмінного курсу національної грошової одиниці. У 1950–1990-х рр. політика МВФ і Світового банку суттєво вплинула на обмеження державного сектору у світовій економіці, оскільки була жорстко спрямована на ліквідацію збиткових державних підприємств, а також на розвиток приватизації як у розвинутих країнах, так і в тих, що розвиваються. С. В. Горбунов зазначає, що економічно розвинуті країни, задіяні в програмах МВФ, нав'язують країнам-позичальникам не лише економічні пріоритети розвитку, але й вимагають політичних компромісів<sup>1</sup>.

До січня 1992 р. експерти МВФ разом із працівниками Міжнародного

---

<sup>1</sup> Шапран В. Банки развития – перспективы создания – работы // Финансовый дирек тор. – 2003. – № 5 (15). – С. 39.

<sup>2</sup> Інтернет: [www.unicc.org/wto](http://www.unicc.org/wto).



банку реконструкції і розвитку (МБРР), Європейського банку реконструкції і розвитку (ЄБРР) й ГАТТ підготували доповідь про економічний стан у колишньому СРСР та визначили критерії надання допомоги з реформування економіки постсоціалістичних країн. Основні умови отримання допомоги передбачали заміну адміністративно-директивного розподілу ринковим, реформу фінансового сектору (підтримка приватних комерційних банків, перетворення спеціалізованих державних банків в акціонерні товариства тощо), розширення сфери залучення іноземного капіталу.

МБРР надає кредити тільки платоспроможним позичальникам і загалом не пролонгує терміни платежів за надані кредити. Членами МБРР можуть бути лише держави, прийняті у МВФ. Його експерти ретельно оцінюють економічну і фінансову доцільність інвестування проєктів, постійно здійснюють системний моніторинг вкладень (з точки зору не лише економічного ефекту, а й збереження довкілля, підтримки політики лібералізації економіки). Загалом особлива увага приділяється кредитуванню проєктів, спрямованих на вдосконалення банківської й правової (зокрема судової) систем, сприяння створенню інвестиційного клімату.

За останні десятиліття помітно зросла конкуренція з боку приватного сектору та інших регіональних банків розвитку (Азійського Банку Розвитку, Африканського Банку Розвитку, Європейського Інвестиційного Банку (ЄІБ)), що зумовило певне ускладнення діяльності МБРР. Нова стратегія політики США стосовно МБРР призвела до поступового скорочення обсягу ресурсів, скерованих на розвиток діяльності Міжнародної асоціації розвитку. Активи ЄІБ, наприклад, становлять 224 млрд. дол. США, а активи всієї української банківської системи – приблизно 54 млрд. дол. США<sup>1</sup>. Капітал банків розвитку формується в основному за рахунок внесків акціонерів, а їхня діяльність сприяє консолідації банківської сфери у вирішенні багатьох проблем реорганізації певних секторів економіки з урахуванням суспільного розвитку.

Міжнародна фінансова корпорація (МФК) сприяє залученню інвестицій у приватний сектор країн, що розвиваються<sup>2</sup>. Корпорація мобілізує ресурси, гарантує розміщення цінних паперів, впроваджує програму синдікованих позик, здійснює сек'юритизацію активів і

---

<sup>1</sup>Кузнецов В. С. Международный валютный фонд и мирохозяйственные связи. – М.: «Российская политическая энциклопедия» (РОССПЭН), 2001. – С. 105.

<sup>2</sup>Коллонтай В. Эволюция западных концепций глобализации (Статья первая) // Мировая экономика и международные отношения. – 2002. – № 1. – С. 28.

<sup>3</sup>IMF Survey. – September, 1996, p. 8.

приватне розміщення цінних паперів компаній. Зазначимо, що здійснюючи кредитування на ринкових умовах, МФК не конкурує з приватним капіталом, а розширює і доповнює сферу його впливу.

На нашу думку, МВФ успішніше, ніж МБРР та інші економічні інституції, пристосовується до поточних змін. Негнучкі політико-економічні умови кредитування розглядаються деякими фінансистами як диктат з боку Фонду. Дж. Сакс і Дж. Сті'ліц критикують МВФ за жорстке нав'язування монетаристської політики, дерегулювання економіки, скорочення господарських функцій держав і неврівноважене здійснення політики приватизації.

Тимчасовий комітет МВФ на своїй сесії 28 квітня 1997 р. досяг домовленості, що в установчу угоду Фонду повинна бути внесена поправка, відповідно до якої Фонд має право і може сприяти лібералізації руху капіталів<sup>1</sup>. Тимчасовий комітет МВФ дійшов згоди з чотирьох основних принципів: Фонд повинен відігравати провідну роль у сприянні впорядкуванню лібералізації руху капіталів; в установчу угоду повинна бути внесена поправка про надання Фонду мандату й поширення його юрисдикції на рух капіталів; забезпечувати достатню гнучкість, щоб лібералізація супроводжувалася необхідними структурними й макроекономічними реформами; країни-члени повинні отримати право у виняткових випадках застосовувати тимчасові обмеження щодо руху капіталу за відповідною згодою Фонду.

Масштаби й вплив фінансових криз у відкритій світовій економіці суттєво модифікуються. Наприкінці 1980-х рр. лібералізація руху капіталу привела до спрощення механізмів переміщення капіталів, тому однією з причин кризових потрясінь стала зміна попиту та пропозиції на позичковий (фіктивний) капітал. На початку 1990-х рр. П. Кругман попереджав про можливі кризи в реальній економіці й доцільність уникати небезпечного послаблення інструментарію антикризової політики у світовій економіці<sup>2</sup>.

Активізація дискусій навколо глобалізації зумовлена фінансовими кризами 1997–1999 рр. У зв'язку зі зростанням руху капіталів змінюється системний підхід МВФ до проблем регулювання платіжних балансів, особлива увага приділяється статтям платіжного балансу, пов'язаним з рухом капіталів. Фонд прийняв дієві заходи з посилення нагляду за

<sup>1</sup>Коллонтай В. Эволюция западных концепций глобализации (Статья первая) // Мировая экономика и международные отношения. – 2002. – № 1. – С. 28.

<sup>2</sup>Авдокушин Е. Ф. Международные экономические отношения: Учеб. пособие. – М.: ИВЦ «Маркетинг», 1997. – С. 161.

<sup>3</sup>Кузнецов В. С. Международный валютный фонд и мирохозяйственные связи. – М.: «Российская политическая энциклопедия» (РОССПЭН), 2001. – С. 404.

трансформацією кредитних інституцій<sup>3</sup>. Особливу увагу Міжнародний Валютний Фонд приділяє дотриманню країнами основних засад ефективного функціонування економіки (відповідно до Кодексу лояльної практики (Codes of Good Practices)), отриманню достовірної економічної інформації (відповідно до Спеціальних стандартів поширення даних (ССПД; SDDS – Special Data Dissemination Standard), визначенню основних фінансових показників та необхідних відомостей про стан національної економіки), забезпеченню фінансової підтримки країні у разі виникнення кризового стану, а також слідкує за управлінням державним боргом та дотриманням податкових зобов'язань.

Заходи з посилення нагляду передбачають також розробку стандартів надання Фонду країнами-членами своєчасної статистичної звітності про стан економіки. У 2003 р. Україна приєдналася до ССПД МВФ. Проте фінансові аналітики констатують, що глобалізація зумовила настільки суттєві міжнародні та внутрішні трансформації, що загальновизнані методи збирання та аналізу статистичних даних дедалі менше відображають реальність економічних процесів<sup>1</sup>.

Бреттон-Вудська система зіграла важливу роль у розвитку валютних відносин, які почали ґрунтуватися на міжурядовій угоді; закріплення системи золотодоларового стандарту сприяло розширенню міжнародного торгового обороту, становленню ринку капіталу, зростанню виробництва і грошових нагромаджень (заощаджень) у промислово розвинутих країнах. За межами США на початку 1990-х рр. в обігу було понад 300 млрд. дол. США, що становило близько двох третин готівки, що була в обігу<sup>2</sup>. Вимоги про обмін американського долара на золото стало обтяжливим для США, оскільки виникла необхідність підтримувати низькі ціни на золото за рахунок власних резервів, тому відмовилися від обміну долара на золото за офіційною ціною. Деякі економісти пропонують з метою досягнення визначеності реального еквівалента відновити роль золота (повернутися до системи золотих паритетів)<sup>3</sup>.

У сучасних умовах зростає регульовальна роль міжнародних фінансових інституцій. У 1990-х рр. стабілізаційні програми за участю МВФ було розпочато у 24 з 26 східноєвропейських країн. Велінням часу є співпраця з міжнародними фінансовими інституціями (відкриття нових кредитних програм), оскільки це є важливим показником для іноземних

---

<sup>1</sup>Бюджет // Тенденції української економіки. – 2001. – Грудень. – С. 43–45.

<sup>2</sup>Тенденції української економіки. – 2001. – Грудень. – С. 3.

<sup>3</sup>Правительству снова нужны деньги МВФ // Украинская Инвестиционная Газета. – 2002. – № 39. – С. 17–20. МВФ отказал Украине в предоставлении кредита // Украинская Инвестиционная Газета. – 2003. – № 41, 14 октября.

інвесторів.

Останнім часом на державному рівні проводилася політика співробітництва України з МВФ на безкредитній основі. З метою досягнення фінансової стабільності в державі здійснювалися заходи із забезпечення зростання резервів Національного банку України (так, у 2002 р. резерви становили 4 млрд. дол. США), позитивного сальдо платіжного балансу, уникнення неправомірних витрат із бюджету тощо. Проте відносна слабкість фінансової системи і великі виплати за зовнішнім боргом вимагали відповідної допомоги міжнародних фінансових інституцій. Значна частка кредитів МВФ традиційно використовується на покриття дефіциту бюджету, погашення заборгованості із заробітної плати, сплату відсотків за кредити, надані Фондом тощо. Загалом така підтримка більше стосувалася фінансової та соціальної сфер.

Управління державним боргом та створення механізмів стримування зростання боргу є складною й багатогранною проблемою в усіх країнах. Зауважимо, що згідно зі ст. 18 Бюджетного кодексу України величина основної суми державного боргу не повинна перевищувати 60% фактичного річного обсягу валового внутрішнього продукту України. Встановлений граничний показник є прийнятним для промислово стабільних держав із розвинутою ринковою економікою. Наявність значних обсягів позичкового капіталу на внутрішньому фінансовому ринку та доступ на міжнародні ринки дасть змогу цим державам залучати позики з низькими відсотковими ставками і відповідно підтримувати платоспроможність держави. Фінансові експерти вважають, що обсяг державного боргу навіть на рівні 40% ВВП є непосильним для Державного бюджету України (за станом на січень 2001 р.: за останніх 4 роки держава не здійснила жодного великого боргового платежу відповідно до графіку, погодженого з кредиторами). Таким чином, на їхню думку, встановлення граничного показника (60%) створює можливості для подальшого нагромадження боргів держави, а тому доцільно знизити ліміт державного боргу до 35%<sup>1</sup>.

У грудні 2001 р. Правління Світового банку прийняло рішення про надання Україні другої частки першого траншу за Програмою розширеного кредитування на суму 100 млн. дол. США (перша частка у розмірі 150 млн. дол. США кредиту надійшли у вересні 2001 р.). Загальна сума кредиту становила 750 млн. дол. США. Проте у січні 2002 р. Правління МВФ відклало розгляд питання про надання Україні наступного

---

<sup>1</sup>Розраховується достроково з МВФ і спати спокійно? // Голос України. – 2003. – № 170, 11 вересня.

траншу в рамках Програми розширеного кредитування (370 млн. дол. США), оскільки не було врегульовано проблему повернення з бюджету підприємствам-експортерам сплаченого податку на додану вартість (ПДВ)<sup>2</sup>.

У 2003 р. Україна здійснила великі виплати за зовнішнім боргом, а тому в зв'язку з нерозвиненістю внутрішнього ринку капіталу (фінансового ринку) передбачається вихід на ринок зовнішніх позик (залучення позик зі ставкою 10% річних), а також планувалося отримати кредити від МВФ. Проте у жовтні 2003 р. експерти МВФ знову відмовилися рекомендувати Фонду відкрити кредитну лінію. Програма «попереджувальний» stand by передбачає виділення кредитів Фондом тільки у випадку особливих ситуацій згідно з вимогою України і може бути розрахована на 1,5–3 роки в розмірі 600–800 млн. дол. США<sup>3</sup>.

Місія МВФ позитивно оцінила стабільність макроекономічної ситуації, проведення структурної реформи і податкової політики, наміри Національного банку України (НБУ) достроково повернути борг Фонду у розмірі 1,8 млрд. дол. США і намагання забезпечити відповідний рівень міжнародних резервів та одночасне проведення зваженої макроекономічної політики. Загалом уряд частково вирішив проблеми платіжного балансу, поетапного проведення податкової реформи, структуризації паливно-енергетичного комплексу і підвищення рівня розрахунків в енергетиці. Експерти МВФ назвали, знову ж таки, основною причиною відмови у здійсненні кредитування наявність проблематики повернення державою ПДВ експортерам.

У червні 2003 р. заборгованість з ПДВ зменшилася, проте у серпні вона знову різко зросла, що суттєво погіршило податкову дисципліну та зумовлює втрату інвесторами значних коштів. Експерти рекомендують експортерам вирішення проблематики повернення простроченої заборгованості з ПДВ поєднувати з доцільністю суттєвого скорочення пільг з цього податку для розширення діючої бази оподаткування.

На наш погляд, дискусійною залишається пропозиція НБУ достроково повернути борг МВФ у розмірі 1,8 млрд. дол. США. На даний час НБУ розміщує частину своїх резервів із доходністю 0,9% річних, а якби працював із цінними паперами Федеральної резервної системи США, то доходність досягала б 2,9%<sup>1</sup>. Зауважимо, що згідно з діючим порядком працювати з цінними паперами американського уряду НБУ

---

<sup>1</sup>Минфин займет еще 2,5 млрд. грн. // Украинская Инвестиционная Газета. – 2002. – № 39. – С. 17–19.

не має права до погашення усіх боргів перед МВФ. Варто зазначити, що кредити були залучені на рівні домовленості між розпорядниками Фонду і представниками уряду України, а не НБУ. Загалом валютні резерви використовуються для підтримки стійкості платіжного балансу, який, на жаль, поступово погіршується (так, у вересні 2003 р. золотовалютні резерви НБУ скоротилися на 3,4% – до 6680 млн.).

Фінансові кризи мають стійку тенденцію до модифікації, тому при вирішенні таких кардинальних питань, як співпраця з МВФ, варто ґрунтовно проаналізувати реальне співвідношення темпів приросту монетарної бази і валютних резервів, розглянути різноманітні підходи до комплексної проблематики достатності в країні валютних резервів для розрахунків з Фондом і забезпечення підтримки реформування економіки.

Постсоціалістичні країни поступово виходять на фінансові ринки, проте зростання зовнішньої заборгованості ускладнює міжнародний рух капіталів. Важливо уникнути боргового зашморгу у взаємовідносинах із міжнародними фінансовими інституціями (як правило, нові зовнішні запозичення використовуються здебільшого на погашення раніше отриманих кредитів), а тому розвиток національних фінансових ринків є запорукою оптимізації співвідношення між зовнішніми і внутрішніми запозиченнями.

В Україні загалом банки домінують у фінансово-кредитній сфері, оскільки поки що недостатньо розвинені інші сегменти фінансового ринку (інституції спільного інвестування, недержавні пенсійні фонди тощо). Банки в основному забезпечують коротко- і середньотермінове кредитування, тому розвиток альтернативних джерел фінансування обраної інноваційної моделі економічного розвитку (зокрема, приватного сектору) може частково зменшити навантаження на видаткову частину бюджету і потребу залучення зовнішніх запозичень.

Залучення додаткових фінансових ресурсів на фондовому ринку шляхом розміщення облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП) також проблематичне, оскільки в цілому населення не є активним покупцем цінних паперів, хоча в 2002 р. вітчизняні банки купили державних облігацій на суму 1,2 млрд. грн. Додатковий випуск ОВДП в 2003 р. на суму 2,5 млрд. грн. вимагав нового підходу до схем розміщення з метою зацікавлення ширшого кола потенційних покупців. На початок 2002 р. у АГПБ «Аваль» обсяг портфеля державних облігацій

---

<sup>1</sup>Словник сучасної економіки Макміллана / Пер. з англ. – К.: «АртЕК», 2000. – С. 567.

<sup>2</sup>Hofmann Gunter. Das Reformpaket // Deutschland. – 2003. – № 5. – S. 9–11.

становив 700 млн. грн., в Державному ощадному банку України – 290 млн. грн.<sup>1</sup> На нашу думку, з метою зацікавлення банків необхідно запропонувати адекватні стимули – можливо, варто передбачити певні податкові пільги банкам, які працюють із корпоративними облігаціями (чи розміщують вільні кошти).

Поряд із традиційним кредитуванням юридичних і фізичних осіб та роботою з корпоративними облігаціями вітчизняних емітентів, передбачається прийняття відповідного рішення НБУ щодо дозволу банкам-резидентам працювати з єврооблігаціями (з червня 2003 р. Україна вже розмістила єврооблігації на суму 1 млрд. дол. США).

Розвиток нагромадження капіталу взаємопов'язаний з проблематикою заощаджень у суспільному масштабі, яка залежить від функціонування національної кредитної системи, пов'язаної з акумуляцією грошового капіталу як складовою ринкової діяльності.

У теперішніх умовах саме грошово-кредитна політика є важливим інструментом державного регулювання економіки. У світовій практиці грошові реформи здійснювалися, як правило, з метою деномінації грошової одиниці, мали конфіскаційний характер або були формально-показовою процедурою: кошти конвертували в цінні папери, списували готівку з банківських рахунків або замінювали на нову грошову одиницю. Соціально непередбачувані й навіть зворотно-непередбачувані наслідки можуть мати грошові реформи, які здійснюють шляхом блокування банківських рахунків на певний термін з метою виведення економіки з депресивного стану (на початку 1990-х рр. відповідні заходи було запроваджено у Бразилії, а вже у 2002 р. – в Аргентині).

Існує обернена залежність між підвищенням ефективності нагромадження капіталів і рівнем життя населення. Нагромадження має об'єктивний характер, зумовлений потребою, яка виникає в процесі розширеного споживання і потребує відповідних матеріальних умов.

---

<sup>1</sup>Гэлбрейт Джон К. Экономические теории и цели общества / Пер. с англ. Под общей ред. и с предисл. акад. Н. Н. Иноземцева и члена-корр. АН СССР А. Г. Милейковского. – М.: Прогресс, 1976. – С. 378.

<sup>2</sup>Гальчинський А. Теорія грошей: Навч. посібник. – К.: Видавництво Соломії Павличю «Основи», 2001. – С. 170.

<sup>3</sup>Ясин Е. Модернизация экономики и система ценностей // Вопросы экономики. – 2003. – № 4. – С. 9.

<sup>4</sup>Гальчинский А. С. Методологические проблемы денежных отношений в трудах К. Маркса / Под общей ред. д.э.н., проф. Ю. Н. Пахомова. – К.: Головное изд-во издат. объедин. «Вища школа», 1979. – С. 156.

<sup>5</sup>Материальное накопление в условиях рыночной экономики / Ю. В. Куренков, С. А. Смирнова, В. К. Петров и др. – М.: Наука, 1991. – С. 71–72.

Останні створюються нагромадженням, яке у подальшому впливає на споживання, визначаючи можливості його розширення. Цікавою є філософія основних потреб (basic needs philosophy)<sup>1</sup>, яку вважають новою стратегією розвитку суспільства. Вона відмежовується від теорії нагромадження і визначає наступні основні пріоритетні напрямки розвитку суспільства: виробництво необхідних товарів (житло, одяг, харчі), доступність життєво необхідних благ (освіта, охорона здоров'я), право на працю для задоволення основних потреб, створення соціальної інфраструктури тощо. Філософія даної стратегії передбачає більшу орієнтацію виробництва на задоволення конституційних прав громадян.

Основоположником соціально орієнтованої економіки вважається Л. Ерхард, який особливу увагу приділяв зростанню купівельної спроможності населення для забезпечення економічного розвитку суспільства. Наприкінці 1940-х рр. у Німеччині з метою підтримки купівельної спроможності здійснювалися заходи, спрямовані на зниження податків, надання соціальних гарантій працюючим, матеріальне заохочення житлового будівництва, сприяння працевлаштуванню безробітних тощо. У 2004 р. в Німеччині згідно з програмою «Agenda 2010» передбачається подальша реорганізація ринку праці й модернізація соціальних систем, а в процесі третього етапу податкової реформи від оподаткування буде звільнено суб'єкти господарювання й громадян на загальну суму 21,8 млрд. євро<sup>2</sup>.

Зміна поглядів на нагромадження свідчить про еволюцію в матеріальних умовах відтворення. Дж. Гелбрейт у праці «Економічні теорії і цілі суспільства» (J. K. Galbraith. Economics and the Public Purpose. – Houghton Mifflin: Company Boston, 1973) зазначає, що не існує певного механізму, який може визначити оптимальність співвідношення між прийняттям рішень стосовно доцільності інвестицій чи нагромадження<sup>1</sup>. Більшість економістів при визначенні капіталу зазначають, що це – одна із форм багатства<sup>2</sup>. Є. Ясін, досліджуючи проблематику системи цінностей у сучасній економіці, зазначає, що до початку 1990-х рр. модель традиційних цінностей себе вичерпала. Він вважає, що багатство зумовлюється наявністю продуктивної культури, тобто є результатом особистої ініціативи і зусиль; проте як непродуктивна культура, то наявний ресурс, що підлягає розподілу, праведно нажити не можна<sup>1</sup>.

Згідно із соціологічними дослідженнями зі зростанням нагромадження зростає споживання. А. С. Гальчинський констатує, що окремий товар можна розглядати як представника багатства, але у своїй



натуральній визначеності він задовольняє лише певну потребу та є окремим моментом загального багатства<sup>2</sup>. Престижне споживання підкреслює соціальне становище людини в суспільстві, тому товари «престижного споживання», як правило, не є об'єктами для оцінки поточного виробництва, оскільки їхні обсяги невеликі й відстають від попиту. Це призводить до постійного зростання цін на такі товари, зокрема, на стародавні замки, унікальні книги, марки, рукописи, замовні автомобілі, літаки). Речі престижного вжитку звужують фінансову базу виробничих інвестицій і, відповідно, збільшують їхню вартість, сповільнюється нагромадження постійного капіталу. Це нагадує «нагромадження скарбів»<sup>3</sup> – вилучені з обігу гроші перебувають у формі скарбів і це не потребує додаткового капіталу, а лише змінюється функція грошей.

Підсумовуючи, наголосимо, що для дослідження дії механізму нагромадження фінансового капіталу, відслідковування характерних рис диверсифікації особливо важливе значення має розгляд нагромадження з точки зору становлення ринкових відносин. Такий підхід дає змогу отримати цілісний субординований взаємозв'язок процесу нагромадження фінансового капіталу з урахуванням змін та основних тенденцій розвитку ринку.

На нашу думку, економічно доцільним є вивчення нагромадження в аспекті інноваційної моделі економічного розвитку та формування ринку фінансового капіталу. Водночас, важливо розкрити систему співвідношень (пропорційність) у процесі нагромадження і, нарешті, розглянути співвідношення між виробничим і невиробничим нагромадженням через його соціальну значущість. Розгляд перспектив розвитку ринку фінансового капіталу з метою забезпечення нагромадження має важливе методологічне значення для вирішення проблем розширеного відтворення, розкриття суті та механізму чинності закону нагромадження, його ролі та місця в системі економічних законів.

Масштабний характер руху фінансових потоків вимагає застосування комплексного підходу до управління економічними процесами та створення цілісної теоретичної моделі механізму функціонування процесу нагромадження фінансового капіталу в Україні. Нагромадження капіталів сприяє гарантуванню економічної безпеки держави у цілому, підтримці інноваційних напрямків розвитку (перепрофілюванню енергоємних, матеріалоємних, працеемних виробництв, розвитку високотехнологічного машино- і приладобудування тощо), вирішенню соціальних проблем (розвиток науки і культури, житлове будівництво, пенсійне забезпечення, утримання непрацездатного населення). Зауважимо, що маємо

### 1.3. Конкуренція та її значення в розвитку ринку фінансового капіталу

В епоху домонополістичного капіталізму промисловий і банківський капітали існували відносно відокремлено (промисловці не займалися банківською справою, а банкіри, надаючи кредити та інші банківські послуги підприємцям, суттєво не втручалися у виробничу діяльність промисловців). Становлення капіталістичних відносин зумовило бурхливий розвиток економіки і, відповідно, змінилися взаємовідносини та економічні інтереси банківських інституцій і промислових корпорацій.

Відомий український економіст М. І. Туган-Барановський вважав, що «капітал – це ті чи інші цінні речі, котрі через певні суспільні умови набувають здатності зростати у своїй вартості й, таким чином, давати постійний дохід тому, кому вони належать»<sup>1</sup>. Розширення фінансової сфери в минулому тисячолітті зумовлено можливостями отримання вищих прибутків у фінансовій індустрії, ніж у промисловості, а розвиток офшорних зон сприяв нагромадженню фінансовому капіталу уникати сплати непомірних податків.

У банківському капіталі як складовій фінансового капіталу відбуваються набагато суттєвіші зміни порівняно з масштабами змін у промисловому капіталі, що пов'язано, перш за все, зі збільшенням впливу й значення кредитно-фінансової системи у світовій економіці. Розглянемо деякі особливості розвитку і діяльності банків США (у контексті досвіду для України).

Процеси концентрації та монополізації в інвестиційній банківській справі відрізняються у США своєю інтенсивністю і більшою, ніж у Європі різноманітністю. Перед Великою депресією ХХ ст. банки займалися купівлею-продажем цінних паперів через створені ними дочірні компанії, а також кредитували безпосередньо чи через брокерські фірми інвесторів, які бажали придбати цінні папери. Падіння фондового ринку в період Великої депресії зумовило кризу неплатежів у банківській сфері й, відповідно, банкрутство банків (близько 8 тисяч банкрутств).

Комісією з вивчення причин біржової кризи 1929 р. встановлено, що інвестиційні банки розміщували цінні папери серед інвесторів, не повідомляючи їх про свою економічну зацікавленість у проведенні угод. Так, «Чейз Мангеттен Бенк» продавав акції свого банку в розрахунок на пониження курсу, не маючи цих акцій у наявності (selling short), а

---

<sup>1</sup>Туган-Барановський М.І. Політична економія. Курс популярний. – К.: Наукова думка, 1994. – С. 89.

банківський будинок Моргана продавав свої акції політичним діячам за заниженою ціною. Сміт Рой у праці «The Global Bankers» (1990 р.) зазначив, що банківська індустрія була визнана «основним злочинцем» в роки Великої депресії<sup>1</sup>.

Закон Glass-Steagall Act, прийнятий після Великої депресії 1929–1932 рр., обмежував діяльність банків (сувора спеціалізація, вимоги до розмірів статутного капіталу, обмеження в створенні філій тощо). У США існує мережа інвестиційних банків, яка до 1970-х рр. діяла наступним чином. Інвестиційні банки мали монопольне право на операції з корпоративними цінними паперами, яке колись надавалося тільки членам Нью-Йоркської фондової біржі (NYSE). Через систему синдикатів розподіляли квоти при емісійних випусках, причому єдині ставки комісійних установлювала NYSE. Кожний великий банк спеціалізувався на обслуговуванні чітко визначеного кола клієнтів, перш за все промислових корпорацій. Капітали власне інвестиційних банків були незрівнянно меншими від капіталів промислових і банківських корпорацій.

У 1970-х рр. розпочалася перебудова інвестиційної банківської справи США. Головним напрямком діяльності стає зростаюча концентрація капіталу найпотужнішими корпораціями, оскільки змінився сам світовий ринок цінних паперів. Наприкінці 1970-х рр. 70% обсягу цінних паперів корпорацій на NYSE купували інституційні інвестори (фінансові інституції різних видів), а 30% – приватні особи. Під загрозою впровадження аутсайдерів у біржову діяльність було скасовано систему фінансових комісійних, проте доступ на біржу інших інституцій залишився обмеженим. Це зменшило прибутки інвестиційних банків, а в умовах інфляції зробило біржові операції рентабельними тільки для великих компаній, оскільки лише вони могли відшкодувати зменшення доходів від кожної окремої угоди зростанням загального обсягу останніх.

Таким чином, у 1970-х рр. великі інвестиційні банки поглинули багато дрібних і середніх брокерських та дилерських фірм. У великих банках «стерлася» звичайна різниця між «роздрібними» операціями з індивідуальними держателями акцій та угодами з великими інституційними інвесторами, емісіями корпоративних фондових цінностей. Як наслідок, інвестиційна банківська справа у стислий термін перетворилася в одну з найбільш високомонополізованих сфер економіки США. Вже у 1980-і рр. 25 провідних банків обслуговувало 75% обігу капіталів, а перших 5 – зосередили понад 50% емісії акцій приватних компаній. Характерним

---

<sup>1</sup>Smith Roy C. The Global Bankers. – New York: Truman Talley Books / Plume, 1990. – P. 28.

стало те, що при поглинанні у 35% випадків корпорації користувалися послугами одного з трьох найбільших інвестиційних банків, у 57% – одного зі семи.

Інтегрування інвестиційних банків у структуру фінансового капіталу посилюється ще й тією обставиною, що провідні з них, як правило, контролюють багато небанківських фінансових інституцій, залучених до інвестиційних операцій і руху фінансового капіталу (цінних паперів), зокрема, вони контролюють частину інвестиційних компаній, взаємних (взаємно-ощадних) фондів. Тому зміни у кредитно-банківській сфері торкнулися й небанківських інституцій, які належать до неї, – страхових компаній, пенсійних фондів, ощадно-позикових товариств, кредитних спілок тощо.

Невпинне зростання їхніх активів – тривала тенденція другої половини ХХ ст. В даний час їхні активи приблизно у 3 рази перевищують активи комерційних банків. За зазначений період активи компаній страхування життя зросли у 67 разів, страхування майна – у 9–11, пенсійних фондів – у 14, ощадно-позикових товариств – у 13 разів.

Загострення та ускладнення конкуренції прискорюють процеси концентрації й централізації капіталу в небанківських фінансових інституціях. Особливістю розвитку кредитно-фінансової системи в сучасних умовах є важка і гостра конкуренція між її складовими: банками і небанківськими фінансовими інституціями, між банками у банківській ланці й між небанківськими фінансовими інституціями у відповідній ланці. Тому монополізація цих інституцій має власну специфіку, пов'язану зі своєрідністю й різноманітністю їхніх організаційних форм. Тут є акціонерні компанії (корпорації), партнерства, компанії взаємного обміну, так звані приватні дома, і змішані форми організаційної структури. На цьому тлі слід виокремити дві основні тенденції – зміцнення ролі великих монопольних об'єднань і корпорацій та підпорядкування їм, а також потужним банкам величезної кількості менших за масштабами небанківських фінансових інституцій.

За величиною активів серед небанківських фінансових інституцій ощадно-позикові товариства мають 25–30% усіх активів. Їхній склад характеризується неоднорідністю. Так, нині у США налічується 4 тисячі таких інституцій, основна частина яких займається мобілізацією коштів у населення з метою спрямування їх на фінансування житлового будівництва. Тому стрімке зростання активів ощадно-позикових товариств пов'язане з їхньою діяльністю щодо нагромадження й перетворення у капітал вільних коштів населення. Вигідність і перспективність цієї справи привели до того, що нею почали займатися

і банки, й інші інституції, суттєво розширивши обсяги такої діяльності.

У США високий рівень монополізації властивий страховим компаніям. Зокрема, на перших 10 провідних страхових компаній припадає приблизно 70% від усіх активів. Найбільшим з них належать наріжні позиції у механізмі поєднання промислового та банківського капіталів, розвитку ринку фінансового капіталу, оскільки вони традиційно інвестують у цінні папери корпорацій і відіграють роль важливого чинника як тривалого резерву довготермінового фінансування промислового виробництва.

Приватні пенсійні фонди мають приблизно 15% усіх активів небанківських фінансових інституцій, проте у США саме вони є найбільшими держателями корпоративних акцій. Ними управляють провідні промислові корпорації, найпотужніші банки і головні страхові компанії. Таким чином, в останні роки пенсійні фонди перетворилися у центр зосередження корпоративної власності фінансової й нефінансової сфер ринку капіталу.

Цікаво, що тривалий час у другій половині ХХ ст. специфічні види банківських відносин з промисловими корпораціями (наприклад, коротко- і середньотермінове кредитування, розрахункові й довірчі (трастові) операції тощо) залишилися поза основною діяльністю небанківських фінансових інституцій. На нашу думку, це було пов'язане з відносною самостійністю таких інституцій – інвестиційні банки контролюють компанії, що займаються інвестиційними операціями; великою є частка провідних комерційних банків у контролі усіх без винятку небанківських фінансових інституцій.

Поступовий розвиток монополізації згаданих не-банків спричинив у США появу потужних фінансових інституцій із широким розмахом диверсифікації операцій, які узгоджувалися на основі об'єднання у межах єдиної структури усіх видів діяльності. Подібні корпоративні об'єднання називають універсальними монополіями, або фінансовими супермаркетами. Вони виникають як з потужних комерційних банків, так і з міжвидової експансії (як логічного наслідку концентрації й монополізації в інвестиційній банківській справі) найбільших небанківських фінансових інституцій.

У сучасній економіці США об'єктом гострої конкурентної боротьби між окремими видами кредитно-фінансових інституцій стали як традиційні, так і нові сфери діяльності кожної з них. Тим самим маємо поступове становлення єдиного фінансового механізму, який намагаються контролювати потужні корпорації універсального характеру (фінансові супермаркети).

Головною особливістю структурних змін у кредитно-фінансовій сфері США є виокремлення й становлення невеликої групи корпорацій універсального виду. На нашу думку, розвиток процесу універсалізації відображає сучасну потребу великого капіталу згаданої сфери у багатосторонніх зв'язках з усіма галузями економіки, причому основним об'єктом фінансових компаній є промислові корпорації. Це природна тенденція, оскільки нині зріс обсяг і перелік послуг, які вони отримують від фінансово-кредитної сфери, підвищилася питома вага операцій, які відносяться до довготермінових та усталених.

Поряд з цим, виникла потреба й у комплексному фінансовому обслуговуванні, а можливість його виявилася несумісною з усталеною спеціалізацією кредитно-фінансових інституцій. Зокрема, регламентування їхньої діяльності призвело до того, що комерційні банки, займаючись кредитуванням, були офіційно усунуті від операцій з цінними паперами, а, відповідно, інвестиційні банки – від депозитної діяльності. Більшість видів послуг у сучасних умовах виявляються на межі сфер функціонування інституцій різного профілю. Водночас комплексне обслуговування – в інтересах і фінансових інституцій, і їхньої клієнтури – промислових корпорацій. Якщо ж для перших воно означає зміцнення власного становища на ринку, забезпечення постійного попиту на їхні послуги, зниження операційних витрат завдяки великим обсягам діяльності, то для других воно відкриває доступ до фінансових ресурсів при довільних умовах діяльності, забезпечує поєднання звичайних і новітніх видів обслуговування, надає додаткові переваги перед меншими клієнтами (корпораціями) за рахунок якості наданого фінансового обслуговування.

Матеріальною основою універсалізації стала концентрація потужного обсягу капіталу у провідних корпораціях, які діють на ринку фінансового капіталу (РФК). Потреба в універсалізації виникла тому, що в кризових обставинах виявляється небезпечним «прив'язування» всіх активів великих банків і потужних небанківських інституцій тільки до звичайних для них видів діяльності (характерним прикладом стала криза початку 1980-х рр.), коли на противагу інфляції й знеціненню грошей провідні корпорації намагалися протиставити широку диверсифікацію своїх операцій. Саме це змусило їх зосередитися на усуненні існуючих тоді меж між фінансовою й нефінансовою сферами діяльності, між інвестиційно-установчими і депозитно-кредитними угодами, а також розвивати експансію на всій території США і намагатися змінити усталені засади діяльності ринку фінансового капіталу та економіки загалом.

Процес утворення потужних фінансових супермаркетів яскраво представлений серед комерційних банків США. Універсалізація великих банків – характерна тенденція банківської справи ХХ ст. У 1980-их рр. відбулося не тільки значне прискорення такої універсалізації, а й став відчутним суттєвий якісний розвиток, зокрема у США. Поряд зі зміною темпів і ролі, змінилися, точніше, модернізувалися й модифікувалися її форми й характер – приховані форми перетворення банків в універсальні банківські корпорації тепер стали явними, набули агресивно-наступального характеру.

Застосовуючи в основному холдинг як форму гнучкої організаційної структури, великі комерційні банки долали законодавчі перешкоди на шляху географічної диверсифікації філій, участі у промислово-торговій справі, інвестиційних, біржових та інших заборонених їм операціях. Часом для цього ж створювалися системи контролю кожного з цих банків (філій) над кількома формально незалежними, але фактично підпорядкованими інституціями іншого виду або іншого розташування. Зауважимо, що й в сучасних умовах подібні способи експансії у галузі й зони, закриті для комерційних банків, залишаються актуальними і не втратили свого значення.

Одночасно відбувався відвертий наступ потужних комерційних банків на всій території США, що полягав у відкритому здійсненні тих операцій, які раніше виконувалися лише опосередковано (через згадані вище системи контролю, підставні й фіктивні фірми-агенти тощо). Маючи достатні фінансові ресурси і відчувши попит з боку клієнтів-промислових корпорацій, банки домоглися усунення більшості застарілих перешкод, зміни законодавства щодо скасування переважної кількості обмежень їхньої діяльності.

Розглянемо нову рису універсалізації великих комерційних банків, що відображає характер цього процесу в сучасних умовах. Раніше універсалізація здійснювалася переважно у вигляді освоєння одним банком усього спектра банківських операцій, а також у напрямку їх якомога ширшого географічного розташування. Найпривабливішою сферою для комерційного банку стають інвестиційні операції з цінними паперами корпорацій, тому що саме допущення до цих операцій характеризує універсалізацію як диверсифікацію банківських послуг, як поєднання в одній інституції всіх видів банківської діяльності.

На сучасному етапі інвестиційно-емісійна справа з цінними паперами корпорацій залишається основним напрямком діяльності комерційних банків, а поняття універсального банку перетворює його на потужне підприємство (АТ) з усією різноманітністю власне банківських операцій,

а також залучає до численного переліку фінансових операцій різних видів. Крім зазначеного, сьогодні одним з пріоритетних напрямків універсалізації стала участь великих банків у бізнесових справах поза межами традиційної кредитно-фінансової сфери (зокрема, в операціях, характерних для нефінансових інституцій, промислових і торгових компаній тощо).

Універсалізація впливає не тільки на перелік послуг, які банки надають своїм клієнтам, а й на якість, швидкість виконання у поєднанні з урахуванням специфічних вимог клієнтів та особливостей поточної діяльності. Головною причиною створення банків універсального типу є прагнення до максималізації прибутку (що є, до речі, характерним для будь-якого виду підприємництва взагалі). Зауважимо, що прояви цього у США мають певні особливості. Так, незважаючи на те, що, як правило, доходи від небанківських операцій є вищими, ніж від банківських,

з 1980-х рр. іноземні банки активніше почали діяти на внутрішньому ринку США, і відповідно великі комерційні банки почали звертати увагу на сфері активності інших кредитно-фінансових інституцій.

Комерційні банки у вигляді фінансових супермаркетів спочатку переорієнтовувалися з традиційних короткотермінових кредитів на різноманітні види надання позик у поєднанні з новими формами угод. Тепер вони практикують надання цільових кредитів на довготермінове фінансування визначених програм. Наприклад, у процесі поглинання банк пропонує свої послуги для довготермінового фінансування усієї програми закупівлі підприємств тією чи іншою компанією.

Визначальною ознакою фінансових супермаркетів стало стирання межі між двома основними сферами банківської діяльності – комерційною та інвестиційною. Засоби й способи досягнення цього є також новими щодо загальної стратегії експансії великих банків. Так, у США дедалі частіше відбувається поглинання ними компаній, законодавчо допущених до операцій з акціями та іншими корпоративними правами. Відверте проникнення провідних комерційних банків у сферу діяльності інвестиційних банків призвело до загострення конкуренції й протидії з боку інвестиційних банків, зокрема, останні залучають можливості антимонопольного законодавства.

До способів безпосереднього впровадження в офіційно заборонений бізнес належить так звана полицьова реєстрація нових емісій цінних паперів. Вона полягає у наступному: промислова компанія, яка планує емітувати нові цінні папери, отримала право реєструвати дану процедуру не відразу перед емісією, а заздалегідь, як правило, за кілька



місяців до надходження цінних паперів в обіг. Комерційний банк намагається скористатися цим проміжком часу (між реєстрацією і дійсною угодою з цінними паперами) для здійснення інших емісійно-торговельних операцій з новими випусками цінних паперів, у яких він є не покупцем цінних паперів даної компанії, а її агентом з їхнього розміщення в інституційних інвесторів.

Законодавство США не містить обмежень щодо зазначеного розміщення акцій, інших цінних паперів компаній, характерного відсутністю широкого кола андеррайтерів (передплатників) та оголошення у пресі. Зазначимо, що серед інституційних інвесторів (покупців цінних паперів) чільне місце займають трастові підрозділи тих самих комерційних банків і пенсійних фондів, контрольованих ними. Саме так банки-агенти і стають покупцями більшої частини цінних паперів промислових й торговельних корпорацій.

Європейські комерційні банки перебувають у процесі реструктуризації та консолідації. У 1990-х рр. у Європі відбулося 49 великих банківських об'єднань і вартість угод перевищила 1 млрд. дол. США<sup>1</sup>. Реструктуризація та консолідація в банківському секторі потребують відповідного збільшення прибутку на акціонерний капітал. Це й зумовлює необхідність пошуку ефективніших способів використання власного капіталу. Так, банки йдуть на викуп контрольного пакета корпорацій за рахунок кредитування чи здійснюють операції з перехресного володіння акціями з іншими банками (банківські альянси).

Брокерські й трастові підрозділи великих комерційних банків, оминаючи законодавчі обмеження 1980-х рр., починають реалізовувати цінні папери серед фізичних осіб. Ці підрозділи надають новий вид послуг і сприяють введенню автоматичних інвестиційних планів. Останні передбачають рефінансування визначеної частини дивідендів індивідуальних держателів акцій (при таких операціях банки мають дозвіл тільки на купівлю обмеженої кількості акцій для клієнтів).

Зазначений напрямок діяльності банків є одним із способів впливу у галузі кредитно-фінансового обслуговування фізичних осіб, а контроль над акціонерним капіталом, з огляду на розпорошеність акцій серед багатьох держателів, зосереджують власне великі монополії. Біржові операції провідних банків сприяють розвитку нових фірм, зрощуванню промислового й банківського капіталу.

Останнім часом зусилля великих комерційних банків США спрямовані на купівлю не тільки інвестиційних банків і компаній, брокерських фірм, а й інших фінансових інституцій різного виду

---

<sup>1</sup>Европейские банки нуждаются в выработке новой стратегии // Банковская практика за рубежом. – 2000. – № 6.

діяльності, зокрема, страхова справа, операції з нерухомістю, споживчий кредит, контроль та участь у пенсійних фондах, володіння мережею ощадно-позикових товариств, лізингова, консультативна і довірча (трастова) діяльність (так званий гонорарний бізнес).

Важливим і зростаючим джерелом прибутку для провідних комерційних банків став лізинг. Банки здійснюють не тільки операції з оренди обладнання, а й створили власні підрозділи, що виконують функції спеціалізованих лізингових фірм (наприклад, «Сіті Корпорейшн» – перший створив із великих банків власну лізингову фірму).

Надання консультативних послуг комерційні банки супроводжують висвітленням різноманітної кредитно-фінансової, управлінської (менеджерської) і науково-технічної інформації стосовно питань, які можуть зацікавити клієнта. Через це у сучасних комерційних банках працюють доволі багато консультантів (радників), управлінців (менеджерів різноманітного профілю), дослідників (аналітиків, оглядачів), дизайнерів (архітекторів, проектувальників), технічних експертів (техніків тощо).

У банківських прибутках зростає частка доходів, які раніше були більш-менш сталими; у першу чергу, мова йде про доходи від консультативної діяльності щодо інвестування, від посередницьких операцій, від створення системи участі компаній.

Перебудова матеріально-технічної бази банківської справи відбувається на основі впровадження сучасної комп'ютерної техніки, використання нових засобів електрозв'язку й комп'ютерних технологій. Зауважимо, що сучасна техніка хоча й прискорює виконання усіх видів операцій, знижує поточні видатки, проте вимагає доволі значних затрат при її впровадженні й виявляється ефективною, як правило, при великих обсягах діяльності. Тепер кожний банк має власний інформаційно-обчислювальний центр або принаймні розвинутий відповідний підрозділ.

Розглянемо вплив універсалізації на інші фінансові інституції США. До 1990-х рр. небанківським фінансовим інституціям була властива суворо спеціалізованість (наприклад, інвестиційні й брокерські компанії, в основному займалися емісією цінних паперів, торгівлею акціями, облігаціями; пенсійні фонди – скуповуванням акцій, страхові компанії – різними видами страхування, довготерміновим фінансуванням промисловості через випуск позик тощо). Протидіючи проникненню комерційних банків у їхній бізнес, потужні небанківські інституції відповідають «тією ж монетою» – застосовують стратегічні засади універсалізації і займаються на відповідному рівні суто банківською діяльністю, зокрема, коротко- і середньотерміновим кредитуванням –

страхові компанії як безпосередньо, так і як учасники консорціумів, організованих банками, для кредитування великих проектів.

У США великі страхові компанії як держателі акцій конкурують із трастовими підрозділами великих комерційних банків і потужними пенсійними фондами, з інвестиційними банками і брокерськими фірмами – в емісійній діяльності й торгівлі цінними паперами, особливо зросло їхнє значення в управлінні пенсійними фондами. Страхові компанії купують комерційні банки, інвестиційні та інші фінансові інституції для зміцнення свого становища на ринку фінансового капіталу.

Універсалізація у вигляді диверсифікації впливає і на пенсійні фонди, і на ощадно-позикові товариства. Так, пенсійні фонди переходять від колишньої спеціалізації зі збирання акцій до широкого переліку послуг. Ощадно-позикові товариства беруть участь у підвищенні власного рівня капіталу (який є невисоким порівняно з іншими інституціями), використовуючи належним чином свій нагромаджений капітал (який у деяких випадках є дуже великим) для інвестицій у лізингові операції короткотермінове кредитування промислових і торгових компаній, купівлі державних цінних паперів тощо.

Приклад інвестиційних компаній є ще показовішим. Від колишньої діяльності як своєрідного каналу для вкладення грошей для небагатої клієнтури вони перетворилися на компанії, які одночасно інвестують кошти у найрізноманітніші види цінних паперів, а їхніми клієнтами стали «заможні» юридичні особи – промислові корпорації, пенсійні фонди. Інвестиційні компанії розпочали торгівлю державними цінними паперами, муніципальними облігаціями, інвестуванням у фінансові й нефінансові компанії різної спеціалізації (наприклад, вдалої купівлі інвестиційною компанією банку, брокерської фірми тощо).

Пожвавлення діяльності інвестиційних компаній привернуло до них увагу кредитно-фінансових інституцій іншого виду. Так, у США найбільші інвестиційні банки володіють близько 90% акціонерного капіталу відкритих інвестиційних компаній (інвестиційних компаній, які випускають/емітують акції). Це пов'язано з тим, що саме інвестиційні компанії з широким переліком видів діяльності є найприбутковішими.

Зростає роль ще донедавна дуже скромних (на тлі фінансових інституцій США) кредитних спілок. Свою активність вони зосередили на житловому будівництві, наданні споживчих кредитів, участі у лізингових операціях.

Універсалізація позначилася на інвестиційних банках різким

---

<sup>1</sup>Алексеев Л. М. Фінансові інституції та перспективи їх діяльності в Україні // Наук. зап.: Зб. наук. праць Терн. акад. нар. госп-ва. – Вип. 9. – Тернопіль: Економічна думка, 2001. – С. 177–180.

підвищенням рівня концентрації капіталу та розширенням переліку фінансових послуг, який є недоступним навіть багатьом великим комерційним банкам, тобто вони наздоганяють і переганяють банки за цими показниками, використовуючи доробок саме останніх, зокрема, поглинання й злиття. Створення єдиного фінансового ринку Європейського Союзу вимагало відповідної нової стратегії у процесі поглиблення міждержавної консолідації. Інвестиційні банки здійснюють більш глобальні за масштабами операції, тому вони швидко зреагували на зміну ситуації на ринку капіталу в Європі. У рейтингу Thomson Financial Securities Data німецький Deutsche Bank, французький BNP Paribas та нідерландський ABN Amro зайняли провідні позиції у проведенні корпоративних емісій у євро із січня до кінця квітня 2000 р.<sup>1</sup>

Своєрідна замкненість сукупності інвестиційних банків США (зумовлена законодавчим оформленням їхньої діяльності) відображається і на характеристиках процесу їхньої універсалізації порівняно з фінансовими супермаркетами, створеними на основі комерційних банків. Перш за все, тільки дуже обмежений перелік провідних інвестиційних банків здатний до цілковитої універсалізації, проте за її розмахом і рівнем контролю на сучасному ринку фінансового капіталу супермаркети інвестиційного походження не поступаються відповідникам комерційних банків, наприклад, «Ширеон Лімен Бразерз», «Мерілл Лінч» у США.

Поряд із тенденцією до універсалізації потужних фінансових інституцій, існує й тенденція до збереження (і навіть зміцнення у деяких випадках) їхньої спеціалізації, спричинена вимогами забезпечення позиції на ринку визначеного виду фінансових послуг, підвищення ефективності й створенню переваг, які надає спеціалізація, у конкурентній боротьбі.

Заслуговує на увагу наукове дослідження особливостей конкурентної боротьби на сучасному ринку фінансового капіталу. Інтегровані банківські групи з'явилися після введення в дію Закону Gramm-Leach-Bliley Act, який скасував обмеження з обов'язкового розмежування комерційної, інвестиційної й страхової діяльності. Інтегровані банки створюються за принципами супермаркетів і надають широкий спектр фінансових послуг.

Перетворення комерційних та інвестиційних банків у фінансові супермаркети (інституції універсальної структури) загострило конкуренцію і зумовило появу нових її видів. Універсалізація з огляду усунення меж спеціалізації призвела до зіткнення інтересів потужних монопольних об'єднань у численних видах діяльності та одночасно в усіх секторах ринку, тому його розподіл у сучасних умовах визначається

співвідношенням сил між ними (частка інших, неуніверсальних учасників ринку фінансового капіталу, є надзвичайно малою і не впливає на перебіг конкуренції в цілому).

Характерна особливість універсалізації в США – існування великої кількості спеціалізованих банків та інституцій різного профілю діяльності. Застосування нових видів діяльності властиве тим із них, які мають достатню концентрацію капіталу, стійке становище, високий рівень впливу і контролю на ринку. Менші учасники, в основному, спираються на потреби і традиції місцевої клієнтури, власні ділові зв'язки у сфері підприємництва, використовуючи «ніші» (вільні сектори), залишені універсальними учасниками, – там, де вони (менші учасники) не відчують обмеженості своїх фінансових ресурсів.

Попри все, процес універсалізації дає змогу саме великим корпораціям охопити весь ринок фінансового капіталу США. Кожний його сектор стає галуззю їх активної діяльності, кожний вид операцій і послуг перетворюється у знаряддя отримання прибутку, а кожний вид фінансових інституцій стає інтегрованою складовою структури універсальної монополії. Таким чином, «ніш» на ринку фінансового капіталу, що існують для спеціалізованих банків та інших фінансових інституцій, стає менше, а також зменшується чисельність клієнтури поряд із зникненням суто їхніх видів діяльності. Існує стійка тенденція залучення таких банків та інституцій у сферу контролю універсальних монопольних об'єднань.

Стосунки і конкурентна боротьба між універсальними учасниками – важкі й складні з огляду на реальні й потенційні можливості супротивних сторін. Відозміни у кредитно-фінансовій сфері впливають на характер взаємозв'язків усередині кожної інституції і між ними на ринку фінансового капіталу. Фінансові супермаркети часто застосовують спільні та узгоджені дії, приховані домовленості про розподіл ринку тощо.

Поряд із поступовим витісненням спеціалізованих інституцій, супермаркети залишають іноді дрібніші з них для забезпечення певного переліку операцій на належному конкурентоспроможному рівні або для забезпечення ними окремого ре'іону. Так, універсальні учасники укладають неофіційні домовленості з кредитними спілками щодо взаємодопомоги й невтручання у визначені сектори ринку. Типовими такі стосунки є тоді, коли одні універсальні учасники шукають спільників проти інших.

Особливості конкурентної боротьби з огляду універсалізації банків і небанків (небанківських фінансових інституцій) наступні. Дуже невелика частка універсальних небанківських інституцій може конкурувати з

банківськими відповідниками, оскільки вони не мають таких ресурсів капіталу, ні досвіду діяльності, ні розгалужених ділових зв'язків, доповнених сучасною матеріально-технічною базою. Рівень диверсифікації різний для окремих видів інституцій, відповідно й визначається рівень їхнього наближення до універсалізації. Наприклад, жодну кредитну спілку не у змозі зрівняти за принаймні одним з показників діяльності на ринку фінансового капіталу та рівню контролю з провідними банками і страховими компаніями. Причина одна – вихідне становище щодо диверсифікації і наступної універсалізації у них було різне (навіть різнорівневе), тому й наслідки є відповідними.

Прискорений процес концентрації капіталу та універсалізації діяльності наприкінці ХХ ст. зумовив помітний вплив на ринку США багатопрофільних об'єднань корпорацій, переважна частина яких розвинулася з найбільших комерційних та інвестиційних банків; решта утворюється на основі об'єднання в межах єдиної структури страхових компаній, ощадно-позикових товариств, інвестиційних та інших компаній, що мали широкий перелік спеціалізованих і банківських операцій.

Загострення конкуренції на ринку фінансового капіталу можна розглядати як наслідок універсалізації та причину поступового зменшення кількості спеціалізованих інституцій кредитно-фінансової системи США. Універсальні учасники цього ринку охоплюють функції багатьох із них, тому сумнівним стає існування менших інституцій поза інтегрованими монополістичними структурами. Цей процес не розвивається швидко, оскільки у багатьох випадках самі універсальні учасники стримують його – для них контроль над окремими спеціалізованими інституціями є набагато вигіднішим і зручнішим від безпосереднього їх поглинання чи жорсткої прив'язки. Тепер величина сфер контролю кожної з універсальних фінансових інституцій є визначальним чинником конкурентоспроможності у їхній боротьбі на ринку фінансового капіталу.

Диверсифікація діяльності та становлення універсальних монопольних об'єднань загострила конкуренцію між по тужними банками і небанками, а також внутрішню конкуренцію в середині кожної з таких інституцій. Їхнє панування на ринку фінансового капіталу посилюється в міру витіснення й підпорядкування основного контингенту звичайних учасників ринку, що веде до помітного скорочення кількості видів діючих інституцій. Конкурентне протистояння між універсальними монополіями викликає порухи активізації менших компаній, які використовують свою

близькість і доступність для пересічної клієнтури, гнучкість і рухомість у пристосуванні до поточних потреб ринку фінансового капіталу. Саме такі процеси і сприяють відносній стійкості кредитно-фінансової системи загалом.

Універсалізація має ще один цікавий наслідок. Виявилось, що не всі інституції можуть відійти від усталеного обсягу й переліку традиційних операцій, тобто узагальнена диверсифікація як знаряддя конкурентної боротьби на ринку фінансового капіталу є зручною лише для найбільших учасників ринку. Розглянемо показовий приклад, який стосується операцій з нерухомістю. Такі операції завжди були у колі зору комерційних банків, тактика діяльності яких мала дві основні властивості, що стосувалися буму і кризи в операціях із нерухомістю. Під час буму (1970-і рр.) комерційні банки відкривають нові спеціалізовані філії, скуповують ощадно-позикові товариства та інші інституції, які займаються житловим будівництвом і нерухомістю. Під час кризи (друга половина 1980-х рр.) комерційні банки вимушено списують відповідну кредиторську заборгованість, частково закривають і продають відповідні філії та очікують поживавлення (початок 2000 р.) або нового буму. Описаний перебіг подій і діяльності можуть витримати тільки універсалізовані або дуже потужні комерційні банки.

Іншим прикладом є банкрутства і поглинання у США 1980-х рр. універсальних банків (фінансових супермаркетів): як спосіб боротьби зі стрімкою інфляцією було застосовано високі відсоткові ставки, тому розпочався своєрідний кредитний бум, який полягав у зростанні кількості та розмірів кредитів без відповідного забезпечення. Основними позичальниками були нафтові й видобувні корпорації, агропромислові компанії й фермери, житлово-будівельні інституції, транспортні компанії та уряд. Саме їх не спиноло нове явище в економіці, яке полягало у суттєвому самозростанні боргів, спричинене дорожнечою обслуговування кредитів. Урешті-решт більшість позичальників потрапила у критичне фінансове становище, частина збанкрутувала, банки змушені були списати величезні суми як збитки від наданих кредитів. Падіння цін на нафту поставило у скрутне становище нафтові корпорації, які також виявилися не в змозі вчасно погасити свої щорічно зростаючі кредитні зобов'язання.

До проблематичних щодо повернення є кредити фермерським господарствам. Наприклад, фінансовий супермаркет «Бенкамерика» мав у 1990-х р. безнадійних фермерських кредитів на суму понад 2 млрд. дол. США, тобто він мав такі ж проблеми зі своїми клієнтами, як

пересічний земельний банк.

Видом проблематичних (у даному випадку відверто втрачених) кредитів є кредити країнам, що розвиваються, незважаючи на те, хто надає їх – уряд чи фінансовий супермаркет під гарантії уряду або без них.

Невпинне і доволі ризиковане кредитування є причиною криз (і навіть крахів) потужних банків, проте воно стосується діяльності, властивої кожному банку взагалі. Іншою причиною криз, а точніше дестабілізації, є явища, що супроводжують процес їхньої активної універсалізації. Мова йде про нестримне бажання впровадження у нові (у порівнянні з традиційними банківськими) види операцій і галузі бізнесу. Надмірна диверсифікація великих банків породжує явище, подібне до нестійкості конгломератів серед промислових монопольних об'єднань. Яскравим прикладом є фінансовий супермаркет «Бенкамерика», який змушений був у 1980 р. продати одну з найбільших дочірніх компаній «Файненс Америка Корпорейшн», що займалася комерційною банківською справою, очолюючи мережу інституцій споживчого кредиту та інших видів обслуговування так званої «роздрібною» клієнтури. Причина продажу доволі прозаїчна – згадана дочірня компанія, створена завдяки тенденціям універсалізації, стала недостатньо прибутковою і занадто дорогою в експлуатації.

Важливою особливістю сучасної конкурентної боротьби банків на ринку фінансового капіталу як між собою, так з іншими видами фінансових інституцій, є збільшення частки нецінових методів. Тут успіху досягають ті інституції, які розширюють перелік пропонованих послуг, підвищують їхню ефективність та якість, залучають додаткову клієнтуру, тобто власне посилення сприяє послабленню конкурентів. Саме таким чином використали універсалізацію для захоплення ринків і зростання прибутків фінансові супермаркети «Сіті Корпорейшн» і «Сек'юриті Пасифік».

Ще однією особливістю ринку фінансового капіталу з огляду на конкурентоспроможність є те, що кредитно-фінансова справа з кожним роком стає дедалі привабливішою для промислових корпорацій, торгових компаній та інших нефінансових інституцій. Це привело до зростання обсягу угод із прямого (безпосереднього) міжкорпоративного кредитування. У 1990-х рр. згадані нефінансові інституції залучилися до страхової діяльності, брокерських операцій поряд із тим, що скуповують банки, інвестиційні компанії тощ. Перелічені види участі нефінансових інституцій у кредитно-фінансовій сфері сприяють її розвитку, ускладненню і наповненню новими учасниками, тобто є



тенденцією, яка зрівноважує певним чином тенденції скорочення видів і кількості фінансових інституцій при універсалізації.

Безпосереднє впровадження на ринку фінансового капіталу провідних нефінансових інституцій призводить до загострення конкуренції на ньому і до зміцнення та розвитку бази фінансового капіталу. Цей розвиток відбувається на користь еліти (обмеженої та обраної кількості) сучасних супермаркетів, які, незалежно від свого походження, лише за характером діяльності є зацікавленими у подоланні економічних (насамперед конкурентних) і законодавчих перешкод для поширення власної міжгалузевої й територіальної експансії. До речі, саме їхні основні клієнти (у першу чергу, потужні промислові корпорації і торгові компанії) своїм попитом на комплексне фінансове обслуговування хочуть бачити своїми контрагентами фінансові інституції універсального типу.

Послаблення і подолання законодавчих обмежень щодо діяльності на ринку фінансового капіталу прискорює загострення конкуренції. Кожен вид фінансових інституцій відстоює свої інтереси при захопленні певного сектору вітчизняного (національного) ринку. В середині кожного виду зіштовхуються інтереси компаній даного профілю, а універсалізація провідних інституцій усуває межі між сферами їхньої діяльності. Зокрема, у сучасних умовах економічна політика держави сприяє таким процесам щодо поглинання, витіснення або принаймні підпорядкування невеликих компаній у контексті конкурентної боротьби між універсальними монопольними об'єднаннями.

Одним з наслідків лібералізації (законодавчої й регулятивної з боку держави) стало посилення конкуренції за рахунок впровадження на ринку фінансового капіталу нефінансових інституцій, діяльність яких є показовою в останні роки. Так, корпорація «Дженерал Моторз» стала могутнім оператором на ринку споживчого кредиту, «Дженерал Електрик» – на ринку іпотечного кредиту тощо.

Сучасні зміни в банківській ланці фінансового капіталу суттєво збільшили частку потужних фінансових об'єднань з високим рівнем диверсифікації та універсалізації діяльності на ринку. Переважна більшість з них розташована у США і включає в себе великі комерційні (КБ) та інвестиційні банки, страхові та інвестиційні компанії, ощадно-позикові товариства, інші інституції, які стали їхніми підрозділами, а також широкий перелік формально самостійних фінансових інституцій різного профілю. Сьогодні фінансові супермаркети контролюють величезні обсяги грошового капіталу та економіку в цілому.

Розвиток змін у промисловій і банківській ланках фінансового капіталу є різнобічним явищем, тому вище було представлено основні

тенденції та особливості, які безпосередньо впливають на ринок фінансового капіталу окремо взятої країни (у нашому випадку – США) і відповідно відображаються у світовій економіці в цілому. Далі розглянемо взаємозв'язок між фінансовим капіталом різних сфер, виходячи зі взаємодії головних складових його структури – виробничих, торгових, кредитно-фінансових корпорацій та інших інституцій.

У 1990-х рр. відбулося звуження кількості корпорацій, які становлять основу фінансового капіталу, водночас із збільшенням їхньої потужності і прискореною диверсифікацією діяльності в промисловій, торговій і банківській галузях. Особливості галузі діяльності своєрідно відображаються на характеристиках цього процесу для кожної з них – міжгалузева експансія промислового капіталу розвивається поряд з універсалізацією фінансового капіталу, хоча подібних рис та ознак між ними стає дедалі більше.

Механізм формування сучасного фінансового капіталу гнучко пристосовується до сучасних умов, одні форми взаємозв'язків промислових і банківських корпорацій змінюють інші, причому, кожна з них може змінювати свої зміст та ознаки впродовж навіть невеликого проміжку часу. Зауважимо, що визначною тенденцією другої половини ХХ ст. стало помітне розширення сукупності взаємозв'язків корпорацій усіх сфер діяльності одна з одною, зміцнення взаємодії та узгодженості дій між промисловою (точніше, промислово-торговою) і фінансовою (точніше, кредитно-фінансовою) ланками фінансового капіталу. Тут можна виокремити старі (усталені традиції) і нові (сучасні, посилені) види взаємозв'язків.

Зупинимося на усталених традиційних взаємозв'язках. Структура сучасних потужних корпорацій вдало пристосована до взаємодії між ними на основі фінансового капіталу. Вони використовують організаційну форму концерну для забезпечення автономної діяльності. Впровадження промислово-торгових корпорацій у банківську діяльність має всі ознаки вивіреної експансії, опертої на централізацію їх фінансової стратегії, що поєднує в єдине ціле всі види численних підрозділів у різних сферах та весь перелік операцій і запропонованих послуг.

Сьогодні структура таких корпорацій є багатоступеневою з вбудованими спеціалізованими складовими, які здійснюють контроль та узгодження дій в їхній ускладненій (порівняно зі серединою ХХ ст.) фінансовій діяльності. Як правило, переважна більшість провідних

---

<sup>1</sup>Резник Г. Время собирать камни // Банковская практика за рубежом. – 2002. – № 8. – С. 2–9.

корпорацій є транснаціональними, тому до централізованого керівництва діяльністю на ринку фінансового капіталу додаються ще питання, пов'язані з міжнародними зовнішньоекономічними відносинами.

Збільшення рівня нагромадження фіктивного капіталу починає відігравати визначальну роль у взаємодії промислової й банківської ланок фінансового капіталу. Так, промислово-торгові корпорації налагоджують стосунки з банками не тільки на первинному ринку, а й на вторинному ринку цінних паперів. Якщо на первинному ринку (біржовому ринку акцій) взаємодіють корпорації, які випускають цінні папери (переважно акції), і банки як гаранті і передплатники (андеррайтери), то на вторинному ринку ці стосунки стають ще складнішими й взаємозалежними, оскільки тут брокерські функції у сучасних умовах виконують власне промислово-торгові корпорації, комерційні банки та інші фінансові інституції.

Збільшенню фіктивного капіталу сприяють спільні операції корпорацій та інституцій обидвох ланок з емісії та обігу облігацій, векселів, заставних, інших цінних паперів, пов'язаних з міжкорпоративним кредитуванням і діяльністю на ринку фінансового капіталу. Три потужні каліфорнійські пенсійні фонди подали позов на андеррайтерів облігацій на суму 12 млрд. дол. США для телекомунікаційної компанії WorldCom, яка збанкрутіла і сфальсифікувала фінансову звітність. Фонди звинувачують інвестиційні банки CityGroup і J. P Morgan Chase у тому, що ті не провели відповідної перевірки перед розміщенням облігацій (до прибутків WorldCom було приписано 4 млрд. дол. США), а також Bank of America, Deutsche Bank, які брали участь у випуску облігацій. Пенсійні фонди вимагають 318 млн. дол. з метою відшкодування їхніх збитків<sup>1</sup>.

Розглянемо взаємодію промислових і банківських інституцій на прикладі випуску комерційних паперів США. Прямий (безпосередній) міжкорпоративний кредит, при якому емітують комерційні папери, став основним видом надання коштів однією корпорацією іншій, минаючи традиційні способи банківського кредитування. Великі банки – головні покупці комерційних паперів, оскільки їхній випуск доступний тільки потужним промислово-торговим корпораціям. Ці ж банки є водночас гарантами і дилерами, тому, враховуючи рівень нагромадження фіктивного капіталу та особливості його обігу, саме міжкорпоративний кредит на основі комерційних паперів стає підставою та основою постійно відновлюваних взаємозв'язків корпорацій і банків, чим

розширюються можливості й для їхнього спільного контролю над дійсним капіталом на ринку фінансового капіталу.

Перетворення потужних фінансових інституцій в універсальні комплекси (фінансові супермаркети) сприяло і взаємодії, й взаємопроникненню з потужними промисловими корпораціями (конгломератами) за рівнем концентрації капіталу, рівнем монополізації галузі, змістом і переліком операцій тощо. Так, упродовж тривалого часу відбувається поглиблення універсалізації фінансових інституцій, спричинене насамперед вимогами і потребами промислово-торгової ланки фінансового капіталу.

Стійкою тенденцією, характерною для кінця ХХ ст., є зосередження акцій корпорацій у власності або розпорядженні інституційних інвесторів. Банківська ланка фінансового капіталу стала основним власником і розпорядником акціонерного капіталу промислових корпорацій і торгових компаній, що сприяє взаємопроникненню капіталів, розширює базу спільної власності, підвищує значення взаємодії обидвох ланок фінансового капіталу.

Особливе значення у поєднанні капіталу промислових і банківських компаній відіграють трастові відділи комерційних банків (КБ), у яких ще наприкінці 1980-х рр. було зосереджено понад 75% акцій промислових компаній. В основному, банки здійснюють довірче управління капіталами, вкладеними в акції провідних корпорацій. Гнучкість їхньої тактики проявилася у використанні загальних трастових фондів наступним чином: загальні трастові фонди здійснюють залучення коштів широких верств населення для інвестування в акції корпорацій, проте перелік останніх визначають не вкладники (фізичні особи), а банки, які мають власний перелік. Завдяки цьому у портфелях трастових фондів банків зростає частка акцій тих корпорацій, з якими банки налагодили тісну співпрацю.

Банківська експансія на ринку фінансового капіталу продовжує супроводжуватися доволі частою появою фіктивних фірм (поміпее, «номіні»), розміри пакетів акцій, що є в їхній власності та розпорядження якими не розголошується (як правило, це є комерційною таємницею). У зв'язку з чим дослідження структури та оцінка частки акціонерної власності у великих корпораціях ґрунтуються на приблизних величинах із застосуванням аналогічних методик для визначення тенденцій тощо.

У переважній більшості випадків пакет акцій, зосереджений в інституційного інвестора (хоча становить невелику частку від загальної їх кількості), є достатнім для належного взаємопроникнення (поєднання) власності найбільших фінансових і промислових корпорацій на основі

спільних інтересів діяльності на ринку фінансового капіталу з метою отримання високих прибутків. Навіть конфлікт інтересів промислової корпорації і банку як головного акціонера не приводить до розпродажу акцій (так зване правило Волл-стріт), а зумовлює налагодження тепер уже «внутрішніх» розбіжностей, керуючись двома причинами. По-перше, в сучасних умовах розпорошення акцій («розводнення акцій») збиткове для держателя і ризиковане для діяльності компанії; по-друге, власне розпродаж акцій – дорогий захід, причому за чинним законодавством (зокрема, США) обкладається підвищеним податком.

Тепер володіння великими або контрольними пакетами акцій потужних корпорацій є одним з показників конкурентоспроможності операторів ринку фінансового капіталу. Зміцнення стосунків промислового й банківського капіталу на основі акціонерних (корпоративних) зв'язків відбувається не через розпалювання конфліктів інтересів між ними, а через прояви конкурентної боротьби між провідними інституційними інвесторами – сучасними власниками основної частки капіталу. Здійснено цілковитий перехід від колишнього індивідуального володіння акціонерним капіталом до інституційного, продовжується поглиблення взаємозв'язків стосовно власності у структурі фінансового капіталу.

Розглянемо кредитні стосунки як типовий вид традиційних взаємозв'язків поєднання промислового й банківського капіталів. Взагалі, система кредитування є основним видом функціональних зв'язків між ними. Стійкість кредитних відносин враховує можливості самофінансування, наявність додаткових можливостей на ринку кредитів, появу нових інституційних кредиторів. Постійно зростає роль зовнішніх джерел фінансування в інвестиціях промислових і торгових компаній. На цей процес в основному впливають два чинники – розвиток науково-технічного прогресу (поява нових виробництв і технологій) і попит держави на позикові кошти (як правило, його рівень є високим і доволі сталим).

Перебудова економіки у зв'язку із сучасним етапом науково-технічного прогресу вимагає від компаній постійно зростаючих інвестицій для оновлення наявних виробничих потужностей, оснащення сучасною технікою відповідно до нових технологій та розвиток нових виробництв (спорудження нових заводів тощо). Поряд із цим, зростають інвестиції, спрямовані на фінансування наукових досліджень та дослідних розробок, а також на впровадження їх у виробництво. Поява принципово нових галузей, впровадження автоматизації на основі комп'ютерної техніки змінили структуру сировинного та енергетичного

забезпечення економіки як з огляду на її діяльність та розвиток, так і з огляду на питання екології та виживання людської цивілізації.

Сучасний ринок фінансового капіталу вимагає помітних зусиль і значних коштів для перебудови виробничо-торгових галузей промислового капіталу. Тут переважають процеси централізації капіталу, скуповування компаній, їхнього поглинання та злиття, налагодження контролю провідних корпорацій за діяльністю менших компаній. Саме цим визначається збільшення обігу акцій та інших цінних паперів як на біржах, так і поза ними. Зазначимо, що переважно біржові угоди за вказаними вище напрямками стосуються реорганізації діяльності корпорацій, що спричинює також зростання обсягів зовнішніх кредитів і позик, зокрема облігаційних.

Присутність держави як оператора на ринку кредитів (оцінки експертів щодо її частки в США коливаються від 30 до 45%) пов'язана, перш за все, зі зростанням бюджетного дефіциту і державного боргу (внутрішнього і зовнішнього). Інші оператори (у нашому випадку – приватні корпорації як позичальники), відповідно, повинні налагоджувати тісніші взаємозв'язки щодо кредитування з банками і фінансовими супермаркетами небанківського походження.

Незважаючи на аспекти самофінансування, кредитування є чинником опосередкування обігу промислового і торгового капіталів. Універсалізація потужних банків зробила можливим застосування ними усіх видів кредитування одночасно, тому фінансові супермаркети, породжені комерційними банками, в сучасних умовах стали головними кредиторами нефінансових корпорацій. Цікавим є досвід перетворення коротко- і середньотермінового кредитування в довготермінове – це можливо здійснити як шляхом постійного пролонгування або збільшення термінів кредиту, так і шляхом купівлі цінних паперів, випущених/емітованих промисловою компанією, трастовими підрозділами банків.

Згідно із законодавчим актом Bank Holding Company Act (1970 р.) у США банкам заборонено надавати кредити на умовах, коли позичальник купує також іншу послугу. Контроль за дотриманням вказаних обмежень здійснює Федеральна Резервна Система (ФРС США).

Типовою стала практика, коли головний для корпорації банк надає і повний комплекс кредитних послуг, і створює групу для фінансування конкретної програми. Такі цільові банківські консорціуми здатні задовольнити сучасне зростання обсягів кредитування, оскільки в США комерційні банки не зобов'язані відображати відсотки за позиками у балансових звітах і, відповідно, це дозволяє їм надавати дешевші

кредити клієнтам (особливо корпоративним). Таким чином:

1 – інтегровані банки (наприклад, CityGroup) мають змогу проникати у сферу більш прибуткових інвестиційних операцій;

2 – учасники інвестиційного ринку (наприклад, брокерські фірми, діяльність яких контролює Комісія з цінних паперів і фондових бірж) можуть просто не витримати такої конкуренції з боку універсальних банків.

Кредитування стало прибутковою справою для інвестиційних банків, реорганізованих з огляду універсалізації. Їхня діяльність завжди вимагала залучення коштів для первинного випуску і розміщення на ринку нових акцій, тому вони просто вдосконалили вже опановані методи кредитування, подібні до використаних також пенсійними фондами, ощадно-позиковими товариствами і страховими компаніями. Участь промислових і торгових корпорацій у кредитно-фінансових взаємовідносинах виявляється вже не як одержувачів кредитів, а й як кредиторів. Зазначимо, що це стосується лише найбільших із них, які мають власні банки для здійснення міжкорпоративного кредитування та інших супутніх операцій.

Зіставимо кредитні зв'язки із взаємопроникненням акціонерної власності. Будемо виходити з того, що відбувається взаємний обмін інформацією про стан справ кожного. Процес пролонгації кредитних угод природно зумовлює появу так званих особливих обмежувальних угод між їхніми учасниками фінансовими і нефінансовими корпораціями. Згадані угоди містять умови, що обмежують свободу дій одержувачів великих кредитів (зокрема, обмеження стосуються нових великих кредитів з інших джерел у розмірі, який перевищує обумовлений; емісії нових облігацій, термін погашення яких швидший від терміну погашення даного кредиту; прийняття рішень щодо злиття або поглинання без згоди банку; купівлі-продажу підрозділів корпорації-учасника; укладення лізингових угод тощо).

Очевидним є суттєва залежність позичальника від кредитора, який, у свою чергу, враховуючи масштаби та умови угоди, не може не залежати від діяльності позичальника, тобто маємо взаємозв'язок ланок банк – корпорація й корпорація – банк. Особливість поданої взаємозалежності наступна: якщо для потужної корпорації безпосереднє втручання кредитора у процес прийняття власних рішень відбувається в основному у кризових ситуаціях, то для меншої подібне втручання є постійним, причому, найпростішим і водночас вишуканим способом взаємозв'язку є спільна участь керівників у директоратах (правліннях) промислових і фінансових корпорацій (так звана особиста

спілка, особиста унія).

Сучасна особиста спілка не обмежується взаємною участю у директоратах (правліннях) корпорацій фінансового й нефінансового видів. Її доповнює спільне членство у різних комітетах і радах корпорацій, створених за напрямками діяльності – виконавчих, фінансових, розрахункових, міжнародних. Взаємодія на основі спільної участі у керівництві корпорацій сприяє посиленню стосунків між фінансовими установами різного профілю, оскільки комерційні та інвестиційні банки, страхові та інші компанії мають представництво в правліннях (директоратах) і виконавчих комітетах одних і тих же потужних корпорацій. Водночас доволі часто, поряд із безпосередньою (прямою) спільною особистою участю, діє й опосередкована (непряма), наприклад, коли директори двох компаній одночасно входять до складу правління третьої.

Описані взаємозв'язки приводять до зміни методів конкурентної боротьби – особисті стосунки сприяють узгодженню стратегії поділу ринку, здійсненню вигідної цінової політики ліпше, ніж будь-які методи конкуренції. Спільна участь у директоратах зміцнює на особистому рівні керівників єдність промислових і банківських корпорацій, їхнє прагнення до створення взаємозалежності потужних компаній в усіх сферах економіки. Варто підкреслити, що такі стосунки збільшують престиж і взаємні ділові стосунки як сучасне наповнення поняття гудвілу, а матеріальною основою є спільна акціонерна власність і взаємопогоджене управління нею.

У сучасних умовах виникають не тільки нові взаємозв'язки як доповнення до традиційних, усталених, а як продовження взаємопроникнення фінансових і промислово-торгових корпорацій на ринок фінансового капіталу. Цікавим прикладом є діяльність комерційних банків щодо лізингових і факторингових угод у другій половині ХХ ст. У зв'язку з розвитком науково-технічного прогресу лізинг став сферою універсалізації найбільших банків. Прискорений процес морального старіння засобів виробництва (особливо чітко це простежується при появі нових поколінь комп'ютерних технологій) спонукає промислові корпорації до відповідної заміни їх на сучасні взірці, тому виникає потреба у залученні різних видів позикового капіталу (грошового та виробничого). Лізингові операції стали додатковим джерелом прибутків для банків і зручним способом матеріально-технічного переозброєння виробництва.

У лізингових операціях банки здійснили кілька послідовних кроків. Кредитування промислових компаній, які здають обладнання в оренду,



вони поєднували з кредитуванням спеціалізованих лізингових компаній, які здійснюють посередницькі операції для виробників та орендарів засобів виробництва. Іноді обсяги позикових коштів, необхідних посередникам, переважають потребу в них промислових корпорацій, які випускають нове обладнання, призначене для здавання в оренду. Наприкінці ХХ ст. приблизно третину всього обладнання в США реалізовували через лізинг, сприяючи забезпеченню неперервного обігу фінансового капіталу.

Ще однією новою ознакою є те, що банки самостійно займаються лізингом шляхом створення власних підрозділів, які виконують функції спеціалізованих лізингових компаній. Вони надають компанії-орендареві весь перелік послуг, пов'язаних зі встановленням, відлагодженням, обслуговуванням і ремонтом обладнання. Так, частка спеціалізованих лізингових компаній комерційних банків та інших фінансових інституцій становить у США приблизно 60% від загального обсягу фінансування лізингу.

У стосунках банку з промисловими компаніями з'явилися нові риси, що відображають статус банку як власника засобів виробництва при лізингових операціях. Банк стає визначальною стороною (учасником тристоронньої промислово-банківської діяльності) у галузях, де відбувається прискорене моральне старіння обладнання. Він забезпечує виробника кредитуванням і гарантованим ринком збуту, для компанії-орендаря – доступ до наукового оновлення виробничого обладнання (до речі, без суттєвого залучення власного капіталу підприємства), собі – роль організатора-гаранта та розширення прибуткової діяльності на ринку фінансового капіталу.

Новим видом взаємодії є обслуговування банком факторингових операцій. У факторинговій угоді, укладеній з промисловою корпорацією, банк бере на себе її вимоги до покупців продукції, надає їй особливе кредитування, гарантує оплату боргових зобов'язань, страхує ризики поставок і реклаमाцій продукції. Для промислової корпорації факторинг стає чинником прискорення обігу капіталу, завдяки отриманню відразу всієї суми за продаж товару (звичайно, з урахуванням комісійних банку). Порівняно з комерційним кредитом, факторингова угода є вигіднішою для корпорації не лише тим, що комісійні банку набагато нижчі від поточної відсоткової ставки комерційного кредиту, а й тим, що присутність банку зменшує рівень ризику, надає додаткове обслуговування щодо ведення рахунків тощо. Для банку факторинг забезпечує доступ і відповідні важелі контролю щодо стану і діяльності промислової корпорації, зокрема, участь в управлінні її фінансовою

політикою, а також факторинг стає розширенням прибуткової діяльності банку на ринку фінансового капіталу.

Значимо, що у США банки обслуговують приблизно 75% обсягу факторингових операцій, решта припадає на інші потужні кредитно-фінансові інституції, які використовують універсалізацію діяльності у фінансових супермаркетах (незалежно від походження та основної спеціалізації) для розширення взаємодії з потужними промисловими корпораціями.

Тісною є взаємодія промислових корпорацій, банків, інвестиційних компаній та інших інституцій у венчурному (ризикованому) фінансуванні малого та середнього підприємства. Для цього представники обидвох ланок фінансового капіталу створюють спеціальні інвестиційні підрозділи (перші – у вигляді дочірніх компаній, другі – філій). Таке спільне венчурне (ризикове) фінансування є одночасно й вигідним (хоча не завжди прибутковим) бізнесом, і сучасним засобом контролю за капіталом і діяльністю невеликих компаній.

Функціональні зв'язки між промисловими і банківськими корпораціями розвиваються у сферах проектного фінансування (банк фінансує здійснення проекту, а корпорація-замовник розраховується з ним прибутками новоствореного підприємства) і розрахункових операцій (ведення розрахункових рахунків, сприяння в укладненні договорів/контрактів з іншими компаніями, гарантійна і страхова підтримка своїх клієнтів – основні функції банку як координатора на ринку фінансового капіталу). Перелічені види взаємодії визначають провідну роль банків у процесі мобілізації кредитів для промислових корпорацій і доповнюють її в сучасних умовах участю у власності та управлінні наявними засобами шляхом розподілу фінансових ресурсів і надання інформаційно-консультативної підтримки.

Особливої уваги заслуговують сучасні аспекти діяльності фінансових груп (ФГ). Взаємне проникнення корпорацій на основі звичайних (традиційних, усталених) і нових (ширших майнових, особистих, кредитних) взаємозв'язків спричинило появу нових організаційних структур фінансового капіталу. Найбільш поширеним видом стала фінансова група як сучасна форма втілення взаємодії провідних компаній промислово-торгового й кредитно-фінансового бізнесу.

Сучасна фінансова група не має яскраво виокремлених традиційних сімейних або регіонально-спілчанських ознак, які спостерігалися до 1980-х рр. Новий етап розвитку фінансових груп характерний своєрідним переростанням одних в інші зі зміною видів контролю та взаємозв'язків між ними. З огляду на обсяги зосередженого

промислового й банківського капіталу й можливості універсалізації діяльності на ринку фінансового капіталу зазначене переростання триває доволі довго.

Найтривалішою тенденцією залишається тенденція до зосередження акцій у фінансових інституціях, використання можливостей саме фінансового контролю за процесами та остаточного пріоритету фінансових взаємозв'язків у створенні сучасних фінансових груп. Наприклад, суттєво зростає значення комерційних банків як координаторів із новітніми особливостями контрольних функцій. Розвиток науково-технічного прогресу зумовив зростання потреби промислових корпорацій у кредитуванні (для оснащення новим обладнанням, загального розвитку діяльності на ринку фінансового капіталу тощо), том у кредитні відносини стають важелем впливу банків на політику промислових корпорацій, які входять до складу фінансової групи. Це є основною причиною зміцнення становища у фінансовій групі саме фінансових супермаркетів небанківського походження (наприклад, у США – страхових компаній).

Крім зазначеної ситуації, великі комерційні банки збільшують обсяг міжнародної діяльності як відповідь на потреби своїх основних клієнтів – транснаціональних корпорацій (ТНК). Взаємне проникнення і взаємозв'язки ТНК, які займаються виробництвом і банківською справою, розгортаються на основі величезного переліку операцій як у межах національних економік, так і світової економіки загалом. Зокрема у США великі комерційні банки та інвестиційні банки є саме тими фінансовими інституціями, які визначають як ТНК. Зазначимо, що на початках контроль над кожною корпорацією здійснювали декілька великих фінансових інституцій (іноді до 20), то тепер, як правило, контроль (здійснення узгодженої політики) є справою обмеженої кількості потужних фінансових супермаркетів (в основному, одного–трьох), причому останні беруть участь одночасно у контролі за численним переліком промислово-торгових корпорацій. Описане звуження кількості фінансових супермаркетів є сучасною ознакою діяльності фінансових груп на ринку фінансового капіталу.

Поступове стирання меж між зонами володіння і впливу сімейно-регіональних спілок корпорацій характеризується тривалістю, виникненням і налагодженням конфліктів поряд із постійними перебудовами як структури, так і напрямків діяльності. Фінансові групи чутливо реагують на зміни у складі своїх основних учасників (ядер), зокрема, враховуючи умови та учасників конкурентної боротьби. Так, традиційно потужні фінансові групи (наприклад, у США – це ФГ Рокфеллера, ФГ

Моргана, Каліфорнійська ФГ, ФГ «Сіті Корпорейшн») досить вдало «переносять» (реагують на – і ðèì . àâð .) впровадження ззовні нових великих акціонерів, кредиторів (мова йде про інституції – і ðèì . àâð .) у свої усталені сфери контролю такою ж стратегією діяльності щодо «сторонніх» корпорацій. Менш потужні фінансові групи (наприклад, у США – «Кун Леб») втрачають свої позиції на ринку фінансового капіталу і поступово інтегруються (не добровільно, а внаслідок жорсткої конкуренції) у сфери контролю потужніших фінансових груп-конкурентів.

Конкурентна боротьба між фінансовими групами має в основному прихований характер, без публічних гострих конфліктів, проте рівень протиборства за перерозподіл сфер власності, контролю й влади є надзвичайно високим.

Глибинною тенденцією сучасного розвитку фінансових груп є тенденція перетворення провідних фінансових груп із сімейно-регіональних у коаліційні. Даний процес, як правило, супроводжується послабленням контролю сім'ї (в економічному сенсі – і ðèì . àâð .) або регіональної спілки найбільших підприємців над корпораціями у складі фінансової групи, і зростанням контролю спілок фінансових груп як оновленої форми організації фінансового капіталу. Сьогодні спілки фінансових груп стали найбільшими центрами власності, контролю й влади в економіці та могутнім важелем політичного впливу на суспільство.

Складним залишається питання власності й контролю на ринку фінансового капіталу. Присутність на ринку фінансового капіталу спілок фінансових груп як укрупнених центрів діяльності впливає на сучасну структуру власності та організацію контролю.

Персоніфікація власності ґрунтується на визначенні міжінституційних зв'язків корпоративних спілок нового взірця. Розвиток фіктивного капіталу (акціонерного володіння цінними паперами) призвів і до зменшення частки власності, достатньої для контролю над корпорацією. Для промислових корпорацій визначальним залишається володіння контрольним (іноді блокуючим) пакетом акцій. Основною частиною великих держателів акцій є фінансові інституції, які займають визначальні позиції й щодо виробничо-торгової діяльності корпорацій. Цікавим є досвід взаємної участі промислових корпорацій у капіталі одна одної, проте й у цих випадках позиція фінансових інституцій домінуюча, оскільки вони поєднують у собі не тільки функції власника-розпорядника, а й надають фінансову підтримку, здійснюють розрахункові операції, застосовують взаємну участь у директоратах (правліннях), визначають маркетингову та матеріально-технічну

стратегію діяльності на ринку фінансового капіталу. Таким чином, фінансові інституції поєднують акціонерні (майнові) і неакціонерні (немайнові) види контролю за діяльністю корпорації.

Особливостями фінансових інституцій, які володіють великою частиною акціонерного капіталу банків, є їх дуже вузький перелік порівняно з відповідними фінансовими інституціями – власниками акціонерного капіталу промислових корпорацій, а також явище взаємоволодіння. Наведемо приклад. У США основна частина власності на цінні папери банківських корпорацій зосереджена у потужних комерційних банків, зокрема «Мор'ан Геренті Траст», «Сіті Корпорейшн», «Чейз Мангеттен» тощо. У свою чергу, кожний з цих комерційних банків є власником найбільшого пакета акцій інших потужних комерційних банків. Так, у 1990-х рр. «Мор'ан Геренті Траст» був провідним акціонером серед усіх банків, а «Сіті Корпорейшн» – входив до першої трійки, хоча саме «Сіті Корпорейшн» володів найбільшим пакетом акцій «Мор'ан Геренті Траст», друге місце – «Чейз Мангеттен», третє – «Меньюфєкчурєрз Гановєр», четверте – «Бєнкєрз Траст».

Система взаємної участі в капіталі прослідковується в сукупності каліфорнійських банків та інших фінансових інституцій на чолі «Бєнкамерика», «Юнаїтєд Каліфорнія Бєнк»; ре'їон Нью-Йорк – банки групи Рокфєллєрїв («Чейз Мангеттен», «Кемїкл Нью-Йорк» «Бєнк оф Нью-Йорк»), банки групи Мор'анїв («Мор'ан Геренті Траст», «Бєнкєрд Траст»), група «Сіті Корпорейшн».

Зупинимося на сучасних напрямках діяльності фінансових груп. У даний час відбувається поступове, ускладнене внутрішніми і зовнішніми суперечностями, укрупнення фінансових груп і створення їхніх спілок (широких коаліцій) для діяльності в умовах конкурентної боротьби на ринку фінансового капіталу. Наприклад, один із найбільших у Європі альянсів включає іспанський банк BSCH, французький Societe Generale, британський Royal Bank of Scotland, німецький Commerzbank та італійський San Paolo-IMI. Банківські альянси отримують прибуток за рахунок ефективного співвідношення централізації та спеціалізації. У мережі єдиної структури обробляють інформацію і за рахунок продажу послуг у всіх відділеннях кожного банку клієнтам пропонують широкий асортимент фінансових продуктів. У біржовому індексі FTSE Eurotop 300 міститься 51 банк, а це набагато більше, ніж компаній, які представляють певні галузі.

Процеси концентрації і централізації виробництва та капіталу зумовлюють зростання розмірів і масштабності корпорацій, які становлять

ядро фінансових груп. Промислові корпорації великої потужності тепер можуть контролювати не тільки значну частину виробництва та ринок відповідних галузей, а й систему міжгалузевих зв'язків. Цьому сприяє зміна структури акціонерної власності – відносно невеликі пакети акцій зараз достатні для контролю за діяльністю певних компаній, що дає змогу вивільнити великі фінансові ресурси для інвестування в компанії інших галузей і секторів економіки, створює умови для відстоювання спільних інтересів шляхом взаємного проникнення капіталу.

Провідні банки, які перетворилися в процесі універсалізації у фінансові супермаркети, зміцнюють своє становище координаторів (точніше, координаційних центрів) фінансової групи. Разом з іншими фінансовими інституціями вони є власниками основної частини акціонерного капіталу і мають спільні інтереси та взаємозв'язки з промислово-торговими корпораціями – обидві складові фінансової групи зміцнили власний потенціал з сфери впливу, використовуючи численні можливості для взаємодії та взаємопроникнення. Тепер фінансова група є набагато могутнішою за потенціалом із наявністю глибинних єднальних зв'язків і стосунків.

Незважаючи на збільшення потужності фінансової групи, яке повинно було б привести до визначеності їхнього складу, сфер впливу і меж діяльності на ринку фінансового капіталу, відбувається цілком протилежне – загострення конкурентної боротьби вищого рівня, протистояння фінансових груп під час перерозподілу сфер впливу, які охоплюють тепер не лише галузі національних економік, а й сектори світової економіки.

Оскільки об'єктивні передумови є більш-менш однаковими для всіх фінансових груп, то найважливішим є спосіб контролю за якомога більшою кількістю великих промислово-торгових і кредитно-фінансових корпорацій з одночасним контролем за їхніми пірамідами впливу та управління. Відповідно, відбувається перерозподіл позиції щодо діяльності й всередині великих корпорацій. Найбільші з них виявляються взаємозалежними за діяльністю і взаємопов'язаними за власністю – через нагромадження пакетів акцій провідних корпорацій, через взаємозв'язки з кредитуванням, розрахунків та інших інтересів на ринку фінансового капіталу. Сучасна структура акціонерного капіталу створює сприятливі умови для взаємозв'язків фінансових груп, тому вдало поєднує стосунки між окремими фізичними особами і фінансовим капіталом через удосконалену систему різноманітних інституцій, які володіють та управляють фіктивним капіталом (цінними паперами на фондовому ринку).

Фінансові групи не мають ustalених меж діяльності, жорсткий контроль за низкою промислових корпорацій зі сферами їхнього впливу, взаємодія банків у складі фінансових груп при здійсненні великого різноманіття операцій, неперервні перерозподіли щодо становища й кон'юнктури ринку – ось основні причини того, що у більшості випадків неможливо виразно ідентифікувати учасників фінансових груп.

Зазначений рівень конкуренції є причиною поєднання доцентрової й відцентрової тенденцій у діяльності фінансових груп. Взаємозв'язок і взаємний вплив через спільну власність з використанням методів конкурентної боротьби відбувається способом витіснення одних фінансових груп іншими на ринку фінансового капіталу. Для цього створюються спілки і широкі коаліції як сучасна основа конкурентоспроможності фінансових груп.

Коаліції або спілки фінансових груп – це новітні рухливі угруповання, у яких наявність внутрішніх суперечностей сприяє у сенсі згуртованої протидії конкурентам. Так, до їхнього складу (як у попередніх сімейно-структурованих ФГ), поряд із низкою потужних промислово-торгових корпорацій та одного-трьох банків, що становлять ядро, входять, так би мовити, й порівняно менші корпорації. Останні, залишаючись самостійними, підпорядковуються загальній стратегії коаліції (спілки) лише у наріжних питаннях усіх видів діяльності. Таким чином, коаліції (спілки) фінансових груп не наближаються до єдиного господарського організму, яким колись були традиційні сімейні фінансові групи (принаймні, більші з них). Для довідки: ядро східної (ню-йоркської) коаліції у США – ФГ Морганів, Рокфеллерів, «Сі ті Корпорейшн», «Меньюфекчурерз ГанOVER».

У сучасних фінансових групах поєднано аспекти власності й контролю. Типовим є знеособлений (колегіальний) вид контролю у кожній корпорації, далі контроль здійснюють групи фінансових інституцій, тісно взаємопов'язані з групами корпорацій промислово-торгової сфери діяльності, і, нарешті, центри контролю, що поділяють між собою вирішальні позиції у конкурентній боротьбі на ринку фінансового капіталу (фактично, в економіці загалом). Це приблизна схема, за якою організаційна ієрархічна структура керує економічними процесами і здійснює контроль за ними з точки зору саме фінансового капіталу.

На відміну від другої половини ХХ ст., тепер лише окремі фінансові групи володіють невеликими у відсотковому вимірі, проте численними

<sup>1</sup>Макогон Ю. В., Булатова Е. В. Международный банковский бизнес. Учебное пособие. – К.: Атика, 2003. – С. 146.

і доволі великими контрольними пакетами акцій в основних секторах ринку фінансового капіталу. Участь у власності великої кількості корпорацій різноманітних галузей діяльності доповнюють фінансові та особисті взаємозв'язки, вибір управлінського персоналу (менеджменту з обов'язковою присутністю й втручанням перших осіб – великих акціонерів (юридичних осіб) і власників (фізичних осіб)).

Наприклад, у США в сучасній фінансовій групі Нью-Йорку (Нью-Йоркська (східна) коаліція фінансових груп) поєдналися фінансова група Морганів і Рокфеллерів на основі взаємозв'язків і взаємного проникнення капіталів у десятки найбільших промислових і банківських корпорацій, численного переліку спільних операцій, новітнього розподілу праці й діяльності зазначених родин та їхніх менеджерів у відповідних директоратах (правліннях) щодо питань ринку фінансового капіталу. Що ж до сучасної фінансової групи Каліфорнії (Каліфорнійської (західної) коаліції фінансових груп), то слід згадати фінансову групу Бермана, Нортрона, Саймона, Сорнтонна, Флюра, Чендлера тощо.

Наведемо дані про те, що безпосередній (прямий) контроль власністю найбільших родин не втрачає актуальності й сьогодні: так, у 1990-і рр. родина Фордів мала 45% капіталу у «Форд Моторз»; Дюків – 27% у «Дюк Пауер»; Дюпонів – 28% у «Дюпона де Немур»; Пью – 36% у «Сан Ойл»; Вудрафів – 17% у «Кока-Кола»; Краунів – 19% у «Дженерал Дайнемікс».

Фінансова група є сучасною ланкою у структурі фінансового капіталу. Такі види угруповань зумовлені власне діяльністю на ринку фінансового капіталу, вони є зворотним боком конкурентної боротьби. Саме об'єднання у фінансові групи надає організаційного оформлення взаємодії корпорацій різних галузей і сфер діяльності. Поєднання інтересів і взаємопроникнення капіталу промислово-торгових і кредитно-фінансових корпорацій визначає стратегію діяльності фінансової групи. Потенціал контролю та діяльності сучасних фінансових груп, утворених на засадах єдності родинної власності або на коаліційних засадах, набагато вищий від можливостей традиційних фінансових груп ХХ ст. З 300 найпотужніших світових банків 100 входять до складу фінансово-промислових груп<sup>1</sup>.

Ускладнення структури сучасного фінансового капіталу привело до укрупнення фінансових груп, утворення їхніх коаліцій. Так, з метою розширення меж контролю над виробництвом та у сфері обігу грошей і цінних паперів існує новітня система кредитно-фінансових інституцій, які використовують фінансові групи для поєднання та узгодження різних видів своєї діяльності. Цій меті підпорядковані великі банки



універсального типу (фінансові супермаркети), потужні страхові компанії (з їхньою можливістю залучення й зосередження цінних паперів), пенсійні фонди, що як акціонери забезпечують поєднання з промисловим капіталом, кредитні спілки, ощадно-кредитові товариства тощо.

Сучасні фінансові групи забезпечують своїм учасникам додаткові джерела нагромадження капіталу та отримання високих прибутків, а також надають змогу суттєво впливати на державну політику родинам та особам, які їх контролюють, причому незважаючи на те, що тепер немає чітко визначених сфер і важелів впливу. Політичні уподобання визначає стан справ і рівень конкуренції на ринку фінансового капіталу.

Для сучасного етапу глобалізації з точки зору міжнародної економічної експансії характерним є поєднання наступальної та оборонної тактик діяльності на ринку фінансового капіталу. З цією метою практикують створення і розвиток укрупнених центрів контролю як сукупність потужних коаліцій фінансових груп для протидії іноземним конкурентам як на національному, так і світовому ринках.

Сучасні фінансові групи намагаються скористатися перевагами глобалізації економічного життя для залучення додаткових матеріально-технічних і кредитно-фінансових ресурсів у галузі своєї діяльності. Так, залучення іноземних інвестицій в економіку США сприяє усуненню диспропорцій її функціонування та оптимізації взаємозв'язків – заборгованість одних операторів врівноважується кредитуванням інших, дефіцити торгового балансу представляють перерозподіл товарно-торговельних потоків на внутрішньому та зовнішньому ринках, незбалансованість бюджету спричиняє зрушення у міжнародному русі капіталів.

Транснаціональні компанії (ТНК) – це фірми, які складаються з материнських компаній та їхніх зарубіжних філій. Перші здійснюють контроль за іншими, як правило, через участь у їхньому капіталі з частками не менше 10%. Діяльність ТНК відслідковується через відповідну статистику Організації Об'єднаних Націй (ООН). Початково як міжнародні корпорації розглядалися тільки великі фірми з річним оборотом понад 100 млн. дол. США, які мали філії чи дочірні компанії не менш ніж у 6 країнах світу. Тепер до цих показників, що

---

<sup>1</sup>Ибрагимов М. И. Тенденции эволюции современных ТНК // Экономика XXI века. – 2002. – № 5. – С. 5; Брыль Р. Сила ТНК // Украинская Инвестиционная Газета. – 2002. – № 41. – С. 20.

<sup>2</sup>Ибрагимов М. И. Тенденции эволюции современных ТНК // Экономика XXI века. – 2002. – № 5. – С. 61.

характеризують міжнародний статус фірми, додана частка її продажу, що здійснюються за межами країни перебування материнської компанії (холдингу), а також питома вага закордонних активів у загальній структурі активів.

У сучасних умовах за класифікацією ООН до ТНК відносять тільки ті компанії, які мають річний обсяг продажу не менше 1 млрд. дол. США; від 20 до 33% загального обороту припадає на закордонні операції; частка зарубіжних активів становить не менше 25%; філії розташовані не менш ніж у 6 країнах.

Тенденція інтеграційних процесів в умовах глобалізації господарської діяльності в банківському та промисловому секторах економіки особливо активізувалася в другій половині 1990-х рр. У світі нараховується приблизно 65 тис. транснаціональних компаній (ТНК), що мають майже 850 тис. філій за кордоном. На ТНК припадає 25% валового внутрішнього продукту (ВВП) світу, у тому числі на зарубіжні філії – 10%. У названих ТНК 49 тис. материнських компаній розташовано у розвинутих країнах, близько 11 тис. – у країнах, що розвиваються, і приблизно 3 тис. – у постсоціалістичних країнах. При цьому 99 зі 100 потужних за закордонними активами ТНК (не враховуючи транснаціональні банки) розташовані у розвинутих країнах, у тому числі 26 – в США, 17 – в Японії та 47 – у країнах-членах Європейського Союзу (ЄС).

У 2001 р. у філіях ТНК працювало 54 млн. працівників (у 1990 р. – 24 млн. працівників); загальний обсяг продажу становив 19 трлн. дол. США, більш ніж удвічі перевищив обсяг світового експорту, тоді як у 1990 р. ці два показники були майже однакові. За цей період сумарний обсяг вивезених прямих іноземних інвестицій збільшився з 1,7 трлн. дол. до 6,6 трлн. дол. США<sup>1</sup>.

Сучасні процеси глобалізації модифікували стратегію сучасних ТНК. Загалом можна констатувати, що в умовах науково-технічного прогресу (НТП) та жорсткої конкуренції основною метою діяльності ТНК стає не отримання максимального прибутку, а забезпечення прогнозованості та розширення ринку присутності для досягнення стабільного фінансового становища корпорації. М. І. Ібрагімов зазначає, що для того, щоб пристосуватися до триполюсної моделі світу, ТНК відкривають хоча б по одному великому підприємству (координатору діяльності зарубіжних філій) у кожному з центрів тріади США – Західна Європа – Японія<sup>2</sup>. Важливою особливістю діяльності ТНК є активна позиція у створенні сучасних науково-дослідних центрів.

Розглянемо деякі питання стосовно транснаціональних корпорацій

(ТНК) і транснаціональних банків (ТНБ), що представляють потужні промислові корпорації і фінансові супермаркети (основу сучасних фінансових груп для США, основу центрів економічного контролю). Вони є зручним засобом для отримання високого прибутку за рахунок підвищення своєї конкурентоспроможності на міжнародному рівні.

Значення взаємопов'язаності й взаємного проникнення різних видів промислового і банківського капіталів відрізняється на національному і міжнародному ринках фінансового капіталу. Стосовно взаємозв'язків щодо власності у США існує дуже обмежене коло універсальних фінансових супермаркетів, що є втіленням контролю акціонерного капіталу корпорацій. Взаємозв'язки і взаємне проникнення капіталу промислових і фінансових корпорацій США охоплюють усі галузі національного ринку, хоча ця тенденція до своєрідного переплітання капіталу є слабшою у випадку здійснення міжнародної експансії під час діяльності на ринку фінансового капіталу.

Розглянемо залучення транснаціональних банків (ТНБ) США до питань акціонерної власності транснаціональних корпорацій (ТНК) США з огляду глобалізації діяльності на ринку фінансового капіталу (РФК). Повчальним є їхній контроль за офшорними фондами, які створюють потужні банки як інвестиційні компанії для виконання саме в офшорних зонах великого обсягу міжнародних інвестицій. Зазначимо, що офіційно вони не є інвесторами ні США, ні країн власного розташування, тому з їхньою допомогою втілюють інвестиційну політику у глобальному масштабі. Як правило, банк здійснює кілька функцій, зокрема є радником цього фонду щодо питань інвестування, реєстратором його цінних паперів.

Водночас у світі зростає кількість спеціалізованих філій ТНБ США, які керують пенсійними фондами різних ТНК та їхніх підрозділів, зокрема, типовим є випадок, коли пенсійні фонди акумулюють акції компаній, при яких фонд створений, і передають ці акції у довірче управління філіям банків, які керують діяльністю зазначених пенсійних фондів.

ТНБ США скуповують пакети акцій закордонних (іноземних) інвестиційних компаній, які інвестують в акції філій ТНК США. Так, банк «Чейз Мангеттен» має 5% акцій інвестиційної компанії «Планінтер» (Франції), є її найбільшим держателем акцій. 67% акцій її інвестиційного портфеля становлять акції підприємств США, які функціонують за кордоном, тому через «Планінтер» банк «Чейз Мангеттен» бере участь у глобальних пакетах ІТТ, «Спері», «Кол'ейт-Палмолив» тощо.

Зауважимо, що важливу роль в участі ТНБ у капіталі ТНК відіграють

емісії євроакцій (часто привілейованих), що потрапляють у довірче управління закордонних філій зазначених банків.

У глобальних взаємозв'язках ТНБ і ТНК США переважають опосередковані (непрямі) ознаки щодо акціонерної власності. Якщо порівнювати зі США, то, на противагу, у даному випадку відсутнє доволі вузьке коло фінансових інституцій, що володіють контрольними пакетами більшості великих компаній. На нашу думку, це пов'язане з тим, що стратегія діяльності на РФК спрямована на підвищення рівня концентрації виробництва та капіталу з огляду універсалізації насамперед на своєму, національному ринку США. Причому така орієнтація пов'язана не з, так би мовити, патріотичними прагненнями під гаслом «Про своє дбай, бо воно твоє», не визначальною роллю економічної діяльності США у процесі глобалізації, а тим, що саме взаємні стосунки і взаємопроникнення капіталу найбільших промислових і банківських об'єднань у межах національної економіки їхнього виникнення мають суттєве значення, тому що спільне володіння акціями за кордоном є набагато складнішим процесом, ніж у «рідних» (національних) умовах.

Зупинимось на загальному прикладі щодо США. По-перше, ТНК і ТНБ США за кордоном, зокрема у Європі, зустрічаються з конкуренцією іноземних фінансових інституцій, які діють у звичних для них («домашніх») умовах ринку з урахуванням національних особливостей і переваг (наприклад, ліпша обізнаність у кон'юктурі ринку). По-друге, недостатній розвиток РФК порівняно з американським. По-третє, процес глобалізації у фінансовій сфері відбувається доволі повільно, тому лише найбільші комерційні банки і деякі інвестиційні банки можна назвати транснаціональними з точки зору універсалізації (а не участі кількох учасників із різних країн – *i dèi . àâð .*). По-четверте, за кордоном американські ТНК і ТНБ не можуть належно скористатися широко апробованим у США методом використання системи інституційних власників, підконтрольних потужним корпораціям. Зауважимо, що наприкінці ХХ ст. перелічені причини стали не такими виразними, як у 1980-х рр.

Подібна ситуація щодо стосунків ТНБ і ТНК й на ринку єврооблігацій, де ТНК беруть 50–65% облігаційних позик (до речі, ще у 1970-их рр. на цьому ринку доволі успішно конкурували європейські банки, а з 2002 р. – Центральний Європейський Банк (ЦЄБ)). Відзначимо кілька нововведень, а саме «Бенкерз Траст» вперше започаткував емісію єврооблігацій з плаваючою відсотковою ставкою, «Мор'ан Геренті Траст» – із диференційованою фіксованою відсотковою ставкою.

Вагомим доповненням є відновлювані передплатні привілеї, що отримують ТНК від ТНБ, як своєрідний вид облігацій, за яким позика може відновлюватися кілька разів у межах визначеного терміну, а також метод фінансування шляхом «відкриття пакетів», у якому у поєднується

## **РОЗДІЛ 2. РИНОК ФІНАНСОВОГО КАПІТАЛУ В УМОВАХ ТРАНСФОРМАЦІЇ ЕКОНОМІКИ УКРАЇНИ**

### **2.1. Економічні передумови виникнення ринку фінансового капіталу в Україні**

До вивчення якісних особливостей та різних етапів розвитку ринку фінансового капіталу в межах світового процесу суспільного розвитку, на наш погляд, важливо застосувати поступальний історичний підхід. Становлення вітчизняного ринку фінансового капіталу розпочалося ще до проголошення незалежності України. Прагматичний і послідовний фінансовий аналіз сучасного стану вітчизняного ринку фінансового капіталу має на меті наступне: ідентифікацію стану; виявлення змін у стані в часовому вимірі; дослідження основних чинників, які впливають на стан та прогнозування основних тенденцій з урахуванням суттєвої зміни світової економічної кон'юнктури.

Розпад соціалістичного ладу в 1990-х рр. зумовив появу нових країн-учасниць світового ринку фінансового капіталу. Трансформаційні процеси охопили країни, основними традиційними учасниками «кредитно-фінансового обігу» яких були банки та промислові державні (кооперативні) підприємства, а страхові організації (компанії) здійснювали свої функції в основному відповідно до світових тенденцій розвитку страхової справи. Економічні реформи загалом спрямовані на формування ринків капіталу, праці та ресурсів, але у кожній країні ці процеси відбуваються з урахуванням особливостей політичної, економічної і соціальної ситуацій, а також ефективності вибраної стратегії економічних перетворень.

Майбутнє цивілізації залежить від суспільних явищ, зумовлених розвитком науково-технічного прогресу. Періодичні фінансові кризи в промислово розвинутих країнах пов'язані, головним чином, як із перевиробництвом товарів та послуг, так і з необхідністю оновлення техніки та збільшення інвестицій. За розрахунками академіка Є. С. Варги, економічна криза 1930-х рр. у США привела до масової заміни обладнання та залучення національних та іноземних інвестицій в економіку. Експорт американського капіталу скоротився в десятки разів (в 1927–1929 рр. він становив 6 млрд. дол. США, а в 1932–1937 рр. – 112 млн. дол. США). Одночасно збільшення іноземних інвестицій у формі банківських вкладів та скуповування акцій тільки за 1,5 року (кінець

---

<sup>1</sup> Логинов В. Обновление основного капитала // Экономист. – 2002. – № 3. – С. 5.

1935 р. – червень 1937 р.) досягли 2140 млн. дол. США<sup>1</sup>.

Цікаво зазначити, що за чотири роки першої п'ятирічки в СРСР було введено в експлуатацію нових основних фондів на суму 36,5 млрд. руб., у результаті чого діючі основні фонди з 56 млрд. руб. на початку п'ятирічки збільшилися до 84,5 млрд. руб. на кінець першої п'ятирічки. У промисловості в цілому за станом на 1 січня 1932 р. основні фонди були оновлені на 57,5% (важка промисловість – 68,5 %, електростанції – 81,9 %, паливна промисловість – 80,2 %)¹.

Неокласичні теорії економічного зростання (neo-classical growth theory)<sup>2</sup> основними джерелами нагромадження капіталу вважають впровадження досягнень науково-технічного прогресу та зростання чисельності населення. Кінець минулого і початок нового тисячоліття ознаменувалися бурхливим розвитком інформатики, електронної промисловості та біотехнологій. Відповідно, в міжнародній економічній конкуренції перемагають саме ті країни, що приділяють більшу увагу інноваціям. У сучасних умовах важливо поєднувати інноваційну та інвестиційну діяльність підприємств (АТ). Так, у Японії для досягнення високого технологічного потенціалу використовують стратегію «перенесення» (застосовують передові закордонні технології у власній економіці), а в США, Великій Британії, Німеччині, як правило, запроваджують «нарощування» (власний потенціал підсилюють запрошенням провідних учених).

Сучасний етап технічного прогресу тісно поєднується з концентрацією капіталу і промислового виробництва в США, країнах Європейського Союзу та Японії на високотехнічно оснащених підприємствах. Великі корпорації завжди приділяли особливу увагу централізації (підпорядкуванню) науково-дослідних робіт. Сукупні затрати на науково-дослідні роботи в 1961 р. в економічно розвинутих країнах становили 19 млрд. дол. США, у тому числі в США – 14 млрд. дол. США (у 1940 р. – лише 700 млн. дол. США); при цьому 90% витрат на дослідження здійснювали 500 найпотужніших корпорацій<sup>3</sup>. Якщо у 1965 р. уряд Японії виділяв на науку 1,5% ВВП, то вже у 1990 р. – 2,7%. Зростає частка витрат на наукові дослідження приватних корпорацій і знижуються державні асигнування (нині вони не перевищують 20%). Держава встановила податкові пільги для корпорацій, які фінансують науку (до 20% знижується ставка податку з прибутку). У приватних

---

<sup>1</sup>Вознесенский Н. А. Избранные произведения. 1931–1947. – М.: Изд-во политической литературы, 1979. – С. 174.

<sup>2</sup>Словник сучасної економіки Макміллана / Пер. з англ. – К.: «АртЕК», 2000. – С. 337–338.

<sup>3</sup>Верещагин И. К. Тенденции капиталистического накопления в условиях современного капитализма. – М.: Высшая школа, 1963. – С. 4.

корпораціях відношення затрат на науково-дослідну роботу до вартості реалізованої продукції залежить від характеру виробництва (у фармацевтичній промисловості – від 7% до 0,7%). Так, потужна японська корпорація «Хітачі» на наукові дослідження витрачає 5% обсягу продажів.

У США держава стимулює науково-технічний прогрес шляхом укладання проектно-цільових контрактів на конкурентній основі та незалежній експертизі (оплата згідно з кінцевими результатами). У 1995 р. із загальної суми (за грошовою оцінкою – 171 млрд. дол. США) в державних наукових центрах було виконано 10% досліджень, у приватних корпораціях – 71%, в навчальних закладах – 16% і в некомерційних організаціях – 3%<sup>1</sup>.

Посилення спеціалізації та міжнародного поділу праці зумовило зміни і на ринку фінансового капіталу. На межі ХХ–ХХІ ст. промислово розвинуті країни здійснили не лише оновлення техніки і технологій, а й сприяли переміщенню працездатних виробництв у країни, що розвиваються.

Становлення принципово нової структури національної економіки, яка відповідає сучасним економічним вимогам, безпосередньо пов'язане з ринком фінансового капіталу. Формування ринкових відносин суттєво визначається економічною свободою. Загалом ринок фінансового капіталу залежить від дії основних економічних законів (вартості, попиту та пропозиції тощо), визнання ринку як саморегулюючої системи, розвитку інфраструктур ринкової економіки (товарні й фондові біржі, біржі праці, ринки цінних паперів). Законодавство з питань функціонування ринку фінансового капіталу вдосконалюється в Україні вже понад десять років, прийнято велику кількість законодавчих актів стосовно різних аспектів діяльності учасників ринку капіталу.

Розвиток нашої держави потребує моделювання вітчизняної економіки з урахуванням потреб ринку і ресурсного потенціалу. Складність розвитку економіки зумовлена також низьким технологічним рівнем виробництва і значною амортизацією основних засобів. З 1970-х рр. технічне переозброєння, модернізація і реконструкція на вітчизняних підприємствах фінансувалися в основному за рахунок формування амортизаційних фондів. Відповідно виникла потреба впровадження досягнень технологічного прогресу, оскільки саме він

---

<sup>1</sup>Урунов А. А., Бобоев М. Р. О некоторых аспектах структурных реформ в России и странах СНГ // Экономика XXI века. – 2002. – № 5. – С. 128.

<sup>2</sup>Проблемы совершенствования хозяйственного механизма. – Душанбе: Таджикский гос. ун-т, 1979. – С. 5.

сприяє реінтеграції більшості промислових потужностей у світову економіку. Технічне переозброєння виробництва сприяє розвитку технологічної основи для конкуренції, що суттєво обмежує монополістичні тенденції на ринку. На підприємствах фонд розвитку виробництва став одним з важливих джерел їх технічного переозброєння. Наприклад, за 1970–1977 рр. кошти цього фонду зросли на 83,2% і становили в 1977 р. понад 6,1 млрд. руб.<sup>2</sup>

Загалом розвиток національної економіки у 1991–2003 рр. відбувся за рахунок використання діючих виробничих потужностей, а не введення нових, особливо в капіталомістких виробництвах. У 1994–1996 рр. відбувалося мінімальне відтворення основного капіталу, а вже з 1997 р. намітилася тенденція зростання обсягів інвестицій в основний капітал (у порівняльних цінах): у 1998 р. інвестиції зросли на 6,1%, у 1999 р. – на 0,4%, у 2000 р. – на 14,4, у 2001 р. – на 20,8% і в 2002 р. – на 8,9% (див. додаток 5). За січень–червень 2003 р. підприємствами (АТ) усіх форм власності за рахунок усіх джерел фінансування освоєно 16 млрд. грн. інвестицій в основний капітал (капітальних вкладень), що на 27,5% більше порівняно з відповідним періодом минулого року (у 2002 р. відповідно на 12,4%)<sup>1</sup>.

Важливо посилити роль держави в нагромадженні коштів для оновлення основного капіталу і, відповідно, підготувати програму підтримки стратегічно важливих галузей. К. Маркс у праці «Теорія нагромадження» зазначав, що там, де використовується (застосовується) багато постійного капіталу (основного капіталу), то частина вартості продукту, що відшкодовує знос основного капіталу, являє собою фонд нагромадження, який може бути використаний у подальшому тим, хто його застосовує (для вкладення в новий основний чи оборотний капітал). Проте такого фонду нагромадження не існує на тих ступенях виробництва й у тих націй, де немає потужного (великого) основного капіталу<sup>2</sup>.

Доцільно здійснювати заходи, спрямовані на усунення перешкод реінтеграції основних промислових потужностей у світову економіку. Наприклад, у Російській Федерації, відомий економіст В. Логінов запропонував, щоб підприємства всіх галузей економіки впродовж 2002 р. розробили й подали уряду інвестиційні програми технічного переобладнання свого виробництва, які б сприяли оновленню основного

---

<sup>1</sup>Соціально-економічне становище України за січень-липень 2003 року // Урядовий кур'єр. – 2003. – № 155, 21 серпня. – С. 5.

<sup>2</sup>Маркс К. Теория накопления. – М.: ОГИЗ «Госполитиздат», 1948. – С. 19.

<sup>3</sup>Логинов В. Обновление основного капитала // Экономист. – 2002. – № 3. – С. 9–10.



капіталу через 10 років. Після затвердження урядом вони повинні бути скеровані в інвестиційний фонд держави для подальшої реалізації і, відповідно, при щорічному формуванні державного бюджету в арто було б виходити з визначених обсягів інвестицій<sup>3</sup>.

Зростання вітчизняної економіки впродовж останніх років підтримувалося переважно за рахунок екстенсивних механізмів (зокрема, використання старих потужностей). Частка підприємств, які впроваджували інновації, становила лише 14%, а в промислово розвинених країнах вона сягає 70%. Це призвело до того, що з 1990 р. частка нової продукції порівняно з найкращими вітчизняними й закордонними зразками, зменшилася на третину, а запровадження нових технологічних процесів, що й визначає інноваційний рівень економіки, зменшилася порівняно з 2001 р. майже на 20%. За висновками експертів, через недовикористання сучасних досягнень на уки й техніки Україна втрачає мільярди американських доларів.

За даними Інституту економічного прогнозування НАН України, у 2003 р. п'ятий технологічний устрій за випуском продукції займає лише 4%, за фінансуванням науково-технічних розробок – 23%, за інноваційними витратами – 9%, а за вкладенням інвестицій не перевищує 5%<sup>1</sup>. У структурі промислового випуску домінують нижчі технологічні устрої, а інвестування виробництва третього й четвертого устроїв зумовлює зростання ймовірності технологічного відставання промисловості в майбутньому. Визначені державою інноваційні технологічні пріоритети вимагають формування нової інституційної структури промисловості постіндустріальної спрямованості.

Згідно з Указом Президента України «Про заходи щодо залучення коштів, отриманих від приватизації державного майна, на інноваційне інвестування підприємств, що мають стратегічне значення для економіки та безпеки держави» від 15 липня 2000 р. № 905/2000 р. започатковано застосування механізму спрямування частини коштів, отриманих від приватизації державного майна, на інноваційне інвестування підприємств, що мають стратегічне значення для економіки та безпеки держави, з метою їх технічного та технологічного оновлення<sup>2</sup>. Інноваційному прогресу сприяє реальне виконання щойно прийнятих Законів України «Про наукову та науково-технічну

---

<sup>1</sup>Промисловість: формувати інноваційну модель розвитку // Урядовий кур'єр. – 2003. – № 112, 20 червня.

<sup>2</sup>Указ Президента України «Про заходи щодо залучення коштів, отриманих від приватизації державного майна, на інноваційне інвестування підприємств, що мають стратегічне значення для економіки та безпеки держави» від 15 липня 2000 р. № 905/2000 р. // Українська Інвестиційна Газета. – 2000. – № 37, 19 вересня.

діяльність», «Про пріоритетні напрями розвитку науки і техніки України», а також заходи, спрямовані на державну підтримку суднобудівної й літакобудівної промисловості, стимулювання виробництва автомобілів і розвитку машинобудування для агропромислового комплексу.

Для створення підприємств постіндустріального типу недостатньо промислового капіталу, який, в основному, дає змогу лише підтримувати відтворювальні процеси. Визнання промислових підприємств базовими елементами функціонування фінансової, наукової та інших соціально визначених сфер зумовлює потребу їхньої цільової реструктуризації та пошуку альтернативних шляхів самовдосконалення. У свою чергу, розвиток нових наукоємних галузей та підгалузей промисловості потребує достатнього фінансування. Фінансові аналітики обережні у прогнозах щодо кон'юнктури ринку капіталів. Так, у 1990-х рр. у США 60% від загального обсягу щорічних інвестицій в економіку скеровувалося у компанії, пов'язані з новітніми технологіями, що дозволило підтримувати високу ділову активність в реальному секторі<sup>1</sup>. Відповідні вкладення в процесі приватизації у постсоціалістичних країнах не дали бажаного результату, тому зрозумілим є консерватизм української банківської системи щодо до кредитування реального сектору економіки, а фінансова слабкість парабанківської системи може призвести до зменшення частки в інвестуванні нових інноваційних структур і зростання впливу іноземного капіталу.

Реструктуризація економіки України як основа реалізації стратегії випереджаючого економічного зростання передбачає: 1) пошук нових джерел фінансового забезпечення інноваційної сфери (у 2002 р. фінансування інноваційної діяльності не перевищувало 1% ВВП; частка бюджетних асигнувань у фінансуванні інновацій скоротилася до 3%); 2) сприяння розвитку інноваційної інфраструктури (за станом на 2003 р. в Україні функціонує 8 технопарків, які забезпечують сучасне поєднання науки з виробництвом; відповідно у США – 140, Великій Британії – 40; європейська інноваційна система складається приблизно з 1500 різноманітних науково-технологічних структур); 3) матеріальне стимулювання наукового потенціалу тощо<sup>2</sup>. На 2004 р. подано консервативний прогноз вітчизняної економіки – зростання ВВП не більше 4,8%; передбачається не менше 20% ВВП скерувати на

---

<sup>1</sup>Доронин І. Г. Мировые фондовые рынки: закономерности развития и современное состояние // Деньги и кредит. – 2002. – № 9. – С. 60.

<sup>2</sup>Інновації для України – безальтернативний шлях // Урядовий кур'єр. – 2003. – № 36, 25 лютого. – С. 6.

<sup>3</sup>У параметрах прогнозу ризику враховані // Урядовий кур'єр. – 2003. – № 94, 24 травня. – С. 7.

нагромадження основного капіталу<sup>3</sup>.

Актуальною також є проблематика формування ринкових джерел фінансування інновацій. Загалом це можна забезпечити за рахунок залучення капіталу, нагромадженого в промисловому комплексі, фінансовій сфері та у населення. Управління формуванням та використанням фінансового капіталу є загально визнаною складною теоретико-прикладною проблемою. Учений-економіст І. О. Бланк здійснив послідовне дослідження й об'рунтував наступні основні характеристики капіталу як об'єкта управління: об'єкт економічного управління; нагромаджувальна цінність; виробничий ресурс (чинник виробництва); інвестиційний ресурс; джерело доходу; об'єкт тимчасової переваги; об'єкт купівлі-продажу (об'єкт ринкового обороту); об'єкт власності та розпорядження; носій чинника ризику; носій чинника ліквідності<sup>1</sup>.

На нашу думку, управління фінансовим капіталом повинно сприяти формуванню достатніх його обсягів для забезпечення процесу розширеного відтворення, максимізації дохідності та зниження ризиків. Важливу роль має відігравати контроль (з боку держави, інвесторів, власників, акціонерів тощо) за сприятливою фінансовою рівновагою між формуванням та використанням капіталу.

У процесі прийняття управлінських рішень варто врахувати, що у 2004 р. з метою стимулювання науково-технічної та інноваційної діяльності буде запроваджено державне замовлення на впровадження пріоритетних інновацій (державне фінансування наукової сфери буде переорієнтовано за принципом програмно-цільового планування і безпосередньо пов'язане з реальними можливостями бюджету). Відповідно, державні інвестиції на науково-технічні програми будуть скеровані під найбільш нагальні для реальної економіки розробки. Водночас розрахунок ефективності вкладень в інноваційні проекти повинен відповідати міжнародним стандартам та нормативам.

Позитивна динаміка в організаційній і технічній реструктуризації вітчизняної легкої і харчової промисловості є запорукою використання набутого досвіду для прискореного розвитку машинобудування, літакобудування, суднобудування тощо. На жаль, великі підприємства (АТ) працюють не на повну потужність. У більшості випадків це є проблемою не корпоративного управління, а проблемою власності. Наприклад, у лютому 2003 р. для реалізації права власності на рівні уряду було прийнято рішення про передачу у корпоративне управління Тернопільській облдержадміністрації від компанії «Укragропромінвест»

---

<sup>1</sup>Бланк І. А. Управление формированием капитала. К.: «Ника-Центр», 2000. – С. 13.

(розпоряджається 51% акцій плюс одна) 24% плюс одну акцію Тернопільського комбайнового заводу з правом подальшого продажу на аукціоні.

У процесі структурної перебудови економіки варто виокремити пріоритетні галузі виробництва та види діяльності. Так, в умовах науково-технічного прогресу для вибору інноваційної моделі розвитку в Україні пріоритетними сферами вважаються наступні галузі промисловості: космічна, авіаційна, машинобудування та зв'язок. Якщо держава виступає гарантом великих технічних (або інноваційних) проектів, то їхнє невиконання призводить до зростання зовнішньої заборгованості (оскільки деякі іноземні кредити було спрямовано на неперспективні проекти). Відповідно, недоотримані прибутки не дають змоги розрахуватися за інвестований іноземний капітал. Головним у налагодженні подібних ситуацій є узгодження інвестиційних планів та фінансових можливостей (розрахунок потреб у фінансовому капіталі, виробничих потужностях та людських ресурсах). Саме техніка фінансового менеджменту дає змогу приймати оптимальні рішення та визначати найдоцільніші із запропонованих варіантів.

Загалом, промислова політика України скерована на підтримку секторів економіки, які існують за рахунок ефективних галузей виробництва. У новій економічній моделі слід оптимізувати розвиток соціальних галузей, які забезпечують цивілізований рівень життя населення та галузей, які забезпечують обороноздатність держави і сприяють розвитку сучасного етапу науково-технічного прогресу. На нашу думку, при виборі соціально орієнтованого напрямку становлення держави не можна нехтувати реаліями, зокрема, економічно невиправданою є мілітаризація світового простору.

За останні роки стали помітними позитивні зміни у вітчизняній економіці. Проте дефіцит грошових нагромаджень (фінансового капіталу) залишається, тим більше, що виникли й нові чинники, які його штучно підтримують (невідшкодування державою податку на додану вартість (ПДВ); неправомірність поділу єдиного господарського комплексу в процесі приватизації і, відповідно, порушення циклічності багатьох виробництв тощо). Усі галузі економіки потребують додаткових джерел надходжень, тому дефіцит коштів важко ліквідувати навіть при умові надання податкових пільг і фінансових переваг. У процесі руху капіталів формується відносний надлишок капіталу в певних сферах (галузях) діяльності, одночасно виникає потреба в залученні додаткових грошових коштів в інших сферах (галузях), а синхронізацію руху коштів можна здійснити на ринку фінансового капіталу.

Розвиток національного ринку фінансового капіталу можна забезпечити за рахунок як внутрішніх, так і зовнішніх чинників. До внутрішніх можна віднести активізацію інвестиційного процесу (фінансування вітчизняного виробництва) шляхом реструктуризації банківської та фінансової систем, залучення заощаджень населення (фінансових активів, готівкових коштів, депозитів, внесків у статутні фонди), сприяння розвитку ринку цінних паперів та забезпечення на державному рівні захисту іноземних інвестицій. О. Д. Василик зазначає, що фінансова система держави – це насамперед різноманітні види фондів фінансових ресурсів, сконцентрованих у розпорядженні держави, господарських суб'єктів та інших фінансових інститутів з метою використання на певні цілі економічного і соціального розвитку<sup>1</sup>. Формування цих фондів – явище об'єктивне.

Важливою тенденцією розвитку ринкової системи господарювання є поетапна інтеграція капіталів. Спочатку відбувалося злиття та укрупнення окремо банківського та промислового капіталів, проте взаємозалежність цих секторів економіки зумовила не лише пошук оптимальних напрямків співпраці, а й створення могутньої світової фінансової індустрії. Уникненню фінансових пірамід, шахрайств та банкрутств частково вдається завдяки розвитку корпоративного управління, яке визначає кодекси і принципи поведінки економічно взаємопов'язаних структур, а також відповідних фінансово зацікавлених осіб.

Формування власної моделі ринку фінансового капіталу за умов становлення фінансової та банківської систем відбувалося не завжди послідовно та раціонально, з урахуванням обраних пріоритетів розвитку українського суспільства. Вдосконалення та розширення законодавчого поля, що регулює цей ринок, дозволило б поступово стабілізувати ситуацію. Водночас складною і неоднозначною залишається проблематика тіньової економіки, прихованого ввезення та вивезення фінансових капіталів, що є характерним при наявності глобалізаційних

---

<sup>1</sup> Економіка України та шляхи її подальшого реформування. Матеріали Всеукраїнської наради економістів, 14–15 вересня 1995 р. – К.: «Генеза», 1996. – С. 132. Василик О. Д. Теорія фінансів. – К.: НІОС. – 2000. – С. 401.

<sup>2</sup> Смит Адам. Исследование о природе и причинах богатства народов. Том II. Государственное социально-экономическое издательство. – М.: Ленинград, 1935. – С. 434.

<sup>3</sup> Словник сучасної економіки Макміллана / Пер. з англ. – К.: «АртЕК», 2000. – С. 546. Попович О. Формування тіньового прибутку в економіці України // Економіст. – 2002. – № 6. – С. 72.

<sup>4</sup> Отмывание денег // Украинская Инвестиционная Газета. – 2003. – № 7, 18 лютого.

тенденцій у світовій економіці. Ще А. Сміт зазначав, що міграція капіталів в основному зумовлена недосконалістю системи оподаткування, і власники капіталу намагаються оптимізувати його вкладення у країнах, де менші ризики втрати капіталу<sup>2</sup>.

За різними оцінками, у світовій економіці щороку відмивається від 800 млн. до 2 млрд. дол., що становить 2–5% від світового валового внутрішнього продукту (ВВП). Відповідно оцінка частки тіньової економіки у ВВП у США становить від 7–8,7%, в Італії – 15–27,1, в Угорщині – 20, у Польщі – 22%<sup>3</sup>. За даними Міжнародного Валютного Фонду, щорічно у світі відмивається 600 млрд. – 1,8 трлн. дол. США<sup>4</sup>. Вашингтон ПроФайл (Washington ProFile) констатує, що тільки в Росії 1990-их рр. кримінальні угруповання створили 700 легальних фінансових інституцій, призначених для відмивання грошей<sup>1</sup>. Загалом, держава повинна здійснювати контроль за фінансовими потоками, а приватні фінансові інституції самостійно, в межах законодавчо визначених засад, вирішувати локальні завдання – здійснювати свою діяльність згідно зі статутними документами, забезпечувати отримання доходів (прибутків), диверсифікувати різноманітні ризики тощо.

У 2002 р. промислово розвинуті країни розпочали черговий етап боротьби з корупцією, відмиванням коштів, отриманих злочинним шляхом, та новими способами ухилення від сплати податків. Посилення дієвого контролю цих держав за потоками фінансових капіталів зумовлено непередбачуваними наслідками глобалізації (азійська фінансова криза, економічні колапси в Туреччині та Аргентині тощо) та потребою зміцнення економічної стабільності й безпеки у світі. Сутності й особливостям прояву фінансових криз в Україні присвячено праці Я. Грейта, А. Калашникова, А. Костриби та ін.<sup>2</sup>

Об'єднання зусиль на державному і міжнародному рівнях сприяло застосуванню спільних стандартів у боротьбі з відмиванням коштів. Так, згідно з Вольфсберзькими принципами банки мають право встановлювати відносини тільки з тими клієнтами (бенефіціарами), які мають стабільну позитивну репутацію і можуть підтвердити законність джерел походження доходів (активів); фінансова політика банків

---

<sup>1</sup>Людство програє війни глобалізації // Урядовий кур'єр. – 2003. – № 27, 12 лютого. – С. 14.

<sup>2</sup>Грейт Я. Финансовый кризис и инфляция: причины возникновения, сущность и особенности проявления в Украине // Предпринимательство, хозяйство и право. – 1999. – № 1. – С. 3–7. Калашников А. Валютно-финансовая криза і державна власність в Україні // Вибір. – 1999. – № 1–2. – С. 58–63. Костриба А. І. Передумови фінансової кризи в Україні та характер її прояву // Фінанси України. – № 9. – С. 39–40.

<sup>3</sup>Чернявский С. П. Международный офшорный бизнес и банки. – М.: Финансы и статистика, 2002. – С. 46–47, 64.

повинна сприяти попередженню транснаціональних сумнівних операцій.

Моніторинг за фінансовою індустрією спричинений тим, що власники коштів, отриманих незаконно, намагаються знайти легальні виходи в економічну діяльність. Згідно із законодавством поняття «офшорний» банк поєднує три банківські інституції: кредитну установу, офшорний банк з обмеженою банківською ліцензією та офшорний банк з генеральною банківською ліцензією<sup>3</sup>. Новітні технології і численна модифікація міні-терміналів забезпечують трансакції за лініями: комп'ютер–комп'ютер через Інтернет, мобільний телефон–комп'ютер–карта, карта–торговельна мережа тощо. Функціонування світової системи «Мондекс», яка представляє мережу анонімних валютних трансакцій, передбачає застосування двох типів карток «Мондекс»: атрибутивних (для дебетування чи кредитування рахунків) і неатрибутивних (за ними можна лише зараховувати на свій рахунок переказані кошти). Ці картки емітують такі відомі банки, як Midland Bank PLC і Natwest (Велика Британія), Bank of New Zealand і ANZ Banking Group (Нова Зеландія), Royal Bank of Canada і Canadian Imperial Bank of Commerce (Канада).

Можна виокремити наступні фінансові злочини: неправдиве банкрутство підприємств (корпорацій), банківські та фондові махінації, використання інсайдерної інформації тощо. У міжнародній практиці застосовують превентивні (попереджувальні) заходи, зокрема: банкам заборонено відкривати анонімні рахунки; термін зберігання документів щодо підозрілих операцій та ідентифікації клієнтів встановлено впродовж 5 років; фінансовим інституціям заборонено інформувати клієнтів та зацікавлених осіб про вжиті заходи, для протидії легалізації неоподаткованих доходів тощо.

Практика провідних компаній та банків свідчить, що постійна залежність від оприлюднення розмірів їхніх прибутків (від яких залежить котирування акцій на провідних світових фондових біржах) зумовлює пошук заплутаних і нетрадиційних схем їх отримання, і, незважаючи на історію розвитку, ці фінансово привабливі структури стають небезпечними для інвесторів. Менеджери відомої корпорації Енрон (Enron) на Кайманових островах зареєстрували 692 офшорні компанії, які стали мережею для відкриття інвестиційних фондів та приховування боргів. Лише банкрутство цієї корпорації та втручання уряду США сприяло підписанню договору з «офшорною оазою» – Каймановими островами – про обмін податковою інформацією, який набуває юридичної сили у 2004 р. Отже, розпочався новий наступ промислово розвинутих країн на «суверенітет» офшорних юрисдикцій – основи

конфіденційності наявних тіньових активів та дотримання банківської таємниці в інтересах злочинного світу.

За останні роки зросло значення міжнародних саморегулюючих організацій, які діють на ринках фінансового капіталу. Поряд з обов'язковим аудитом, вони застосовують внутрішній контроль, розробляють основні принципи та рекомендації щодо запобігання легалізації коштів, отриманих злочинним шляхом (зокрема, це стосується відстежування руху коштів на рахунках, які не відповідають статутній діяльності клієнтів; використання рахунків як транзитних; нецільове використання коштів інвесторів на ринку цінних паперів тощо).

У світовій економіці реально діють як грошові, так і негрошові відносини. Грошові відносини, як правило, регулює монетарна політика держави. Негрошовий сектор охоплює взаємозаліки, бартерні операції, вексельний обіг, маневрування цінами тощо. Фінансові системи, що займають монополічне чи олігополічне становище, мають змогу впливати як на грошові, так і негрошові відносини в суспільстві. Корпоративна заборгованість в економічно стабільних країнах становить 40–50% валового внутрішнього продукту (ВВП). В Україні величина кредиторської заборгованості у 1997 р. перевищувала ВВП країни на 9,75%, а у 2000 р. – на 35%<sup>1</sup>.

Законодавча незахищеність права власності зумовлює розвиток операцій тіньового сектору, що суттєво впливає на структурні зміни в економіці країни загалом. Тіньову економіку ототожнюють із «чорною» економікою, неофіційним сектором, паралельною економікою, вторинною економікою. Отже, тіньова економіка – це частина економіки, випуск продукції і надання послуг якої не враховані статистикою національного доходу, оскільки вони є прихованими від офіційного обліку. В економічній теорії розрізняють чотири групи методів оцінки тіньового сектору економіки: опитування підприємств та приватних господарств; застосування системи національних рахунків (створення, використання та розподіл валового внутрішнього продукту (ВВП)); припущення щодо певних обсягів тіньової економіки на вихідній стадії; оцінка функцій попиту на гроші<sup>2</sup>.

Україна успадкувала особливості неофіційного сектору економіки, властивого плановій економіці колишнього Радянського Союзу. Оскільки офіційний сектор планової економіки в основному був зорієнтований на промислово-військове виробництво і не в повному обсязі

---

<sup>1</sup>Попович О. Формування тіньового прибутку в економіці України // Економіст. – 2002. – № 6. – с. 73.

<sup>2</sup>Зрушення до ринкової економіки. Реформи в Україні: погляд зсередини / За ред. Лутца Гоффмана і Акселя Зіденберга. – К.: Фенікс, 1997. – С. 61– 62.



враховувалася необхідність виробництва достатньої кількості побутових товарів і відповідного асортименту продуктів харчування, то діяльність тіньової економіки оцінювали від 10 до 30% ВВП. Перехід до ринкової економіки розширив сферу тіньового обороту, тому що додатково виникла потреба ухилення від сплати податків (у першу чергу, податку на додану вартість (ПДВ), прибуткового податку тощо) і, відповідно, зросла частка тіньової економіки.

За оцінками аналітиків, обсяг тіньового капіталу в Україні становить приблизно 40 млрд. дол. США, що суттєво впливає на достовірність загальноекономічних показників. Загалом в Україні статистичним обліком та оподаткуванням охоплено в середньому лише 47% обсягу новоствореної вартості. Важливими індикаторами тіньової діяльності є зростання бартеризації та обігу грошей поза банківською системою. Так, в Україні після скорочення реальної кредиторської заборгованості у 2000 р. на 13,3% спостерігалось її зростання у 2001 р. на 10,8%. За станом на 1 січня 2000 р. поза банками в обігу було 44,1% готівкової маси, на 1 січня 2001 р. – 40,8, на 1 липня 2001 р. – 39,8, на 1 січня 2002 р. – 43,3%<sup>1</sup>.

Функціонування неофіційного сектору економіки є причиною того, що кількість і якість статистичної інформації не завжди адекватно відображає реальні економічні процеси і не дає змоги враховувати відповідні зміни у світовій економіці. У тіньовій економіці широко застосовують негрошові розрахунки та платежі (бартерні операції, взаємозаліки, вексельний обіг тощо). Особливе місце займає тінізація імпоротної торгівлі (ухилення від сплати мита і прикордонних податків).

Така ситуація свідчить, що наша держава на певному етапі втратила контроль за розвитком реального сектору виробництва, що дало змогу на другому етапі приватизації (за грошові кошти) перерозподілити державну власність (активи) з урахуванням економічних інтересів окремих груп юридичних та фізичних осіб. Однією з причин взаємозаборгованості є невпорядкованість податкової системи (недосконалість механізму справляння та повернення податку на додану вартість (ПДВ), встановлення термінів сплати податків та зборів тощо), а також непопулярні на практиці й часті зміни чинного законодавства (зокрема, 2000 р. у процес оподаткування прибутку підприємств вносились зміни 19 разів, а в порядок нарахування ПДВ – 20 разів). Проте набутий світовий досвід ухилення від сплати та

---

<sup>1</sup>Пинзеник В. Економіка України знову ховається в тінь // Економіст. – 2002. – № 3. – С. 24.

мінімізації податків доволі активно використовується новими власниками національного багатства залежно від стану чинного законодавства.

Новостворені вітчизняні промислово-фінансові групи придбали значні активи за допомогою діяльності офшорних компаній. Крім цього, промислові холдинги надають перевагу діяльності у 10 вільних економічних зонах (ВЕЗ), зареєстрованих у нашій державі, та 66 територіям пріоритетного розвитку. Загалом, великі підприємства користуються традиційними схемами несплати податків: завищують виробничі затрати, використовують негрошові розрахунки, ускладнюють юридично-правові відносини між суб'єктами господарювання. Відповідно й малі підприємства, як правило, намагаються (і часто з успіхом) приховувати виручку від реалізації продукції (робіт, послуг).

На нашу думку, концепція розвитку податкової системи, повинна сприяти капіталізації виробництва та обмеженню втручання держави у технологічний розвиток промисловості (слід враховувати, що переважна її частка вже приватизована). Необ'рунтоване оподаткування і «вимивання» коштів (замість спрямування їх на поповнення обігових активів та модернізацію основних засобів) негативно впливають на процеси розширеного відтворення. Відповідно, в податковій концепції варто передбачити мораторій на введення майнових податків (хоча б на наступних 5 років); скасувати включення до валового доходу активи, які надходять платнику податку при виконанні інвестиційних зобов'язань за результатами приватизації, чим гальмується розвиток процесу інвестування.

Відповідно до прийнятих заходів щодо детінізації економіки України на 2002–2004 рр. передбачено здійснити комплекс заходів, спрямованих на дерегулювання підприємництва, легалізації нерегламентованої зайнятості та доходів населення, реформування податкової системи та посилення контролю у бюджетній сфері. Статтею 2 Закону України «Про запобігання та протидію легалізації (відмивання) доходів, отриманих злочинним шляхом» від 28 листопада 2002 р. № 249-IV визначено, що до легалізації (відмивання) доходів відносять дії, спрямовані на приховування чи маскування незаконного походження коштів або іншого майна чи володіння ними, прав на такі кошти або майно<sup>1</sup>.

Врахування обсягів тіньової економіки дало б змогу поліпшити

---

<sup>1</sup>Закон України «Про запобігання та протидію легалізації (відмивання) доходів, одержаних злочинним шляхом» від 28 листопада 2002 р. № 249-IV // Відомості Верховної Ради України. – 2003. – № 1. – С. 2.

показники системи національних рахунків. Згідно з Указом Президента України «Про заходи щодо запобігання легалізації (відмиванню) доходів, одержаних злочинним шляхом» від 10 грудня 2002 р. № 1199/2001 запроваджено обов'язковий фінансовий контроль за всіма фінансовими операціями, визначеними відповідно до чинного законодавства як значні (на суму понад 20 тис. євро у безготівковому розрахунку і понад 10 тис. євро готівкою) або сумнівні. Первинний контроль здійснюють банки та інші фінансові інституції.

Володіння і вільне розпорядження фінансовим капіталом жорстко регламентують міжнародні норми й стандарти. Відповідні міжнародні організації (Група з розробки фінансових заходів боротьби з відмиванням грошей (ФАТФ; Financial Action Task Force (FATF)), Організація економічного співробітництва і розвитку (ОЕСР) та фінансова розвідка Е'монт (Egmont) приділяють особливу увагу фінансовому моніторингу за рухом грошових потоків та координації дій по боротьбі з відмиванням грошей, отриманих кримінальним шляхом. Європейські країни організували фінансову розвідку Е'монт, в яку увійшли фінансові розвідки 58 країн. У процесі своєї діяльності вони здійснюють обмін інформацією про можливі способи легалізації доходів, отриманих злочинним шляхом, аналізують фінансову звітність, обмінюються технологічними схемами та розробками тощо. Крім цього, фінансова розвідка Е'монт тісно співпрацює з групою ФАТФ та ОЕСР, які складають «чорні списки» країн, що не протидіють відмиванню кримінальних грошей.

Якщо країна потрапляє у «чорний список», то вона має виконувати загальноприйняті міжнародні вимоги, спрямовані на ухвалення відповідних законодавчих актів та заходів, спрямованих на боротьбу з відмиванням нелегальних, «брудних» коштів. При невиконанні цих вимог можуть бути застосовані відповідні фінансові санкції ФАТФ: компанії країн-учасниць цієї організації повинні будуть звітувати про всі операції з партнерами; інформувати про укладені установчі документи; можливе ускладнення процедури реєстрації філій її банків на території країн-учасниць ФАТФ; закриття рахунків її банків у банках країн-учасниць ФАТФ тощо. Загалом ці заходи негативно впливають на інвестиційну привабливість і сприяють поступовому витісненню держави, внесеної до «чорного списку», зі світового ринку фінансового капіталу.

Прикладом протекціоністської міждержавної політики є застосування штрафних санкцій ФАТФ проти України. За станом на 4 лютого 2003 р. санкції ФАТФ реально відчула 31 вітчизняна банківська установа (102 банки мали дозвіл на здійснення валютних операцій), а саме: закриття

рахунків, відмови здійснювати трансакції, блокування рахунків клієнтів тощо.

Виконуючи вимоги Страсбурзької конвенції та рекомендації ФАТФ, спрямовані на протидію відмиванню «брудних» грошей, був прийнятий Закон України «Про внесення змін до деяких законів України з питань запобігання використанню банків та інших фінансових установ з метою легалізації (відмивання) доходів, отриманих злочинним шляхом» та Указ Президента України «Про невідкладні додаткові заходи щодо посилення боротьби з організованою злочинністю й корупцією». Визначено обов'язки щодо ідентифікації клієнтів; межа фінансових операцій, з якої починається відповідний моніторинг, становить 80 тис. грн.; конкретизовано виклад норми закону щодо звільнення від відповідальності за розголошення інформації про фінансові операції та моніторинг; створено відповідний моніторинговий департамент.

З метою протидії легалізації (відмиванню) доходів, отриманих злочинним шляхом, у чинному законодавстві чітко визначено перелік установ, які здійснюють операції з грошовими коштами чи майном (кредитні установи; страхові компанії; професійні учасники ринку цінних паперів; некредитні організації, які здійснюють грошові перекази тощо), і зазначено, що відомості, надані компетентним органам згідно з чинним законодавством, не є порушенням комерційної, службової чи банківської таємниці. Відповідно до пункту 11 Сорока рекомендацій Групи з розробки фінансових заходів боротьби з відмиванням грошей (FATF) передбачається, що фінансові установи повинні звертати особливу увагу на всі складні, надзвичайно великі операції, на всі незвичні схеми проведення операцій, де не можна простежити очевидну економічну або законну кінцеву мету<sup>1</sup>.

В умовах інтеграції у міжнародну систему контролю за рухом тіншового капіталу в нашій державі здійснюють заходи, спрямовані на оптимізацію законодавства з метою детінізації економіки, відслідковування сумнівних операцій у банках та на фінансовому ринку. На нашу думку, заходи щодо економічній амністії потребують гарантування захисту прав власності, лояльності оподаткування (за мінімальною ставкою, як це рекомендують провідні міжнародні фінансові інституції, або взагалі на перших стадіях відмовитися від будь-якого оподаткування з метою реального стимулювання легалізації тіншових капіталів), а також обмеження повноважень в сіх контролюючих органів.

---

<sup>1</sup>Сорок рекомендацій Групи з розробки фінансових заходів боротьби з відмиванням грошей (FATF) // Урядовий кур'єр. – 2003. – № 179, 25 вересня. – С. 9–10.

Формування єдиного економічного простору зі світовою спільнотою потребує активної державної позиції у вирішенні проблематики репатріації вітчизняного капіталу. У перші роки незалежності економічно неефективно втілена інвестиційна політика держави, а також нестабільність фінансового ринку і податкової політики призвели до значного акумулювання фінансового капіталу українських підприємців за кордоном. Державне валютне регулювання і постійні зміни в зовнішньоекономічній діяльності сприяли значному зростанню зовнішньоторговельних операцій, внаслідок яких велика частка капіталу залишилася за кордоном. Неповорнення коштів пов'язано переважно з великим обсягом авансових платежів у рахунок майбутніх поставок, неправильним (фальсифікованим) укладанням контрактів, що давало змогу закордонним партнерам без особливих юридичних колізій не виконувати умов договорів, тобто створювалися сприятливі умови для неповорнення коштів в Україну.

Вивіз капіталу стосується насамперед економічної безпеки держави та необхідності регулювання загальнонаціональних інтересів, оскільки переміщення капіталів за національні кордони впливає на стійкість платіжного балансу, валютні резерви країни, а також на її конкурентні позиції у світовому господарстві. Більшість країн здійснюють масштабні заходи, спрямовані на захист національних ринків капіталів.

Основними причинами вивозу фінансового капіталу є:

1 – світові глобалізаційні процеси;

2 – наявність попиту на капітал зумовлюється нерівномірністю економічного розвитку країн і, відповідно, створення сприятливих умов у країнах, що потребують додаткових іноземних інвестицій (пільги, гарантії умов вигідного інвестування, вищий банківський відсоток);

3 – перенагромадження капіталу, тобто відсутність можливостей отримання високих прибутків (надприбутків);

4 – можливість залучення дешевших ресурсів (трудових, природних тощо);

5 – у процесі первісного нагромадження капіталу зростає зацікавленість юридичних (фізичних) осіб у гарантуванні безпеки грошових заощаджень, можливості уникнення оподаткування чи використання інших економічних інтересів.

За оцінками фінансових аналітиків, за межі з держави вивезено майже 40 млрд. дол. США. Для повернення капіталів українських підприємців варто не лише впорядкувати зовнішньоекономічну діяльність держави, ліцензування, вимоги імпортерів щодо гарантій

банкам, надання депозиту на суму контракту, а й створити сприятливий клімат для подальшого інвестування. Держава повинна виступити основним гарантом повернення коштів, ввести державне страхування фінансових ризиків для внутрішніх інвесторів. З цього приводу слід зазначити, що за останні роки виокремилася тенденція зростання обсягу українських інвестицій в економіку інших країн (переважно в постсоціалістичні країни), де відчутна саме національна державна підтримка зовнішніх інвесторів.

На нашу думку, повернення та амністію капіталу треба здійснювати на основі комплексного підходу з урахуванням світового досвіду. На даному етапі вирішення цього питання у Верховній Раді України є два законопроекти, які загалом лояльно трактують легалізацію капіталу. У законопроекті «Про податкову амністію» запропоновано амністувати кошти, що були отримані, але не задекларовані, на території України, а також вивезені за кордон. Передбачається здійснити амністування капіталу (незалежно від джерел його походження) при умові його повернення впродовж 365 днів із моменту набуття чинності згаданого закону. Крім цього, запропоновано новий підхід до системи оподаткування та валютного регулювання за рахунок розширення операцій, які вимагають ліцензування Національним банком України.

Законопроект «Про економічну амністію» передбачає амністування капіталу при умові його повернення в Україну в 2003 р. за винятком коштів, отриманих від продажу наркотиків, зброї та деяких інших протиправних операцій. Філософія запропонованого проекту полягає в застосуванні «презумпції невинності» як вихідного положення економічної амністії.

Позитивними моментами у законопроектах є запропоноване ліберальне ставлення до власників амністованого капіталу, доволі тривалий термін дії амністії (один рік), нові підходи до декларування доходів (капіталу). Проте наявність політичної та економічної нестабільності в країні зумовлює певну непідзвітність органам влади правоохоронних та інших контролюючих органів, що ускладнює зростання довіри власників капіталів до внесених на розгляд законопроектів, а отже і повернення самих капіталів.

Вважаємо, що з метою забезпечення репатріації капіталів варто здійснити наступні заходи: чітко визначити предмети амністування (корпоративні права, рухома чи нерухома власність (у тому числі культурні, історичні цінності, дорогоцінні вироби) тощо); встановити 5% податок на легалізовані капітали (доходи); законодавчо обмежити

можливості будь-яких перевірок походження легалізованих капіталів (використати міжнародні договори та норми з питань врегулювання даної проблеми); розробити програми податкових амністій на певний період (наприклад, можливість повторення через кожних 5–10 років); обмежити 70% суми амністованих коштів, що можуть залишитися за кордоном; не оподатковувати доходи від банківських депозитів фізичних осіб; термін економічної амністії повинен бути не менше 1 року на першому етапі її проведення, а наступні етапи – від 1 до 3 місяців.

Уведення поетапності амністування можна обґрунтувати, по-перше, недовірою до політико-економічної стабільності в державі більшості власників тіньових доходів (капіталів) і, відповідно, неприйняттям ними участі у першому етапі амністії. По-друге, на першому етапі, як правило, вимушені будуть легалізувати свої капітали власники, які мають їх безпосередньо на території країни. По-третє, поетапне амністування має заохочувально-профілактичний характер.

Державна політика повинна бути спрямована не лише на репатріацію вітчизняного капіталу, а й на залучення в інвестиційний процес потужних світових експортерів капіталу, запобігання економічної залежності держави від обмеженого переліку країн (насамперед у загальній структурі іноземних інвесторів). Необхідність підтримки економічного розвитку постійно вимагає ґрунтовного аналізу обсягів і структури інвестицій у вітчизняну економіку, пошуку можливостей стимулювання залучення інвестицій. Відповідно має бути створений сприятливий клімат для інвестицій, запропоновані можливості концентрації фінансових ресурсів у перспективні сфери економіки, а гнучкість банківської системи повинна сприяти переміщенню фінансових капіталів.

Процес лібералізації міграції (руху) інвестицій між країнами розпочався в середині 1950-х рр. Професор Чикагського університету Дж. Г. Лорі зазначав, що варто надати іноземним компаніям доступ на американські ринки, але одночасно вести переговори про аналогічні привілеї для американських компаній, що здійснюють операції з цінними паперами на закордонних ринках<sup>1</sup>. У 1970-х рр. в економічно розвинутих

---

<sup>1</sup>Лебедев Л.Ф. Иностранный капитал в экономике США. – М.: Изд-во «Наука», 1982. – С. 165.

<sup>2</sup>Боди Зви, Кейн Алекс, Маркус Алан. Принципы инвестиций, 4-е издание.: Пер. с англ. – М.: Издательский дом «Вильямс», 2002. – С. 25.

<sup>3</sup>Закон України «Про інвестиційну діяльність» // Відомості Верховної Ради України. – 1991. – № 47. – С. 1351.

<sup>4</sup>Овсийчук М. Ф., Сидельникова Л. Б. Методы инвестирования капитала. – М.: Буквица, 1996. – С. 58.

країнах було прийнято достатньо законопроектів, що мали сприяти обмеженню припливу іноземного капіталу, але на практиці здійснювалися заходи, спрямовані на спостереження за масштабами і напрямками вкладення іноземних інвестицій.

Економічний розвиток суспільства залежить від достатності фінансових ресурсів. Іноземні та вітчизняні інвестиції – це важливе джерело грошових нагромаджень вітчизняної економіки. Інвестиції (investment) – це витрати в даний час грошових чи інших засобів в очікуванні одержання доходу майбутніх вигод<sup>2</sup>. Згідно з Законом України «Про інвестиційну діяльність» інвестиції – це всі види майнових та інтелектуальних цінностей, які вкладають в об'єкти підприємницької та інших видів діяльності, в результаті якої створюється прибуток (дохід) або досягається соціальний ефект<sup>3</sup>.

Важливим елементом теорії інвестицій є принцип фінансової рівноваги (процес оптимізації), який досягається поетапним плануванням (особливу увагу варто приділити ліквідності та платоспроможності суб'єктів господарювання, залучених у конкретний процес), своєчасним загальноекономічним аналізом та аналізом фінансових результатів. М. Ф. Овсійчук, Л. Б. Сидельникова вважають, що інвестиції можна класифікувати з різних точок зору: 1) щодо об'єкта виділяють інвестиції в майно, фінансові й нематеріальні інвестиції; 2) щодо напрямку дії виділяють інвестиції на розширення, заміну, раціоналізацію і відновлення фондів<sup>4</sup>.

Конференція Організації Об'єднаних Націй з питань торгівлі та розвитку (UNCTAD) щороку інформує про стан іноземних інвестицій, щоб інвестори мали змогу орієнтуватися відносно систем оцінок інвестиційного клімату (рейтинги Institutional Investor, Euromoney, BERI тощо). Рейтинг Institutional Investor полягає у наступному: оцінку кредитоспроможності країн здійснюють провідні фінансові експерти та потужні міжнародні банки; рейтинг проводять кожних півроку за комплексними показниками (визначають параметри платоспроможності, інвестиційної привабливості). Рейтинг Euromoney передбачає дослідження трьох груп індикаторів (ринкових – 40%, кредитних – 20%, політичних та економічних (політичний ризик, економічний стан, прогнозування економічного розвитку) – 40%). Оцінку політичної стабільності, ставлення до іноземних інвесторів, стан

---

<sup>1</sup>Доронин І. Г. Мировые фондовые рынки: закономерности развития и современное состояние // Деньги и кредит. – 2002. – № 8. – С. 55.

<sup>2</sup>Гайдуцький А. П. Основні тенденції міжнародних інвестиційних процесів // Статистика України. – 2003. – № 1. – С. 51.



націоналізації в економіці визначає рейтинг BERI (Business Environment Risk Index).

Збільшенню обсягів руху капіталів сприяло не лише зростання світової торгівлі, а й більша відкритість економік (національних фінансових ринків), проведення трансформаційних реформ. За даними Банку міжнародних розрахунків, у 1979 р. обсяг операцій на світовому ринку капіталів становив приблизно 80 млрд. дол. США, у 1989 р. – 718, а в 1999 р. – 1,5 трлн. дол. США<sup>1</sup>. Залучення іноземного капіталу супроводжується обміном інноваціями, новітніми технологіями, підвищенням кваліфікації кадрів та іншими супутніми чинниками, сприятливими для розвитку економіки у цілому.

Використання міжнародних інвестиційних можливостей сприяє вирівнюванню суспільного розвитку країн-учасниць даного процесу. Як правило, інвестиції здійснюються наступними способами: капітал використовують у виробничій сфері, де створюється додаткова вартість; у фінансовій (банківській) діяльності, де «вловлюється» частка додаткової вартості, створеної у виробничій сфері. Додатковий капітал, отриманий із додаткової вартості, може бути скерований на збільшення функціонуючого капіталу чи на новий вид інвестицій.

У 2002 р. в економіку України було вкладено приблизно 1 млрд. дол. США, що майже на 30% більше, ніж у 2001 р. Всього за роки незалежності було залучено 5 млрд. дол. США інвестицій (102 дол. США на одну особу)<sup>2</sup>.

Основними видами вивозу капіталу є: 1) підприємницький капітал: прямі інвестиції, портфельні інвестиції, спільні підприємства і транснаціональні корпорації; 2) позичковий капітал. Як правило, інвесторів поділяють на дві великі групи: стратегічні та портфельні.

Стратегічні інвестори здійснюють прямі інвестиції з метою встановлення повного контролю над об'єктами закордонних капіталовкладень, розширення доступу до основних факторів виробництва, трудових і природних ресурсів (70% інвестицій надходить у промислово розвинуті країни і біля 25% – у країни, що розвиваються). У 1980 р. прямі іноземні інвестиції (ПІІ) забезпечували ледь більше 2% валових інвестицій в основний капітал, у другій половині 1990-х рр. цей показник досягнув майже 8%, а в країнах із перехідною економікою

---

<sup>1</sup>Павлова С. В. Структура иностранных инвестиций и условия их привлечения в реальный сектор // Финансы. – 2002. – № 8. – С. 75.

<sup>2</sup>Richard Newfarmer. An International Investment Agreement. Promise and Potential Pitfalls // Development Outreach. Trade for Development. – 2003, July. – P. 22–23.

<sup>3</sup>Інвестологія: наука про інвестування: Навчальний посібник / За ред. докт. екон. наук, проф. С. К. Ревенчука. – К.: Атіка, 2001. – С. 38.

– понад 10%<sup>1</sup>. За розрахунками економічного радника Світового банку Річарда Ньюфармера (Richard Newfarmer, Economic Advisor, International Trade Department and Development Prospects Group, The World Bank), прямі іноземні інвестиції в країни, що розвиваються, зросли з 30 млрд. дол. США в 1990 р. до 180 млрд. дол. США у 1999 р., проте в 2002 р. інвестиції знизилися до 160 млрд. дол. США<sup>2</sup>.

У світовій науці сформувалися наступні теорії прямих іноземних інвестицій: теорія міжнародних портфельних інвестицій; теорія монополістичної переваги (Р. Вернон, С. Гаймер, Ч. Кіндлебер'єр); теорія інтерналізації прямих іноземних інвестицій і теорія еkleктичної парадигми прямих іноземних інвестицій (Дж. Даннин').

Еkleктична парадигма об'єднує положення теорій міжнародної торгівлі (порівняльної переваги), монополістичної переваги та інтерналізації<sup>3</sup>. Дж. Даннин' вважає, що прямі іноземні інвестиції здійснюють на підставі врахування трьох груп чинників: 1) переваги володіння (ownership advantages): преференційний доступ до ринків, фінансування, перевага від ефекту масштабу, маркетингова майстерність; 2) переваги розташування (location advantages): місткість ринку країни-реципієнта, податки, географічне положення, розвиненість інфраструктури; 3) переваги інтернаціоналізації (internalization advantages): самостійна діяльність дозволяє мінімізувати контрактний ризик, зменшити витрати обміну, збереження контролю тощо.

Переваги прямих іноземних інвестицій: 1) сприяють інтеграції національної економіки у світове господарство (підготовка кадрів, конкурентоспроможність продукції (послуг)); 2) розширюють сферу фінансування інвестиційного процесу (науково-технічний прогрес); 3) учасники процесу інвестування (капітали) зацікавлені й несуть відповідальність за використання коштів, а, відповідно, і за отримання прибутку (доходу); 4) залучається кваліфікована робоча сила, оскільки потрібний достатній науковий потенціал; 5) використання прямих інвестицій дає змогу доволі швидко наповнити внутрішній ринок товарами та послугами.

На нашу думку, прямі іноземні інвестиції (ПІІ) повинні стати джерелом нових капіталів для економіки України. На жаль, впродовж перших десяти років перехідного періоду, з точки зору макроекономічних показників, структура прямих іноземних інвестицій, що надходили в

---

<sup>1</sup>Бландіньєр Жан-Поль. Нестача прямих іноземних інвестицій в економіку України: чи винна в цьому держава // Тенденції української економіки. – 2002. – Лютий. – С. 4–5.

<sup>2</sup>Польские инвестиции заметили Украину // Украинская Инвестиционная Газета. – 2003. – № 38, 23 вересня.

<sup>3</sup>Економічний розвиток України після грошової реформи 1996 року // Вісник Національного банку України. – 2003. – № 10. – С. 45.

Україну, відображала більше інтереси транснаціональних компаній (ТНК), аніж відповідала пріоритетам державних інтересів. За оцінками експертів із макроекономічних питань Українсько-Європейського Консультативного Центру (UEPLAC), Європейський Союз є найбільшим інвестором України – 35% прямих іноземних інвестицій, відповідно США – 19% і Росія – 9%. Оскільки 17% інвестицій надходить з офшорних зон, то експерти вважають, що вони формувалися за рахунок зовнішньої торгівлі України, тому реальна частка Європейського Союзу становить майже 50%<sup>1</sup>. Українські інвестиції в Польщу у 2002 р. становили 1 млн. дол. США, польські в Україну – 98 млн. дол. США. Структура польських інвестицій в Україну становила: промисловий сектор – 41,5%; фінансовий сектор – 35,4%; торгівля – 15,3%, інші – 7,8%<sup>2</sup>.

За станом на 01.07.2003 р. структура прямих інвестицій в Україну така: США – 16 %, Кіпр – 10, Росія – 9, Велика Британія – 8, Віргінські острови (Брит.) – 8, Німеччина – 6, Нідерланди – 6, Швейцарія – 5, Австрія – 4, Південна Корея – 3, Польща – 2, Словаччина – 2, інші – 20%. Структура прямих інвестицій в Україну за видами економічної діяльності: харчова промисловість і переробка сільськогосподарської продукції – 14, гуртова торгівля і посередництво в торгівлі – 14, машинобудування – 8, металургія та обробка металів – 8, фінансова діяльність – 7, пошта і зв'язок – 5, хімічна та нафтохімічна промисловість – 4 та інші – 40 %<sup>3</sup>.

При виході на нові ринки транснаціональні компанії і банки здійснюють спочатку короткотермінові імпорتنі операції, спрямовані на отримання доходу без ризиків, властивих великим вкладенням капіталів, збір інформації та вивчення попиту. При вкладенні прямих іноземних інвестицій інвестори орієнтуються також на розміри ринку, які визначаються, як правило, здатністю населення до споживання (ПІІ на особу). Закритість ринків країн з трансформаційною економікою вимагала комплексності в оцінці ризиків, тому й відпрацьовувалися концепції залучення відповідних інституцій ринку, захисту прав власності й виключення можливості репатріації доходів.

Розвиток фондового ринку України сприяв залученню саме портфельних інвестицій. Портфельними інвесторами виступають великі фінансові інвестори (пенсійні фонди, інвестиційні банки (компанії)), які вкладають свій капітал у придбання частин акцій іноземних підприємств у розмірах, що не забезпечують права власності чи контролю над ними. Як правило, вони купують до 10% акцій підприємства (АТ), причому основна мета їхньої діяльності – купити акції якнайдешевше, а через певний період продати дорожче (при нагоді – у 2–3 рази). Портфельні

інвестиції здійснюють й у випадку, якщо законодавство країни обмежує можливість вкладення прямих інвестицій або інвестори зацікавлені в диверсифікації вкладень саме у різні галузі.

Слід враховувати, що іноземні інвестиції впливають і на прийняття політичних рішень, структуру ринку фінансового капіталу, розвиток конкуренції тощо. Ввезення та вивезення фінансових капіталів необхідно регулювати на законодавчому рівні. Доцільно обмежити можливість портфельних інвесторів швидко вивозити капітали і ввести певну процедуру узгодження процесу вивезення принаймні впродовж 1–3 місяців. У новій програмі приватизації в Україні на 2003–2008 рр. (на даний час вона ще у вигляді законопроекту) вилучено поняття «промисловий інвестор», оскільки виникли складності у його юридичному трактуванні, проте збережена альтернатива – торги з обмеженою кількістю учасників. Відповідно, при відборі на конкурсній основі можливих потенційних інвесторів варто враховувати не лише їхні потенційні інвестиційні пропозиції, а й умови закриття (ліквідації, реорганізації) діяльності (особливо, якщо це іноземні інвестори). Так, у процесі створення спільних підприємств іноземні інвестори (власники) на законодавчому рівні отримують гарантії збереження і прибутковості своїх вкладень (капіталів). Згідно зі змінами до Указу Президента України «Про додаткові заходи щодо залучення іноземних інвестицій в економіку України» від 7 липня 2003 р. передбачається створити до 1 січня 2004 р. акціонерне товариство «Агентство з питань іноземних інвестицій». Основними завданнями агентства є сприяння залучення іноземних інвестицій, формування привабливого інвестиційного іміджу держави та її регіонів, пошук потенційних інвесторів для вітчизняних суб'єктів підприємницької діяльності й захист прав інвесторів.

Глобалізація економічного життя дає змогу відомим фінансово-кредитним інституціям залучати додаткові матеріально-технічні та кредитні ресурси у сфері своєї діяльності з відповідною мінімізацією можливих ризиків на фінансових ринках країн з перехідною економікою (зауважимо, що за останні роки більшості з них надано статус «країна з ринковою економікою») та одночасно зміцнювати свої позиції у цих країнах (інвестувати у стратегічно привабливі підприємства, надавати широкий спектр фінансових послуг тощо). Залучення іноземних інвестицій в економіку сприяє усуненню диспропорцій її функціонування

---

<sup>1</sup>Кущин Н. А., Калужный В. В., Мозенков О. В., Балыкин В. Д. Сучасна теорія та практика оподаткування. – Харків: Прапор, 2001. – С. 504.

<sup>2</sup>Концепція реформування податкової системи України // Голос України. – 2000, 14 березня (Додаток).

та оптимізує взаємозв'язки – заборгованість одних операторів врівноважується кредитуванням інших, дефіцити торгового балансу представляють перерозподіл товарно-торговельних потоків на внутрішньому і зовнішньому ринках.

Важливою особливістю діяльності транснаціональних корпорацій (ТНК) у сучасних умовах господарювання є активна позиція у створенні інноваційних науково-дослідних центрів. На нашу думку, варто врахувати політику відомих компаній при втіленні національної економічної політики з метою більшої орієнтації на науково-технічний прогрес, який у подальшому сприятиме зростанню обсягів ВВП і, відповідно, фінансової могутності держави.

В економічній теорії інколи з'являються твердження, що для залучення інвестицій (фінансового капіталу) необхідно лише впорядкувати законодавство, а не підтримувати їх пільгове оподаткування, зниження митних зборів тощо. Протекціоністська політика більшості промислово розвинених країн доводить протилежне. На нашу думку, встановлення податкових пільг частково дестабілізує діяльність іноземних інвесторів, оскільки доволі часті зміни податкового законодавства та можливе скасування існуючих пільг дезорієнтують учасників інвестиційного процесу.

Світова практика показує, що інвестори планують свою діяльність на десять-двадцять років заздалегідь, тому вони зацікавлені не тільки у створенні спільних підприємств, податкових пільгах чи інших можливих зручностях «фінансових оаз», тому що вони, в основному, зорієнтовані на стабільність чинного законодавства, системи податків та обов'язкових відрахувань у дохід державного бюджету. Ми поділяємо точку зору економістів, які вважають, що в умовах відкритості та глобалізації світової економіки важливо враховувати порівняльний рівень оподаткування, оскільки надлишкове податкове навантаження в окремо взятій країні призводить до вивозу капіталу і міграції інтелектуального потенціалу<sup>1</sup>. Введення у дію Податкового кодексу України<sup>2</sup>, який стане єдиним нормативним документом, що регулює всю сукупність питань податкових стосунків і відповідає усталеним світовим

---

<sup>1</sup>Податки в Україні: від каральної до стимулюючої функції: Зб. наук. ст. / За ред. Я. А. Жаліла. – К.: Альтерпрес, 2003. – С. 59–60.

<sup>2</sup>Союловська А. М. Податкова система України: теорія і практика становлення. – К.: НДФІ, 2001. – 372 с.

<sup>3</sup>Союловська А. М. Податкова система України: теорія і практика становлення. – К.: НДФІ, 2001. – С. 302–310.

<sup>4</sup>Словник іншомовних слів / Уклад.: С.М. Морозов, Л.М. Шкарапута. – К.: Наук. думка, 2000. – С. 461.

стандартам, сприятиме поліпшенню інвестиційного клімату.

Проблематика податкової реформи є системною, оскільки пов'язана з макроекономічними змінами на державному рівні, зваженою фінансовою політикою, регуляторною і соціальною сферами. Розробка державного бюджету зростання потребує врівноваженої податкової політики. Основоположник соціального ринкового господарства Л. Ерхард зазначав, що система оподаткування повинна будуватися на наступних принципах: забезпечувати по можливості якнайменший податковий тиск і більш сприятливий розподіл доходів; не перешкоджати конкуренції; відповідати структурній політиці держави; поважати приватне життя людини; виключати подвійне оподаткування і гарантувати адекватність податків розмірам державних послуг<sup>1</sup>.

В економічній літературі проблематика податкової системи широко висвітлена в працях М. Я. Азарова, В. П. Завгороднього, В. Т. Ланового, А. І. Крисоватого, А. М. Соколовської<sup>2</sup>, В. М. Федосова. Теоретично можна об'рунтувати ідеальну податкову систему, що відповідає як фіскальним інтересам держави, так й економічним інтересам платників податків. Проте практично «дуалістична природа» податку (фіска і регулювання) потребує, відповідно, ефективної моделі оподаткування (структури податкової системи, об'рунтування доцільності податкового навантаження, формування відповідної бази оподаткування, ставок, пільг, способів сплати, визначеності спеціальних податкових режимів) і дотримання певних цивілізованих принципів економічної доцільності. А. М. Соколовська, досліджуючи принципи проведення податкових реформ в історичному ракурсі, зазначає, що на практиці податкові реформи виявилися компромісним поєднанням засобів і форм, пропонує представниками різних теоретичних концепцій<sup>3</sup>.

Принцип (від *εἶδος*. *principium* – засада, основа) – це основна особливість у будові чого-небудь<sup>4</sup>. Принцип фінансової справедливості, на наш погляд, полягає у забезпеченні узгодження економічних інтересів учасників процесу оподаткування з урахуванням запровадження різновекторної моделі оподаткування, уникнення можливих матеріальних уражень потенційних учасників ринку фінансового капіталу. Принцип фінансової справедливості вимагає залучення у податковий механізм прогресивних, пропорційних і регресивних податкових форм, що сприятиме врівноваженню податкової системи і удосконаленню

---

<sup>1</sup>Мордвинцев В. Государственные налоги и повинности монастырских крестьян Левобережной Украины в XVIII веке. – К.: Знання, 1998. – С. 5, 107.

<sup>2</sup>Курочкин В. В., Савельев С. С., Михина Е. В. Налог на недвижимость: итоги эксперимента // Финансы. – 2003. – № 8. – С. 31, 32.

податкового адміністрування.

Особливої уваги заслуговує стан і перспективи майнового оподаткування. В історичному ракурсі становище Гетьманщини в складі Російської держави після приєднання було визначено «Статтями» Богдана Хмельницького від 21 березня 1654 р. В Україні на підставі цих «Статей» у місцеву скарбницю стали збирати гетьманські податки, удосконалювалися різноманітні форми оподаткування, централізації фінансового управління й секуляризації церковного майна. Зростання державних повинностей, високі розміри податей, жорсткий порядок збору податків і стягнення недоїмок, посилення феодалної експлуатації погіршували становище населення. У другій половині XVIII в. на Лівобережжі характерним було зрівняльне ставлення до усіх феодално-залежних станів («хатнє» обкладання)<sup>1</sup>.

Запровадження мораторію на введення податку на нерухомість в Україні потребує системного вивчення перспектив його застосування. Враховуючи досвід Російської Федерації (проведення практичного експерименту введення податку на нерухомість у м. Нижній Новгород)<sup>2</sup>, варто узгодити єдину концепцію введення податку на нерухомість; розробити чітку методику оцінки об'єктів нерухомості; запровадити єдиний кадастр і систематизувати технічний облік об'єктів нерухомості. Даний податок має сприяти виконанню дохідної частини місцевих бюджетів і використовуватися на вирішення соціальних проблем реґіонів.

Фінансова наука приділяє особливу увагу узгодженості й доцільності застосування прямого й непрямого оподаткування в економічній системі держави. У 1733 р. Вальполь об'рунтував доцільність скасування всіх податків і введення єдиного податку на споживання, але проект був відхилений, оскільки викликав «найсильніше народне невдоволення». На початку XIX ст. в Іспанії було запропоновано проект заміни всіх податків акцизом на тютюн. Пфейффер (у праці про державні доходи, що вийшла у 1866 р.) виходив з міркування, що податок, який узгоджується з витратами, є найбільш справедливим і рівнозваженим. Становлення державних монополій зумовлено фіскальною доцільністю, оскільки можливість декретування підвищених цін дає змогу державі (як монополісту) отримувати додатковий (монопольний) прибуток. П.

---

<sup>1</sup>Микєладзе П. В. Косвенные налоги. – Ленинград: Финансовое издательство НКФ СССР, 1927. – С. 12, 13, 34, 45.

<sup>2</sup>Державний промисловий податок. Склали П. Рубановський та Д. Холодний. – Харків: Укрфілія Дерфінвидаву СРСР, 1930. – С. 5.

<sup>3</sup>Там само. – С. 24, 27.

Мікеладзе в праці «Непрямі податки» (1927 р.) зазначав, що такий дохід державі важко було б отримати у формі податку, оскільки діє закон конкуренції. Держава здійснює наступні заходи: передає монополії на відкуп, застосовує змішану форму управління монополіями шляхом створення акціонерних товариств за участю державного капіталу, яким і передається право монополії<sup>1</sup>. Отже, непрямі податки гарантують відповідні фіскальні вигоди для держави.

Згідно зі Статутом про державний промисловий податок (редакція чинна на 3.04.1930 р.) усі підприємства (у тому числі кооперативні організації) та позначені в доданому розписі особисті промисли підлягають державному промислому оподаткуванню. Оподатковуються обороти підприємств та організацій за поточний окладний рік. Розмір податку визначається у відсотковому відношенні до обороту, а для особистих промислів – у твердих ставках. Ставки податку у відсотковому відношенні до оподаткованого обороту для державних підприємств і кооперативних організацій залежно від категорії (I–XVI) встановлені 1,6–14,8%, а для приватних підприємств – 2,4–29,6%<sup>2</sup>. Як бачимо, ставки встановлювалися залежно від форм власності, але поступово дана диференціація була законодавчо скасована (разом зі зменшенням кількості приватних підприємств у середині 1920-х рр.).

Відповідно до ст. 25 Додатку № 2 до Статуту звільняються від промислового податку наукові й науково-технічні установи, бюро експертизи, дослідно-показові виробництва і лабораторії, які належать державним науково-технічним установам та їхнім об'єднанням і безпосередньо ними експлуатуються. Також звільняються приватні будівельні контори – згідно з Постановою про заходи заохочування будівництва житла за рахунок приватного капіталу<sup>3</sup>. Збереження податкових пільг для сприяння інноваційного розвитку держави і поліпшення житлової ситуації залишається актуальною проблемою і в сучасних умовах господарювання. Встановити пільги на оподаткування прибутків фінансових інституцій, отриманих унаслідок надання довготермінових кредитів (інвестицій), спрямованих на реалізацію інноваційної моделі розвитку економіки.

Підсумовуючи, наголосимо, що макроекономічна стабілізація в Україні залежить від ефективності подальшого запровадження моделі політики економічного зростання, яка ґрунтується на ліберальній моделі

---

<sup>1</sup>The Europa World Year Book 1999. – Volume II. – Europe Publications Limited, 1999. – P. 3582.



грошово-кредитної політики (частковому використанню і поєднанню інфляційного та дефляційного ресурсів) та розвитку цивілізованого ринку фінансового капіталу. Обрана динамічна інноваційна стратегія спрямована не лише на подолання суспільних деформацій, що виникли в процесі кардинальних соціально-економічних реформ, а й на створення підстав для взаємодії державного і приватного секторів економіки. Інноваційний підхід до розвитку економіки вимагає визначення порядку повернення у власність держави контрольних пакетів акцій нерентабельних високотехнологічних підприємств або передачі їх іншим фінансово спроможнішим власникам.

У процесі наукового дослідження необхідно враховувати різнобічні економічні інтереси учасників ринку фінансового капіталу. Інвестори (юридичні та фізичні особи) зацікавлені в наявності інформації про прибутковість і можливі ризики при розміщенні інвестицій; фінансові інституції – у вчасному поверненні позичок, виплаті відсотків; держава – у стабільності ринку фінансового ринку та проведенні соціально спрямованої загальнодержавної політики. Європейський вибір України вимагає узагальнення тенденцій розвитку даного ринку в країнах Європейського Союзу, головною особливістю якої є керована глобальна інтеграція у поєднанні з наступальним розвитком новітніх інформаційних технологій, модифікованих фінансових продуктів (сервісні формування) та введенням єдиної валюти (євро).

В умовах загострення міжнародної конкуренції основними стратегічними завданнями у сфері соціально-економічного розвитку України повинні стати суттєві зміни в макроекономічній орієнтації економіки, податковій, грошово-кредитній, валютній і соціальній політиці та зовнішній торгівлі. Держава повинна сприяти відродженню вітчизняного виробництва, поглибленню процесів реформування та законодавчого забезпечення організаційної економічної трансформації з урахуванням світового досвіду.

Становлення ринку фінансового капіталу в Україні пройшло складний період, оскільки в умовах економічної нестабільності, гальмування інвестиційної діяльності, зносу виробничих фондів підприємств та знецінення заощаджень населення внаслідок інфляції значно скоротилися грошові нагромадження. До 1991 р. індекс інфляції не розраховувався, а сама інфляція практично була відсутня. За даними «The Europa World Year Book 1999» інфляція в 1992 р. становила 1210%, у 1993 р. – 4735%, 1994 р. – 891%, 1995 р. – 377% і 80% в 1996 р.<sup>1</sup> Індекс споживчих цін за період із січня 1998 р. по грудень 2003 р. становив 205,3%; індекс інфляції у грудні 2003 р. – 101,5% порівняно з листопадом 2003 р. (див. додаток 6).

## 2.2. Роль приватизаційних процесів у формуванні фінансового ринку

«... право на вигоди від багатства,  
або, коротко, право на саме багатство,  
називають «правом власності»  
або просто «власністю»

«The Purchasing Power of Money. Its Determination and Relation to Credit Interest and Crises by Irving Fisher» (1911)<sup>1</sup>.

Проблематику приватної власності досліджували В. Будкін<sup>2</sup>, Г. Демсець, С. Мочерний, Ернандо де Сото, Й. Шумпетер та ін. Ернардо де Сото у праці «Загадка капіталу. Чому капіталізм тріумфує на Заході і зазнає поразки в усьому іншому світі» зазначає, що «сфера відносин власності – це є той самий простір, у якому використовуються активи, складаються всілякі комбінації і встановлюється зв'язок з іншими активами. У цьому просторі й виникає капітал»<sup>3</sup>.

Становлення приватної власності тісно пов'язане з процесом приватизації. Перехід до ринкової економіки в країнах з перехідною економікою нерозривно пов'язаний з перетворенням частини державної власності у власність колективів, організацій та громадян, з формуванням нових організаційних форм господарювання та цивілізованих інституцій ринку. Загалом, реструктуризація господарського комплексу спрямована на розвиток економічної ініціативи, максимальну мобілізацію ресурсів та стимулів використання досягнень науково-технічного прогресу. В. М. Ємченко в монографії «Методологічний аналіз відносин власності» (1974 р.) зазначено, що «кожний реально існуючий об'єкт має багато типів структурних відносин. Щодо власності, то одним із основних її структурних типів є той, що розкриває відносини привласнення, відчуження і управління»<sup>4</sup>. У більшості постсоціалістичних країн ринкові перетворення розпочалися з вирішення проблем власності шляхом приватизації саме державної власності. Економічні масштаби та політична ситуація у колишньому СРСР в умовах проголошення перебудови потребувала певного

---

<sup>1</sup>Фишер Ирвинг. Покупательная сила денег. Её определение и отношение к кредиту, проценту и кризисам / Пер. с посл. амер. издания К. Г. Фокина. Под ред. и с предисл. проф. В. Я. Железнова. – М.: Финансовое издательство НКФ СССР, 1925. – С. 5.

<sup>2</sup>Будкін В. Передумови і результати трансформації власності у постсоціалістичних державах // Економіка України. – 2002. – № 5. – С. 76–83.

<sup>3</sup>Эрнандо де Сото. Загадка капитала. Почему капитализм торжествует на Западе и терпит поражение во всем остальном мире / Пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2001. – С. 53.

<sup>4</sup>Ємченко В. М. Методологічний аналіз відносин власності. – К.: Вид-во «Наукова думка», 1974. – С. 31.

етапу адаптації до нових обставин діяльності, а тому у процесу приватизації передували зміни в законодавстві, зокрема у сфері зовнішньоекономічної діяльності.

Постанова ЦК КПРС і Ради Міністрів СРСР «Про додаткові заходи з удосконалення зовнішньоекономічної діяльності в нових умовах господарювання» від 17 вересня 1987 р. № 1074 визначила необхідність поглиблювати і розвивати господарську співпрацю із соціалістичними країнами, використовуючи в співробітництві різноманітні ефективні форми спільної господарської діяльності у виробництві, науково-технічному співробітництві, зовнішній торгівлі, фінансово-кредитній сфері, включаючи створення акціонерних товариств та розвиток інших форм інвестиційно-комерційної діяльності<sup>1</sup>.

Передбачено вважати за можливе звільняти спільні підприємства від сплати податку на прибуток впродовж перших двох років з моменту отримання задекларованого прибутку; з метою використання сприятливих змін у кон'юктурі світового ринку та розвитку прямих зв'язків та інших ефективних форм господарської взаємодії спрямовувати на експорт продукцію, виготовлену понад державне замовлення і зобов'язання за внутрішніми господарськими договорами; спростити порядок використання коштів валютних фондів виробничо-промислових об'єднань та установ (зокрема, закуповувати продукцію без будь-якого узгодження через відповідні зовнішньоторговельні об'єднання Міністерства зовнішньої торгівлі СРСР).

В Україні складною залишається проблематика становлення приватної власності, а особливо приватизації державної власності. На жаль, сталося так, що більшість економічних перетворень у сфері приватизації залежать не стільки від обраного механізму процесу роздержавлення, скільки від політичної ситуації. Здійснюється застереження Нобелівського лауреата у галузі економіки Ду'ласа Норта, що «...особи та організації, що набрали сили в певній системі, завжди докладають максимум зусиль для збереження цієї системи»<sup>2</sup>.

Проблематиці приватизації державної власності присвячено ґрунтовні дослідження у вітчизняній і зарубіжній літературі. Зокрема, у працях вітчизняних учених-економістів Д. Богині<sup>3</sup>, В. В. Засанського,

---

<sup>1</sup>Механизм внешнеэкономической деятельности. Сборник документов. – М.: Изд-во «Правда», 1988. – С. 53–55.

<sup>2</sup>Фридман Р., Рапачинський А. Приватизація у Східній Європі: чи всі можливості держави вичерпано / Пер. з англ. – К.: Основи. – 1995. – С. 9.

<sup>3</sup>Богиня Д., Волинський Г. Соціально-економічні аспекти великої приватизації: цілі і результати. // Економіка України. – 2002. – № 12. – С. 35–42.

<sup>4</sup>Іванов М. Приватизація державної власності // Економіка України. – 2001. – № 4. – С. 23–30.

М. Іванова<sup>4</sup>, В. Ларцева<sup>1</sup>, В. Магаса<sup>2</sup> розглядаються основні соціально-економічні етапи приватизації державної власності; зарубіжні вчені В. Бірюков<sup>3</sup>, Д. А. Одеремі, Х. А. Бакаре<sup>4</sup>, А. Рапачинський, В. Таджер, Р. Фрідман більшу увагу приділяють висвітленню різноманітних стратегій і концепцій приватизації з урахуванням світового досвіду. В. В. Засанський запропонував розробити генеральну програму приватизації – «Конституцію приватизації», яка повинна включати основні принципи, на основі яких мала здійснюватися приватизація у всіх регіонах і областях України<sup>5</sup>.

З процесом приватизації тісно пов'язаний розвиток світового ринку фінансового капіталу. Відомий словник «The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law» (1996 р.) трактує приватизацію (privarization) як передачу урядом власності приватним структурам<sup>6</sup>. Так, за 1980–1987 рр. капіталізація Лондонської фондової біржі зросла на 700%, а чисельність акціонерів у Великій Британії – відповідно з 2 до 9 млн. осіб<sup>7</sup>. В Україні нараховується понад 19 млн. акціонерів, які стали «пасивними» учасниками ринку фінансового капіталу в процесі приватизації державної власності та створення відкритих акціонерних товариств (ВАТ).

Згідно зі статтею 2 Закону України «Про приватизацію державного майна» від 4 березня 1992 р. № 2163-XII (нова редакція від 19 лютого 1997 р. № 89/97-ВР) визначено наступні принципи приватизації: законність, державне регулювання та контроль, надання громадянам України пріоритетного права на придбання державного майна,

---

<sup>1</sup>Ларцев В. Основні особливості етапів приватизації // Економіка України. – 2001. – № 3. – С. 43–50.

<sup>2</sup>Магас В. Теоретичні проблеми неконкурентної приватизації // Економіка України. – 2001. – № 8. – С. 42–49.

<sup>3</sup>Бирюков В., Кузнецова Е. Госсобственность и госсектор в рыночной экономике // Мировая экономика и международные отношения. – 2002. – № 3 – С. 14–21.

<sup>4</sup>Одеремі Д. А., Бакаре Х. А. От А до Я об акциях и фондовых биржах. Как использовать приватизацию и заставить Ваши сбережения работать на Вас. – Харьков: ФОРТ Лтд, 1992. – 152 с.

<sup>5</sup>Засанський В. В. Роздержавлення та приватизація – основа реформування економіки України. – Львів: Кальварія, 1996. – С. 79.

<sup>6</sup>The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law / Edited by Peter Newman, Vol 2, 1996. – P. 12.

<sup>7</sup>Государство – самый неэффективный собственник. // Украинская Инвестиционная Газета. – 2000. – № 23, 13 июня.

<sup>8</sup>Закон України «Про приватизацію державного майна» від 4 березня 1992 року № 2163-XII (нова редакція від 19 лютого 1997 р. № 89/97-ВР).

пріоритетного права трудових колективів на придбання майна своїх підприємств, створення сприятливих умов для залучення інвестицій та інші<sup>8</sup>. Загалом, приватизація сприяла відродженню вітчизняного виробництва, поглибленню процесів реформування та законодавчому забезпеченню організаційної економічної трансформації з урахуванням світового досвіду. Проте використання загальноприйнятих моделей приватизації у кожній країні було модифіковано і стало новою складною сферою наукових досліджень.

На початку вітчизняного процесу приватизації передбачалося, що так звану «велику» приватизацію можна буде ефективно здійснити шляхом продажу акцій державних підприємств за приватизаційні цінні папери, а потім розпочати операції з ними на біржі. Так, у 1993 р. було приватизовано 909 об'єктів великої та середньої приватизації, у 1995 р. – 2092, 1997 р. – 1165, 1999 р. – 288 і у 2001 р. – 107 (див. додаток 1).

Згодом стало очевидним, що даний процес має складніший характер, і тому він спростував застосування догматичного підходу. Болгарський економіст В. Таджер у праці «Приватизация. Превръщане на държавна и общинска собственост в частна» (1992 р.) зазначає, що у постсоціалістичних країнах було більшість прихильників приватизації державної власності з дотриманням соціального принципу, тобто безоплатного підходу<sup>1</sup>. Зазначимо, що дослідження Світового Банку свідчать, що пріоритетним прямий продаж великих і середніх підприємств був в Болгарії, Угорщині, Латвії, Польщі, Естонії, Казахстані і Таджикистані; приватизація шляхом розміщення приватизаційних цінних паперів (ваучерів) здійснювалася в Боснії і Герцеговині, Литві, Чеській Республіці, Азербайджані, Вірменії, Грузії і Молдавії; передача акцій у власність керуючих і працівників підприємств широко застосовувалася в Албанії, Македонії, Румунії, Словенії, Хорватії, Білорусії, Російській Федерації, Туркменістані, Узбекистані і Україні (див. додаток 3).

Основні завдання приватизації полягали в оздоровленні економіки, встановленні законодавчо-правової та фінансово-економічної стабільності в Україні. Програмою приватизації передбачалося, що частка державного майна може зменшитися в січні 1993 р. до 92%, у січні 1994 р. – відповідно до 81%, а у січні 1995 – до 66%. У 1994 р. методи приватизації відрізнялися не лише по галузях, а й у межах однієї галузі. Особлива увага приділялася врахуванню фінансового стану підприємств.

---

<sup>1</sup>Таджер Витали. Приватизация. Превръщане на държавна и общинска собственост в частна. – София: Издателство «Пепикан Алфа», 1992. – С. 41–43.

<sup>2</sup>Григоренко Є. Приватизацію гальмують місцеві ради // Прес клуб. – 1995. – № 20.

Так, дослідження Ради з вивчення продуктивності праці Національної Академії наук України свідчать, що продуктивність праці у недержавному секторі машинобудування в 1,49 разу вища, ніж у державному, а фондовіддача – в 1,6 разу?

	1996 р.	1997 р.	1998 р.	1999 р.	2000 р.	2001 р.	2002 р.	2003 р.
Вартість майна, що підлягає приватизації в Україні у 1996 р. становила 5768,4 млн. грн., у 1998 р. – 2528,8 млн. грн., у 1999 р. – 2032,0 млн. грн., у 2000 р. – 1062,3 млн. грн., у 2001 р. – 6246,6 млн. грн., у 2002 р. – 731,3 млн. грн., у 2003 р. – 2458,8 млн. грн.	5768,4	5049,9	2528,8	2032,0	1062,3	6246,6	731,3	2458,8
Міжурядні надходження з державних коштів від продажу об'єктів, які змінили форму власності	381,2	252,5	145,9	182,3	275,7	377,5	487,5	859,3
<b>Вартісні показники реформування власності об'єктів,</b>								
Вартість майна, що плануються до продажу за грошові кошти акціонерними товариствами, які розпочали процес приватизації	850,2	1059,1	943,2	926,6	263,2	3006,9	162,3	1575,1

\*Джерело: <http://www.ukrstat.gov.ua>.

Постанова Кабінету Міністрів України «Про затвердження перетворення в процесі приватизації державних підприємств у відкриті акціонерні товариства» від 7 грудня 1992 р. № 686 втратила чинність на підставі введення в дію Постанови Кабінету Міністрів України «Про затвердження Порядку перетворення у процесі приватизації державних підприємств, орендних підприємств і підприємств зі змішаною формою власності у відкриті акціонерні товариства» від 11 вересня 1996 р. № 1099, яка чіткіше деталізувала положення з урахуванням нового етапу процесу приватизації.

У 1998 р. в Україні із закінченням останнього терміну сертифікатної приватизації розпочався наступний її етап. З огляду на стан економіки і виявлені недоліки цього виду приватизації державними органами влади було прийнято рішення про закінчення термінів обігу різноманітних приватизаційних сертифікатів. Основним недоліком здійсненої паперової приватизації було розпорошення акціонерного капіталу у поєднанні з тим, що стало неможливим для більшості акціонерів отримати дивіденди. Як правило, на загальних зборах акціонерів

приймалися рішення про спрямування всього прибутку акціонерних товариств на розвиток виробництва. Зауважимо, що подібне рішення приймало обмежене коло власників великих пакетів акцій, зокрема, директорат (вищий менеджмент) підприємств, а голос пересічних акціонерів залишався формальним правом без будь-якого впливу на розподіл і спрямування прибутків.

Експерти Центрального Європейського Університету (ЦЕУ, Угорщина) зауважили, що в Україні мала місце спонтанна приватизація (хоча дехто і вважає її найважливішою) – керівництво підприємства (а інколи і його працівники) різними напівлегальними або нелегальними способами набували права власності на активи свого підприємства (АТ)<sup>1</sup>. Спонтанну приватизацію в Болгарії називали «тихою» або «нелегальною» приватизацією. Однак «тиха» приватизація не була пов'язана з порушенням законів, оскільки базувалася на нормативних актах (головним чином постановою Ради Міністрів), які не передбачали відкритого для всього населення продажу державного майна на конкурсній основі. В основному у «нелегальна» приватизація стосувалася передачі майна з порушенням чинного законодавства.

З точки зору сьогодення, сертифікатна приватизація була невдалою спробою швидко передати державне майно у власність народу, тобто всім громадянам України за станом на 1 січня 1992 р. З її наслідків видно, що і методика оцінки державного майна (державні оцінювачі скористалися тільки чотирма арифметичними операціями при визначенні загальної величини національного багатства України), й номінальна ціна майнового приватизаційного сертифікату як частки від поділу вартості державного майна на кількість громадян призвели до нівелювання власне поняття приватизації. Державний діяч і мислитель Франції (1750–1770 рр.)

А.-Р. Ж. Тюр'о в праці «Роздуми про створення і розподіл багатства» (параграф 12 «Нерівність у розподілі власності, причини неминучості такого порядку») (це стосувалося права власності на землю – *l'èdèl . àâð* ) зазначав, що основною причиною нерівності у володінні власністю є «протилежність розсудливості, дієвості та особливої ощадливості

---

<sup>1</sup>Фрідман Р., Рапачинський А., Ерл Дж. Приватизація в Росії, Україні та країнах Балтії / Пер. з англ. М. Коринської, Л. Тарахан, Р. Ткачука, В. Чемезової. – К.: Основи, 1994. – С. 144.

<sup>2</sup>Тюрго А.-Р. Избранные экономические произведения. – М.: Изд-во соц.-эконом. литературы, 1961. – С. 100–101.

<sup>3</sup>Фишер Ирвинг. Покупательная сила денег. Ее определение и отношение к кредиту, проценту и кризисам / Пер. с посл. амер. издания К. Г. Фокина. Под ред. и с предисл. проф. В. Я. Железнова. – М.: Финансовое издательство НКФ СССР, 1925. – С. 5–6.

одних і безтурботності, неробства й марнотратності інших»<sup>2</sup>.

На практиці майнові приватизаційні сертифікати скуповувалися через фірми-посередники і потрапляли у користування або директорів підприємств, або новітніх підприємців, тобто приватизаційні папери стали дешевим засобом передачі акцій від одних власників до інших, проте у багатьох випадках вони поверталися до директорату підприємств, посилюючи їхню адміністративну владу матеріальними засобами впливу на підприємства та працівників. Відповідно, вищий менеджмент скористався правом надбання власності. «Одиниці власності є не фізичними одиницями, – писав Ірвін' Фішер, – а полягають у відвернених правах на доходи від багатства»<sup>3</sup>.

З 1999 р. державні підприємства України спіткала інша крайність у здійсненні приватизації – приватизація тільки за гроші (шляхом викупу, продажу на аукціоні чи за конкурсом). На нашу думку, на даному етапі приватизації недостатньо було науково об'рунтовані можливості оптимізації як продажу об'єктів за гроші, так і передачі на безкоштовній основі з урахуванням соціальної значущості об'єктів державної власності. Варто зазначити, що під табу потрапило питання про доцільність декларування коштів учасників процесу придбання державного майна.

Змінився засіб обміну, але було зроблено мало для цілеспрямованого розвитку ринку цінних паперів як запоруки успіху приватизації як важеля економічного зростання. Оскільки змінилася схема пільгового продажу і за акції потрібно було платити 750 грн. за номіналом, то зменшилася кількість бажаючих осіб купувати акції. Пізніше змінилася і квота: працівники мали право придбати акції на суму 14 неоподаткованих мінімумів (765 грн.) й оплата становила половину номінальної вартості акцій. На рівні задумів ситуація поволі змінювалася щодо піклування державних структур про акціонерів, тому що на часі постало обговорення пропозиції щодо запровадження обов'язкової виплати дивідендів у розмірі 25% прибутків акціонерного товариства (АТ). На наш погляд, у цьому випадку слід проявити гнучкість і Законом України «Про захист прав акціонерів» (назва є умовною – *ї дєї . ааò .*) чи в новій редакції Закону України «Про акціонерні товариства» дозволити загальним зборам акціонерів спрямовувати визначену частку прибутків на виплату дивідендів (для України – це не менше 20–30%).

У протилежному випадку вимога про обов'язкову виплату дивідендів у визначеному розмірі для всіх видів акціонерних товариств України може спричинити прихований спротив її виконанню, а сам директорат



підприємств докладе усіх зусиль, щоб мінімізувати прибутки, збільшивши, наприклад, матеріально-технічні (фінансові) резерви й видатки на втілення соціальних програм, спрямованих тільки на поліпшення діяльності підприємств і закріплення висококваліфікованих кадрів (знову залишивши пересічних акціонерів в очікуванні дивідендів).

Трудові колективи роздержавлених підприємств, як правило, вимагають збільшення оплати праці, поліпшення соціальних умов життя та забезпечення соціальних гарантій у випадку можливого збільшення. Цілком природно, що вони не зважають на економічні інтереси зовнішніх акціонерів, якими під час приватизації в Україні стали працівники невиробничої сфери, пенсіонери та молодь, або потенційних інвесторів, які викупили частки державного майна під інвестиційні зобов'язання. На нашу думку, досвід більшості країн, які проходять процес приватизації, свідчить, що пошук поєднання економічних інтересів акціонерів приватизованих підприємств із зовнішніми акціонерами, які в майбутньому зможуть стати основними потенційними інвесторами, є чи не найважливішим фінансовим питанням, яке потребує ґрунтовного наукового дослідження. Зовнішні акціонери будуть зацікавлені у розвитку підприємства лише при умові стабільності його фінансово-економічного стану, наявності кваліфікованого управлінського персоналу та збереження дієздатного колективу працівників. Негативною є практика недопущення зовнішніх акціонерів до управління та звітності відкритих акціонерних товариств.

Однією зі складових ринкових перетворень є приватизація стратегічно важливих підприємств (підприємств загальнодержавного значення), які виступають потужними учасниками ринку фінансового капіталу. Їхня висока вартість і відносна обмеженість вітчизняного фінансового капіталу, що був залучений у процесі приватизації, призвели тільки до часткового продажу стратегічних об'єктів іноземним інвесторам, а також до поетапного здійснення заходів, спрямованих на пролонгацію приватизації потенційно прибуткових об'єктів. Затягування даного процесу значно звузило межі узгодження економічних інтересів. Нагромадилися фінансово-господарські проблеми. Зокрема, в 2002 р. у ВАТ «Дніпровський металургійний комбінат імені Дзержинського» зросла заборгованість по податку на додану вартість, а у ВАТ «Росава» виникли судові позови з приводу продажу за борги (див. додаток 2).

Поступово трудові колективи підприємств (АТ) почали активніше

---

<sup>1</sup>Чому уряд має намір продавати «Криворіжсталь»? // Голос України. – 2003. – № 178, 23 вересня.

<sup>2</sup>Ємченко В. М. Методологічний аналіз відносин власності. – К.: Вид-во «Наукова думка», 1974. – С. 159.

відстоювати власні інтереси, протидіяти непрозорим схемам приватизації, що загострює соціальну напруженість у суспільстві. Згідно з розпорядженням Кабінету Міністрів України «Про затвердження плану-графіку передприватизаційної підготовки Криворізького державного гірничо-металургійного комбінату «Криворіжсталь» від 6 серпня 2003 р. № 490-р при Міністерстві промислової політики України (власник комбінату) було створено робочу групу для підготовки проекту плану передприватизаційної підготовки. Проте колектив підприємства вважає недоцільним проведення приватизації, оскільки є достатньо власних фінансових ресурсів для технічного переозброєння й реконструкції підприємства (у 2003 р. на відповідні заходи освоєно 612 млн. грн. при запланованих 950 млн. грн.), а також відсутня кредиторська заборгованість перед банками<sup>1</sup>.

Власність – це узагальнення історії і логіки суспільного розвитку<sup>2</sup>. Проблематика системної єдності відродження виробничого потенціалу й пошук реального власника стають особливо актуальними в процесі підготовки вступу України до Світової організації торгівлі (СОТ), оскільки більшість стратегічних об'єктів при обов'язковому скасуванню діючих пільг, наявності неповернення державою податку на додану вартість (ПДВ) не зможуть витримати цінової конкуренції. У 2004 р. передбачається скасувати дискримінаційні податкові пільги з ПДВ на суму приблизно 2 млрд. грн., а з податку на прибуток – 1,5 млрд. грн.

Постіндустріальна та інформативна економіка потребує значних фінансових капіталів для підтримання інноваційного розвитку. В 1990-х рр. вітчизняна банківська система, в основному, розвивалася незалежно від промисловості, оскільки більшу частку доходів вона отримувала на грошовому ринку. За останні роки зросла взаємозалежність між банками і підприємствами (АТ), а тому від їхньої співпраці значною мірою залежить підготовленість промислових гігантів до появи конкурентів на ринку внаслідок набирання чинності домовленостей зі СОТ.

Водночас надання підприємству фінансової підтримки або кредитів від інвесторів можливе не тільки у випадку отримання ними в майбутньому матеріальної віддачі за використання їхніх коштів, а, значною мірою, й від правового врегулювання права контролювати діяльність приватизованого підприємства, права продажу своїх акцій через фондову біржу іншим інвесторам тощо.

Основне завдання приватизації – пошук реального власника. У більшості країн з перехідною економікою процес приватизації відбувається під наглядом державних органів влади. Особливо важливо, на нашу думку, слідкувати і керувати не лише самим процесом

роздержавлення власності, здійснювати фінансовий аналіз післяприватизаційної підтримки підприємств (АТ), а й доцільно вдатися до націоналізації у випадку економічної необхідності. Постановою Кабінету Міністрів України «Про затвердження Методики оцінки майна» від 10 грудня 2003 р. № 1891 передбачається оцінка майна у наступних випадках: приватизації (корпоратизації); створення підприємств (господарських товариств) на базі державного та комунального майна; визначення вартості внесків учасників (засновників) господарських товариств у разі, коли до їхнього статутного фонду вноситься державне (комунальне) майно; а також повернення об'єктів приватизації у державну власність.

Важливою фінансовою проблемою залишається пошук механізму надання державних капіталовкладень та залучення державних інвестиційних ресурсів на ринок фінансового капіталу. Варто переглянути діючу концепцію надання бюджетних дотацій, субсидій і пільгових кредитів, том у деякі вітчизняні економісти пропонують значно скоротити їхні обсяги<sup>1</sup>. На нашу думку, не можна погодитися з цією точкою зору, оскільки в країні є великий попит саме на державні інвестиційні ресурси.

Заслужовує на ґрунтовне вивчення й проблематика фінансових відносин у процесі приватизації. З одного боку, надходження від продажу об'єктів приватизації у дохід державного бюджету, а з іншого – фінансове забезпечення діяльності приватизованих підприємств. Від приватизації банку Парібас (Paribas) французький уряд отримав 4 млрд. дол. США, концерн Бритіш Гес (British Gas) було продано за 12 млрд. дол. США, а державний бюджет Японії отримав 15 млрд. дол. США від приватизації корпорації НТТ (NTT).

У 2000 р. приватизовані підприємства в Україні випускали 55% промислової продукції і за обсягами виробництва переважали державні підприємства в 1,7 разу<sup>2</sup>. Відповідно до прийнятої державної програми приватизації за три роки (2000–2003 рр.) у бюджет повинна була надійти сума, еквівалентна 3 млрд. дол. США, що у 10 разів більше, ніж за вісім попередніх років приватизації<sup>3</sup>. Проте за цей час від продажу об'єктів державної власності отримано лише 32% від запланованих грошових надходжень. Крім цього, у 2002 р. надходження від біржового продажу

<sup>1</sup> І знову СЕЗ: Моніторинг + мораторій // Економіст. – 2003. – № 6. – С. 12–15.

<sup>2</sup> Приватизация становится рычагом для подъема экономики Украины // Украинская Инвестиционная Газета. – 2000. – № 19, 16 мая.

<sup>3</sup> Государство – самый неэффективный собственник // Украинская Инвестиционная Газета. – 2000. – № 23, 13 июня.

<sup>4</sup> Пархомчук Д. Приватизация большинства стратегических предприятий отложена по решению правительства / Украинская Инвестиционная Газета. – 2002. – № 39. – С. 17–18.

зменшилися у 5 разів і лише третина оголошених конкурсів закінчилася підписанням угод купівлі-продажу (за 7 місяців 2002 р. отримано 8% запланованих від приватизації коштів)<sup>4</sup>. Це було зумовлено відтермінуванням приватизації стратегічних об'єктів, невиконаннями інвестиційних зобов'язань потенційними власниками, протиріччями чинного законодавства тощо. Проте вже за січень–вересень 2003 р. від приватизації в дохід бюджету надійшло 1,59 млрд. грн.

Особливо важливу роль відіграє правильність вибору методів проведення приватизації державної власності, оскільки від цього залежить становлення інституту приватної власності. Приватизація – складний і тривалий процес, особливо багато суперечностей виникає при зміні форм власності стратегічних підприємств. У 2002 р. держава приділяла значну увагу приватизації стратегічно важливих об'єктів з метою забезпечення надходження до бюджету 5,8 млрд. грн. в основному від продажу пакетів акцій ВАТ «Укртелеком» (пакет акцій, запланованих до продажу, становив 42,86%; передбачувана сума від продажу – 2 млрд. грн.), компанії UMC (відповідно – 25% та 260 млн. грн.), контрольних пакетів акцій 12 енергорозподільних компаній (25–75% та приблизно 2,6 млрд. грн.) та пакету акцій холдингової компанії «Укррудпром».

Проте Кабінет Міністрів України прийняв рішення не продавати ВАТ «Укртелеком» у зв'язку з несприятливою кон'юнктурою ринку. Щодо зупинення продажу компанії UMC (підпорядкована Держкомзв'язку України), то аргументом стала проблематичність продажу окремо чи разом (як єдиний майновий комплекс) із ВАТ «Укртелеком». Значні непогашені борги та невпорядкованість нормативної бази зумовили зупинення приватизації у системі облэнерго.

ВАТ «Укртелеком» (статутний фонд становить 4,7 млрд. грн.: 50% +											
1 акція належить державі, 7,14% акції на пільгових умовах продано											
працівникам товариства) заплановано підготувати до продажу в 2004											
р. <sup>1</sup> Згідно з умовами конкурсу приватизації можуть прийняти участь											
інвестори з доходом не менше 1 млрд. дол. США, отриманих впродовж											
останніх трьох років, а також передбачено відповідні кваліфікаційні											
умови Кон'юнктура ринку для продажу великого пакета акцій оператора											
затримується несприятливою, оскільки, наприклад, потенційний											
покупець «Доиче Телеком» продає сво портфельні активи для											
получення свого фінансового стану											
90449	3593	8249	16211	19434	8494	5371	5177	5201	6023	6150	6546
24025	1624	2731	4098	4503	1880	1683	1488	1398	1556	1461	1405
6824	1388	5018	12113	14331	6614	3688	3689	3605	4467	4689	5141

За 1992–2003 рр. в Україні змінило форму власності 6546 об'єктів, у  
 \*Джерело: <http://www.ukrstat.gov.ua>.

<sup>1</sup> «Укртелеком» готовят к продаже // Украинская Инвестиционная Газета. – 2003. – № 16–17. – 22 апреля.

тому числі державної форми власності – 1405 і комунальної форми власності – 5141 (табл. 2.2).

Рис. 2.2

**Кількість об'єктів, що змінили форму власності в Україні  
за 1992–2003 рр.\***

Загалом від приватизації державного майна за період від 1992 р. до 2003 р. надійшло 5,9 млрд. грн., у тому числі в 2003 р. – 2,2 млрд. грн. При плані надходження коштів від оренди державного майна на суму 139,6 млн. грн. до бюджету надійшло 149,2 млн. грн. У 2004 р. планується закінчення приватизації ВАТ «Дніпровський металургійний комбінат імені Дзержинського», продаж української частки в ЗАТ «Укртатнафта», холдингу «Павлоградвугілля», «Укррудпром» та ін. Варто зазначити, що передбачається здійснювати продаж з урахуванням кон'юнктури ринку.

Оскільки приватизація – складний процес, то його не можна розглядати лише з точки зору вузьких державних інтересів – виставлення пакетів акцій на аукціон (конкурс) та отримання відповідних коштів від продажу в дохід державного бюджету. Аналізуючи основні етапи приватизації у нашій державі, можна констатувати, що вона сприяла так чи інакше розвитку ринку фінансового капіталу й становленню інститутів приватної власності.

На нашу думку, в Україні варто приділяти більшу увагу спрямуванню коштів, отриманих від приватизації, на моніторинг післяприватизаційної підтримки підприємств. Наприклад, у Німеччині з бюджету було використано 600 млрд. марок на підтримку приватизованих підприємств<sup>1</sup>. При підрахунку цих сум враховували макро- та мікроекономічні чинники забезпечення соціально-економічного розвитку держави, особливості

---

<sup>1</sup>Приватизация становится рычагом для подъема экономики Украины // Украинская Инвестиционная Газета. – 2000. – № 19, 16 мая.

фінансового стану та інвестиційної привабливості приватизованих підприємств.

Ринкова економіка дає три альтернативи для приватизованих підприємств:

1 – конкурентоспроможні підприємства продовжують свою діяльність (тим більше, що вони залишаються рентабельними, незважаючи на зміну форми власності);

2 – неконкурентоспроможні підприємства підлягають структурній перебудові (можливо, через механізм банкрутства);

3 – неконкурентоспроможні підприємства ліквідують (їх або вливають у конкурентоспроможні, або ліквідують взагалі).

Тут і виникає проблема, як зацікавити приватизовані підприємства вступати у реальні ринкові відносини тоді, коли внаслідок приватизації держава не може їх жорстко контролювати. Розглянемо дану проблему з огляду на те, що слід врахувати основну мету приватизації і відмовитися від переконання, що тільки ринкові відносини є основою успішного здійснення приватизації.

Економіку розвинутих країн характеризує впорядкована система цін, яка склалася шляхом тривалих та узгоджених відносин між виробниками, споживачами й сферою обслуговування. Ця система сприяє діяльності приватних (приватизованих) підприємств і розподіляє фінансові ресурси на засадах їхнього ефективного використання на ринку, де діють не окремі особи (фізичні чи юридичні), а інституції та їхні представники, які регулюють діяльність величезної кількості осіб та установ. Від налагодженості процесу внутрішнього регулювання відповідно залежить і встановлення, і можливість розвитку системи цін кожної країни – відхилення й коливання розподілу цін повинні сприяти розвитку економіки, причому можливі втрати, як правило, мають передбачуваний вигляд, хоча й не застраховані від проявів фінансових, енергетичних, нафтових та інших видів криз.

У розвинутих країнах ринки відіграють загалом позитивну роль, яка полягає у забезпеченні ефективного зовнішнього регулювання, коли ринкові відносини впроваджуються у систему інституцій, які, у свою чергу, забезпечують механізм внутрішнього регулювання, необхідний для життєдіяльності даного суспільства. Механізм внутрішнього регулювання містить сукупність стимулів для забезпечення економічної діяльності фізичних осіб, одним із яких є інформація про ринкові ціни. Тому у розвинутих країнах згаданий механізм має систему контролю, суть якої у

---

<sup>1</sup>Переходной период: анализ и уроки первого десятилетия для стран Восточной Европы и для бывшего Советского Союза. Исследование Всемирного банка / Пер. с англ. – М.: Издательство «Весь Мир», 2002. – С. 151–159.

можливості нагляду за структурами, що входять до складу відповідних інституцій (наприклад, за керівництвом підприємства), за допомогою структур, які перебувають поза цими інституціями (наприклад, фінансові посередницькі установи), а також, щоб «внутрішня» і «зовнішня» структури разом дбали про інтереси фізичних осіб (у даному випадку – про акціонерів і працівників підприємства).

Саме дієвої структури корпоративного управління економікою у ринкових умовах нині бракує державним підприємствам України, хоча головним завданням приватизації все ще залишається її впровадження, без чого жодні обмеження щодо втручання держави в особі відповідних державних органів, децентралізація і дерегуляція економіки не забезпечать нормального переходу до цивілізованих ринкових відносин. Останні півтора десятиліття соціально-економічних перетворень у країнах Східної Європи (точніше, в усіх постсоціалістичних країнах) підтверджують цей висновок – ліквідація адміністративно-командної економіки полягає в усуненні керування нею з одного центру при одночасному звільненні продуктивних сил як повноцінного учасника нових ринкових відносин. У гарантування державою прав приватної власності (2002 р.) не вірять: менше 30% працівників підприємств – у Естонії, Польщі, Словенії і Узбекистані; менше 40% – в Азербайджані та Хорватії; менше 50% – у Грузії і Болгарії; менше 60% – у Чеській Республіці та Білорусі; понад 70% – у Росії, Молдові й Україні<sup>1</sup>.

Послаблення централізованого державного контролю над підприємствами й лібералізація цін на переважну більшість товарів не дають бажаних результатів, оскільки не запроваджувалися нові механізми зовнішнього підпорядкування підприємств, що повинні були замінити застарілі способи бюрократичного контролю. Працівники й керівництво приватизованих підприємств почали захищати власні «корпоративні» (у більшості випадків – взаємозалежні) інтереси, зосередивши основну увагу на питаннях виплати й підвищення зарплати, отримання соціальних благ і пільг, а не на структурній перебудові підприємств, впровадженню нових конкурентоспроможних технологій тощо. Це призвело до продовження спаду виробництва, зростання інфляції і соціальної напруженості в суспільстві, яке пов'язувало негативні явища саме з впровадженням ринкових відносин.

Водночас держава, несучи відповідальність за збанкрутілі, по суті, підприємства і намагаючись забезпечити помірну зайнятість, продовжувала збільшувати дотації та субсидії для населення, що стало на заваді економічним перетворенням – соціальні потреби переважної більшості громадян задовольнялися не за рахунок розвитку економіки, а за рахунок поступового зростаючого дефіциту державного бюджету

(ні маніпулювання з показниками фінансово-господарської діяльності, ні «задоволення» вимог міжнародних інституцій не могли спинити зниження добробуту наших громадян). Нарікання щодо повільного переходу до справді ринкових відносин чи до «соціально орієнтованої ринкової економіки» залишалися лише словами на тлі не усунутих макроекономічних диспропорцій, відсутності сучасної лібералізації цін і торгівлі, примусовій стабілізації валюти й небажанні впроваджувати норми і стандарти життя й діяльності, загальноприйняті у розвинутих країнах.

Зараз в Україні запроваджують нові економічні відносини, які ґрунтуються на послабленні податкового тиску на вітчизняного виробника, на створенні сприятливих умов для інвестування іноземного капіталу (наприклад, створення вільних економічних зон (ВЕЗ)), триває приватизація, що фактично повинно завершити процес децентралізації і дерегуляції та усунути поки що наявні структурні деформації. На нашу думку, основна причина полягає у відсутності інституту власності та постійного контролю за діяльністю підприємств (незалежно від форм власності), а також у протидії частини номенклатури і керівників підприємств, задоволених теперішнім невизначеним станом справ, тому пропонуємо скористатися впровадженням корпоративного контролю як методом вирішення вищезгаданих питань.

Розглянемо приватизацію як спосіб побудови у країнах Східної Європи (у тому числі Україні) нової структури корпоративного управління, придатного для сучасного керівництва продуктивними силами суспільства та належної заміни управлінських функцій, які раніше виконувала держава. Першочерговим завданням стає підвищення рівня управлінських (менеджерських) знань і навичок до рівня розвинутих країн, а також навчання кваліфікованих управлінців, здатних керувати великими підприємствами. Ці два аспекти взаємопов'язані, оскільки тільки-но почало створюватися покоління власників капіталів, директорів фірм та фінансових експертів.

Якщо знехтувати фактом недостатньої кількості підготовлених кадрів, то, незважаючи на це, завдання структурної перебудови є надзвичайно складним. Зупинимося на виборі правильного виду корпоративного управління, найефективнішого в умовах вітчизняної економіки. Перегляд ринкових інституцій розвинутих країн (банків, інвестиційних компаній, корпорацій, бірж тощо) показує, що існує кілька видів ринкової економіки, кожний з яких має свої особливості щодо діяльності, фінансування, системи взаємозв'язків, що визначають стимули, які найбільше заохочують управлінців гнучко реагувати на зміну



кон'юнктури ринку. Згадані особливості своєрідно проявляються у різних країнах. Зокрема, це стосується структури інституцій, які здійснюють зовнішній контроль за діяльністю підприємств.

Відійшли у небуття часи, коли власник та управлінець були однією й тією ж особою; тепер структура підприємств настільки ускладнилася, а самі вони перетворилися на такі потужні господарські організації, що задовольнити їхню потребу у капіталі можна шляхом продажу акцій та отримання кредитів. Таким чином, збільшується відмінність між власністю та управлінням при їхній одночасній взаємодії як необхідній умові втілення сучасних способів контролю за управлінням підприємством в інтересах власників. Наприклад, у США більшість фінансових інституцій законодавчо усунуто від наглядових функцій, а решта – з різних причин не бажають займатися ними; у Німеччині, навпаки, саме фінансові інституції виконують контрольні функції, та їм належить переважна більшість акцій німецьких підприємств (як власникам або за дорученням власників). В умовах «розпорошеної» власності контрольні-наглядові функції, врешті-решт, переходять до ринку цінних паперів (для підприємств – до ринку акцій).

На нашу думку, найвдаліше пояснено необхідність наглядових, посередницьких та інших ринкових інституцій, так званий «транзакційний підхід» (класичним текстом є Коммонс (Commons, 1934 р.)): коли партнери вступають у ринкові відносини, які є настільки складними й довготривалими, що вартість їхнього регулювання шляхом укладання контрактів (що, до речі, є цілком необхідним у структурі ринкових відносин) повинна була б включати непомірно високу вартість таких угод (транзакцій); тому припускають, що саме інституції зменшують ці видатки і встановлюють належну систему координації і регулювання, яка підлягає певній ієрархії, наводить певний порядок і взагалі сприяє розвитку ринкових відносин.

Описаний підхід дає змогу вирішити певне коло питань щодо сукупності ринкових інституцій, найоптимальніших для контролю, регулювання з огляду на діяльність посередників на ринку. Більшість дослідників (В. Д. Базилевич, В. С. Торкановський<sup>1</sup>, вивчаючи подібні питання з точки зору оптимальності, висловлюють слушну думку про те, що власне фінансові інституції створюються для вирішення проблем,

---

<sup>1</sup>Базилевич В. Д. Страховий ринок України. – К.: Товариство «Знання», КОО, 1998. – С. 63–65. Рынок ценных бумаг и его финансовые институты: Учебное пособие / Под ред. В. С. Торкановского. – СПб.: АО «Комплект», 1994. – С. 15–18.

<sup>2</sup>Ильясов С. М. Устойчивость банковской системы: механизмы управления, региональные особенности. – М.: Юнити, 2001. – С. 6–7.

зумовлених неможливістю точного здійснення обчислень, необхідних для складання оптимальних планів установаження кількості інституцій для відповідної ринкової рівноваги. С. М. Ільясов зазначає, що стійкість банківської системи – це властивість системи повертатися в рівноважний чи близький до нього режим після виходу з нього в результаті якого-небудь впливу<sup>2</sup>.

Кожну наявну систему інституцій слід розглядати як певного виду пристосувальний механізм, у якому відображено реальні економічні та соціально-культурні традиції, що стає дороговказом для діяльності агентів. З викладеного випливає, що особисті рішення, на яких ґрунтується довільна інституція як структура, містять складові, раціональне відтворення й пояснення яких є неможливим, тобто неможливим стає застосування рівноважної теорії створення ринкових інституцій розвинутих країн для моделей, які слід застосовувати у країнах Східної Європи (зокрема в Україні).

Однією з найскладніших проблем є проблема переходу: навіть при можливості застосування моделей інституційної рівноваги, стає зрозумілим, що початкові (стартові) умови економічних перетворень у країнах Східної Європи (в Україні) є іншими, переважно нерівноважними (до умовно рівноважних можна віднести економічний стан Словенії, Чехії та Угорщини), тому, звичайно, потрібен певний проміжок часу для приведення їх до стану рівноваги. Побудову реальної теорії переходу до рівноважного стану потрібно розробити разом із теорією «конвергенції до рівноваги» (у нашому випадку – теорія «конвергенції до інституційної рівноваги»). П. В. Конюховський зазначає, що у рамках класичних моделей економічної рівноваги в умовах конкуренції (типу моделі Ерроу–Дебре) неможливо пояснити як причини, так і необхідність діяльності банків<sup>1</sup>. З досвіду і наукових досліджень відомо, що описаний перехід неможливо здійснити шляхом оптимальних рішень, тому для моделей конвергенції до стану рівноваги застосовують положення про використання неоптимальних особистих рішень.

Описаний підхід дозволяє зробити наступні узагальнення для країн Східної Європи (України). У них (у ній) відсутня розгалужена система інституцій, яка передбачає ефективне управління підприємствами і становить основу економічної інфраструктури розвинутих країн. Тому одним із завдань приватизації є створення належної структури управління та впровадження її у суспільно-політичному оточенні, яке переважно несприятливо ставиться до неї, та у якому немає достатньої

---

<sup>1</sup>Конюховский П. В. Микроэкономическое моделирование банковской деятельности. – СПб: Питер, 2001. – С. 22–23.

кількості підготовлених фахівців для її нормальної діяльності. До соціально-політичних і кадрових проблем долучається й проблема невідповідності продуктивних сил суспільства вимогам структурної перебудови (принаймні, впродовж певного початкового проміжку часу).

Рішення, які можуть стати визначальними для майбутнього розвитку економіки країн Східної Європи (України), потрібно приймати вже тепер, причому вибір, на жаль, не ґрунтується на знанні механізмів, які будуть оптимальними у даний час. Запровадження нових, досі ніде не випробуваних, систем інституцій супроводжується великим ризиком невдачі, проте тільки подоланням можливих невдач можна здійснити перехід до ринкових відносин. Пом'якшити негативний вплив випробувань переходу дає позитивний досвід сусідніх країн, які раніше пройшли випробування перехідного періоду, і, відповідно, врахувавши відмінності вихідних умов та особливості ставлення громадян певної країни до ринкових перетворень.

Зазначимо, що незаплановані етапи становлення структур корпоративного управління економікою, які були досить успішними для деяких нинішніх розвинутих країн наприкінці ХІХ ст. – на початку ХХ ст. (наприклад, німецька система контролю за допомогою банківських структур, японська система «кейрецу» як продовження системи «дзайбацу» тощо), є непридатними для вирішення проблем країн Східної Європи (України). Головною причиною є те, що економіка цих країн (України) не має змоги розвиватися шляхом, характерним для переважної більшості нині розвинутих країн – від дрібних підприємств, керованих власниками, до сучасних потужних корпорацій. Країни Східної Європи (Україна) мають (має) особливу економічну інфраструктуру, визначальну роль у якій відіграє важка промисловість як основа донедавна могутнього військово-промислового комплексу, як своєрідно матеріалізоване знаряддя ідеологічного протистояння комуністичного і капіталістичного світоглядів і відповідних економічних систем.

Рішення, які можуть стати визначальними для майбутнього розвитку економіки країн Східної Європи (України), потрібно приймати в сучасних умовах, тому такий вибір не ґрунтується на конкретно визначеній сукупності дієвих механізмів, і використання систем інституцій, досі не апробованих чи недостатньо адаптованих до місцевих умов, супроводжується великим ризиком невдачі. Спроба застосувати досвід інших країн недостатньо надійна через відсутність критерію оцінки існуючих моделей інституцій щодо дієздатності їх в умовах іншої країни (зокрема, України).

### 2.3. Державна політика та її вплив на розвиток фінансового сектору

Ринкова економіка – це органічне поєднання сучасних засад товарного виробництва і політики державного регулювання темпів економічного зростання. Ринкові відносини суттєво впливають на суспільні відносини, але багатьох проблем побудови соціально орієнтованої економіки не вирішують, оскільки економічні відносини становлять частину сукупних суспільних відносин. Від взаємодії держави та ринкового механізму залежить ефективність регулювання розширеного відтворення та економічного розвитку суспільства.

У другій половині XIX ст. активізувалися процеси становлення монополій і намітилася стійка тенденція зрощування промислового і банківського капіталів. Держава, відстоюючи інтереси монополій, за допомогою фінансово-кредитної політики, податків, державних позик та інших економічних заходів суттєво впливала на структуру і пропорції відтворення з метою запобігання економічним кризам і зростанню безробіття. М. І. Туган-Барановський зазначав, що дедалі більше об'єднання капіталу в господарські організації «викликає деякі хворобливі явища, до котрих не повинна байдуже ставитися суспільна влада»<sup>1</sup>.

Економічна політика здійснюється інтересами різних політичних і фінансових угруповань, що є при владі у державі. Стратегічне місце в державному регулюванні економічного розвитку країн займає фінансово-кредитна сфера. Так, в історичному аспекті значною була участь іноземного капіталу в Російсько-Китайському банку, створеному на початку 1896 р. для фінансування будівництва Сибірської залізниці. Певну частку акцій банку придбав Державний банк, а іншу – «Російський банківський синдикат» у Парижі. Співпраця в цій напівдержавній інституції Міністерства фінансів Росії і паризької «Haute Finance» (магнатів (стовпів) паризького фінансового світу Ед. Нецліна (один з основних керівників Banque de Paris et des Pays-Bas)), Ж. Штерна (представник банківського будинку Штерн & Co), Рене Бріса (члена правління Ліонського Кредиту)) слугувало яскравим проявом франко-російського фінансового альянсу. Таким чином міністр фінансів Росії С. Ю. Вітте подбав про зміцнення впливу держави на діяльність цього банку. З цією метою Державний банк придбав 4200 акцій його першої

---

<sup>1</sup>Туган-Барановський М. І. Політична економія. Курс популярний. – К.: Наукова думка, 1994. – С. 140.

<sup>2</sup>Ронин С. Иностранный капитал и русские банки. К вопросу о финансовом капитале в России. – М.: Издательство коммун. ун-та им. Я.М. Свердлова, 1926. – С. 29.

емісії і всі 12000 акцій другої емісії<sup>2</sup>.

Державна політика завжди підтримувала розвиток банківської системи, особливо банків, у яких значною мірою був зацікавлений іноземний капітал. В основному це стосувалося потужних банків і сприяло процесу концентрації. Упродовж першого десятиліття ХХ ст. відбувалася ліквідація невеликих провінційних банків. С. Ронін у праці «Іноземний капітал і російські банки. До питання про фінансовий капітал у Росії» (1926 р.) констатує, що за цей період було ліквідовано 8 банківських установ, а організовано лише 2. Одночасно Міністерство фінансів царської Росії проводило зважену політику стосовно дозволу на злиття (наприклад, Сибірського банку з Об'єднаним). Проте злиття є об'рунтованим і доцільним, якщо це необхідно для іноземних партнерів. Таким чином, вся філософія історії підпорядковується єдиному принципу «все існуюче – розумне»<sup>1</sup>.

Фінансовий капітал активно функціонує і стає матеріальним важелем діяльності багатьох державних і приватних суб'єктів господарювання. Узгодження інтересів на різних фазах економічного розвитку приводить до відповідних змін у характері та напрямку економічних дій і заходів державної влади. Реальне існування державного регулювання підприємництва ніколи в економічній теорії (капіталізму чи соціалізму) не ігнорувалося, але трактувалося залежно від існуючого політично-соціального ладу. В. І. Ленін у статті «Банкіри і міністри» констатував: «Сьогодні міністр – завтра банкір; сьогодні банкір – завтра міністр»<sup>2</sup>.

Після Другої світової війни більшість країн встановили високі протекціоністські бар'єри з метою захисту національних ринків від міжнародної конкуренції. У сфері торгівлі застосовувалися обмежувальні квоти, тарифи та інші запобіжні засоби; податкові межі (вищий рівень податків на товар, який виробляється поза межами національної економіки); адміністративні бар'єри (затягування процесу реєстрації і митних процедур), спрямовані на ускладнення зовнішньоекономічних відносин.

Із середини 1970-х рр. соціалістична економічна політика була спрямована на перебудову фінансової системи в напрямку розвитку самостійності (господарського розрахунку) підприємств та підвищення ефективності використання засобів виробництва, а також стимулювання якнайкращих кінцевих результатів фінансово-господарської діяльності. Проте на практиці виникали труднощі,

---

<sup>1</sup>Ронін С. Иностранный капитал и русские банки. К вопросу о финансовом капитале в России. – М.: Издательство коммун. ун-та им. Я. М. Свердлова, 1926. – С. 119.

<sup>2</sup>Ленін В. І. Твори. – Т. 31. – С. 215.

зумовлені незбалансованістю доходів і видатків державного бюджету, неефективним використанням значних фінансових ресурсів на підприємствах та відсутністю можливостей реальних інвестицій. Деякі економісти відзначали однорідність категорій фінансів і кредиту, а тому пропонували формулювання «фінансовий механізм» на відміну від поширеного «фінансово-кредитний механізм». Відповідно, фінансовий механізм трактувався як планомірно організована система заходів, спрямованих на використання об'єктивно існуючих грошових відносин в інтересах розвитку суспільного виробництва в тісній єдності з принципами господарського розрахунку<sup>1</sup>. С. І. Юрій у монографії «Спільне підприємництво: фінанси, кредит, валюта» (1995 р.) у процесі дослідження фінансово-кредитного механізму зазначив, що в умовах переходу до ринкової економіки відбувається якісна зміна впливу фінансових і кредитних важелів на процес відтворення<sup>2</sup>.

Державний механізм економічного регулювання повинен сприяти запобіганню деформації об'єктивних ринкових процесів і відносин, а також враховувати чинники, які спричиняють піднесення і спади економічного розвитку суспільства. Ринковій економіці властива циклічність економічного розвитку, зумовлена, зокрема, монетарними явищами; періодичними коливаннями обсягів виробництва і цін, впливом науково-технічного прогресу та обсягів інвестицій, що загалом сприяє створенню нових потужностей і зростанню зайнятості населення. Є. М. Воробйов виділяє наступні стадії економічного розвитку: традиційне суспільство, стадія зрілості, стадія масового споживання, перехідне суспільство, інформаційна стадія і стадія зрушення<sup>3</sup>. Економічні чинники (стадія економічного циклу розвитку країни, рівень середньої норми прибутку на капітал, діюча система оподаткування суб'єктів господарювання, конкуренція, рівень ризику) безпосередньо впливають на динаміку руху фінансового капіталу в економічному просторі.

Так, політика державного регулювання економічного зростання проявляється і в короткотерміновому державному регулюванні (спрямована на попередження наслідків можливих економічних криз, контроль за циклічним характером розвитку економіки тощо), і в довготерміновому державному регулюванні (вплив на процеси

---

<sup>1</sup>Формирование и развитие финансово-кредитного механизма управления. Сборник научных трудов. – Иркутск, 1980. – С. 3.

<sup>2</sup>Юрій С. І. Спільне підприємництво: фінанси, кредит, валюта. – Тернопіль: Громада, 1995. – С. 140–144.

<sup>3</sup>Воробйов Е. М. Экономическая теория – политическая экономия в схемах и графиках. Учебное пособие. – Харьков: ХГИ «НУА», 1999. – С. 28–32.

відтворення, застосування прогнозування економічних та соціальних процесів). У сучасних умовах зростає значення антициклічної політики держави (політики стримування), спрямованої на стабілізацію економічних процесів у суспільстві.

Сучасна економічна наука вивчає особливості тенденцій кейнсіанського механізму (зміна відсоткової ставки, інвестицій, ВВП) і монетаристського механізму (зміна сукупного попиту, ВВП). В економічній теорії використання критерію «ступінь індустріального розвитку суспільства» дало змогу виокремити розгляд наступних суспільних формацій: індустріальне, постіндустріальне і неоіндустріальне (інформаційне)<sup>1</sup>. Дж. Гелбрейт у праці «Нове індустріальне суспільство»<sup>2</sup> зазначає, що на зміну ринковим відносинам прийде планування, оскільки індустріальне суспільство не сприймає стихійності ринку і конкуренції. Згідно з даною концепцією «зрівноваженої сили» між державою і корпораціями в майбутньому встановляться ще тісніші взаємозв'язки. Реймон Арон у своїх дослідженнях особливу увагу приділяє проблематиці власності та перспективним способам регулювання економіки<sup>3</sup>.

У 1990-х рр. відомі економісти знову переглядають основні положення кейнсіанської теорії (теорія попиту), що відстоювали основи державного регулювання, головний інструмент якого – фіскальна політика. Загалом, послідовники кейнсіанства визнають нестабільність розвитку економіки і, відповідно, необхідність її державного регулювання. Кейнсіанська теорія була модифікована нео- і посткейнсіанцями. Дослідження Філіпа Арестіса (1992 р.) присвячені аналізу вчення Кейнса і посткейнсіанській грошовій теорії (монетаризму)<sup>4</sup>. Учений, проаналізувавши та узагальнивши твердження Кейнса, що за допомогою грошово-кредитної політики можна ефективно управляти грошовою масою (грошима), об'рунтував доцільність використання банківських кредитів для фінансування потреб обігового капіталу і відповідну зацікавленість комерційних банків у залученні

---

<sup>1</sup>Корягин А. Г., Фролов Б. И. Социальная утопия Дж. Гэлбрейта. Критика концепции «нового индустриального общества». – М.: Мысль, 1978. – С. 2–10.

<sup>2</sup>Гэлбрейт Дж. Новое индустриальное общество. – М.: «Прогресс», 1969.

<sup>3</sup>Арон Р., Вильфредо Парето. Этапы развития социологической мысли. – М.: Прогресс-Политика, 1992.

<sup>4</sup>Arestis Philip. The Post-Keynesian Approach to Economics: an Alternative Analysis of Economic Theory and Policy. – Vermont: Edward Elgar, 1992. – С. 185.

<sup>5</sup>Державне регулювання: Економічна енциклопедія. У трьох томах. Т. 1 / Редкол.: С. В. Мочерний (відп. ред.) та ін. – К.: Видавничий центр «Академія», 2000. – С. 322–326.

<sup>6</sup>European Finance / Roger Henderson. – London: McGraw-Hill Book Company Europe, 1993. – 357 p.

вільних коштів на гуртових фінансових ринках (wholesale financial markets) з урахуванням тенденцій розвитку світової економіки.

Макроекономічні концепції державного регулювання (монетаризм, теорія раціональних очікувань, теорія «економіки пропозиції»)<sup>5</sup> особливу увагу приділяли інфляційним явищам, ринковим механізмам стабілізації, безробіттю тощо. У теоретичному ракурсі зростає інтерес до висвітлення проблем фінансів. У монографії Роджера Хендерсона «Європейські фінанси» (Roger Henderson «European Finance», 1993)<sup>6</sup> розглянуто фінансові аспекти програми єдиного ринку та основи функціонування Європейського фінансового спільного ринку (EFSM), роль держави в розвитку фінансів і приватного сектору економіки (зокрема, проаналізовано в даному контексті значення та наслідки приватизаційних процесів). Її останній розділ – «Фінансові ринки: співпраця чи змагання» («Financial Markets: Co-operation or Competition») – дає змогу розглянути новий етап розвитку європейської спільноти, який розпочався в 1990-х рр.

Становлення ринкової економіки в постсоціалістичних країнах пов'язано з проведенням ліберальної політики у сфері підприємницької діяльності, приватизацією державної власності та забезпеченням макроекономічної стабілізації у них. Країни з перехідною економікою Східної Європи можна поділити на дві умовні групи: перша – країни, які розпочали ринкові перетворення за умов соціалізму (1950–1980 рр.), і моделі їхнього розвитку адекватно враховували переваги капіталістичного і соціалістичного типів господарювання (Югославія, Угорщина, Польща, Чехословаччина); друга – країни, які концептуально підійшли до ринкової економіки наприкінці 1980-х рр., і з урахуванням реалій нового етапу розвитку суспільства розпочали економічні реформи (Болгарія, Росія, Румунія, Україна). У цілому, східноєвропейські країни використовували надбання та досвід економічно стабільних країн з урахуванням власних національних особливостей.

Державне управління розвивалося одночасно з проведенням ринкових реформ і пошуком оптимальних методів регулювання економіки. Значний внесок у розв'язання проблем державного регулювання економіки зробили українські вчені І. Р. Михасюк<sup>1</sup>, М. І. Крупка.

Важливою є проблематика економічної безпеки держави. Деякі економісти зазначають, що фінансова безпека передбачає захищеність

---

<sup>1</sup>Державне регулювання економіки / За ред. І. Р. Михасюка. – Львів: «Львівські технології», 1999. – С. 33.



фінансових інтересів держави та інших суб'єктів господарювання і залежить від наступних показників: стійкості банківської системи, дефіциту платіжного балансу, стану зовнішньої та внутрішньої заборгованості тощо.

Суть механізму державного управління ринковими процесами полягає у використанні системи економічних регуляторів. Регулювання ринку державою охоплює бюджетно-податковий механізм, фінансово-кредитну систему, ціноутворення тощо. Важливими етапами розвитку ринкової економіки в країнах Східної Європи стало посилення контролю держави за: емісією й зміцненням національних грошових одиниць (проведення дієвої монетарної політики), впровадженням єдиної системи оподаткування незалежно від форм власності (уніфікація податкової системи), створенням сприятливих умов для конкуренції (законодавчі обмеження діяльності монополістичних структур) і формуванням цивілізованого ринку фінансового капіталу.

Зростання взаємопроникнення капіталів і взаємозалежності національних економік зумовлюють об'єктивну тенденцію глобалізації суспільного виробництва. Проте активізація міграції капіталу, що впливає на різні сфери і галузі економіки, сприяє й визнанню потреби в національній відокремленості. Як правило, держава здійснює заходи, спрямовані на органічне поєднання адміністративних і ринкових механізмів. Функції держави у регулюванні економіки наступні: забезпечення ринку фінансовими ресурсами, прогнозування зовнішніх тенденцій, підтримка соціального сектору. Економічні функції держави спрямовані на такі основні цілі: визначення пріоритетів макроекономічного розвитку; розробку, прийняття й організацію виконання господарського законодавства; забезпечення функціонування ринкового механізму; здійснення протекціоністських заходів щодо захисту національного ринку; підтримку нових напрямків науково-технічного розвитку; гарантування соціально-економічних прав суб'єктів ринку; зваженість бюджетної, податкової та грошово-кредитної політики; регулювання зовнішньоторговельних відносин, валютного ринку й платіжного балансу.

Компанія The Heritage Foundation визначила, що за індексом економічної свободи у 2002 р. Україна займала лише 137 позицію<sup>1</sup>. Від послідовності та узгодженості роботи державних інституцій залежить ступінь організованості діяльності операторів ринку. Їхні економічні інтереси повинні «вписуватися» у правові норми, узгодження єдиних правил поведінки, загальнообов'язковість виконання прийнятих рішень

<sup>1</sup>Делова Україна. – 2003. – № 60 (104), 3 жовтня. – С. 1.

і програм та системність у процесі впливу на фінансово-господарську діяльність. Ринкові інституції вимагають правової системи регулювання ринку (згідно з Цивільним кодексом), органів державного управління (податкова система, органи фінансово-кредитної політики держави), фондової біржі, банків, асоціацій тощо. З метою забезпечення цілісності й завершеності ринкової системи держава використовує різноманітні методи впливу, а саме адміністративно-правові, бюджетні, грошово-кредитні й податкові.

Економічні методи державного регулювання ґрунтуються на таких засадах: 1) визначенні сфери діяльності, де ефективніший прямий державний контроль (впровадження інноваційної моделі й перспективних цільових програм, розробка національних стандартів згідно з нормами міжнародного права); 2) оптимізації взаємодії управлінських (адміністративних) та економічних заходів державного регулювання національної економіки; 3) прогнозуванні наслідків прийнятих господарських рішень.

Пряме державне втручання негативно впливає на функціонування ринку, якщо воно недостатньо економічно обґрунтовано. Проте зважена державна підтримка перманентно здійснюваних заходів з націоналізації, денационалізації підприємств (АТ), санації збиткових приватних підприємств, а також всебічна підтримка приватного сектору сприяє розвитку економічних систем. У праці «Державна власність на службі приватного капіталу» (1984 р.) автори зауважили, що часто держава завищує компенсаційні виплати за приватну власність, яка підлягає націоналізації<sup>1</sup>.

Держава у сфері грошово-кредитної політики використовує різноманітні інструменти регулювання економіки: зміна банківських облікових ставок, операції на відкритому ринку, обов'язкові резерви для банківських установ. «Грошовий обіг і маніпулювання кредитом – історія державного втручання в грошовий обіг – це не просто літопис махінацій зі знецінення і марних спроб ухилитися від їх неминучих катаклітичних наслідків, – писав Людвіг фон Мізес. – Проте в економічній історії є також приклади добре продуманої та успішної грошової політики з боку держав...»<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup>Державна власність на службі приватного капіталу / С. В. Мочерний, М. О. Загной, С. В. Цибулько. – К.: Політвидав України, 1984. – С. 45.

<sup>2</sup>Мизес Людвиг фон. Человеческая деятельность: Трактат по экономической теории / Пер. с 3-го испр. англ. изд. А. В. Куряева. – М.: ОАО «НПО «Экономика», 2000. – С. 732–733.

<sup>3</sup>Лютий І. О. Грошово-кредитна політика в умовах перехідної економіки: Монографія. – Київ: Атіка, 2000. – С. 105–106.

Ми поділяємо точку зору І. О. Лютого, який вважає, що у країнах з перехідною економікою доцільніше застосовувати поєднання прямих (механізми готівкової емісії; встановлення межі кредиту Центрального банку, що надається урядові та банківським установам; пряме ре'юлювання позичкових операцій банків; обмеження окремих видів діяльності комерційних банків) та опосередкованих інструментів ре'юлювання обсягу і структури грошової маси (здійснення Центральним банком операцій на відкритому ринку; регулювання норми банківських резервів; регулювання норми облікової ставки відсотка на позики, що надаються Центральним банком)<sup>3</sup>.

В 1990-х рр. у сфері фінансів України вирішувалися наступні основні завдання: 1) оздоровлення фінансового стану народногосподарського комплексу (реформа податкової системи; сприяння зростанню рентабельності підприємств); 2) спрямування фінансової політики на подолання інфляції (ліквідація бюджетного дефіциту, регулювання грошових нагромаджень суб'єктів господарювання, домогосподарств і заощаджень населення); 3) зміна соціальних орієнтирів економіки – розробка соціально-економічних програм за пріоритетними напрямками (адресна підтримка соціально незахищених верств населення, дотації, субсидії на житлово-комунальні послуги).

При проведенні державної політики у сфері регулювання ринку фінансового капіталу доцільно враховувати ґрунтовні дослідження провідних вчених, зокрема неокласиків та монетаристів<sup>1</sup>. Монетаристські орієнтири грошово-кредитної політики зумовлюють особливості функціонування ринку фінансового капіталу. Ефект Фішера враховують у процесі моделювання взаємодії підприємств і банків<sup>2</sup>.

Проведення дієвої фінансової політики сприяє запобіганню непередбачуваних наслідків процесу глобалізації (неконтрольоване переміщення капіталів, фінансові піраміди з використанням систем Інтернет, постійні коливання дефляційних та інфляційних процесів). Так,

---

<sup>1</sup> Е. Бем-Баверк, Л. Вальрас, Ф. Візер, К. Віксель, В. Джевонс, А. Маршалл, К. Менгер, Дж. Кларк. Монетаристи: Економічна енциклопедія. У трьох томах. Т. 2 / Редкол.: ... С. В. Мочерний (відп. ред.) та ін. – К.: Видавничий центр «Академія», 2001. – С. 473–475.

<sup>2</sup> Егорова Н. Е., Смулов А. М. Предприятия и банки: Взаимодействие, экономический анализ, моделирование: Учеб.–практ. пособие. – М.: Дело, 2002. – С. 67.

<sup>3</sup> Черваньов Д. М. Сучасні проблеми менеджменту конкурентоспроможності національної економіки в глобальному середовищі // Київський національний університет імені Тараса Шевченка. Вісник. Економіка. – Київ: ВПЦ «Київський університет». – 2002. – Вип. 55–57. – С. 68.

<sup>4</sup> Гук М. Пітер ван дер. Європа у період 1990-их рр. і на сучасному етапі // Журнал Європейської економіки. – 2003. – Том. 2 (№ 1). – С. 55–58.

Д. М. Черваньов констатує, що відповідна політика урядів (у проведенні протекціоністських заходів, заохоченні експорту, наданні субсидій) є вирішальною, оскільки в умовах інтеграції країнам необхідно отримувати доступ до глобальних ресурсів, технологій і ринків, тому, перебуваючи в ізоляції, уряди вже не спроможні ефективно усувати наслідки економічної рецесії або підвищувати рівень зайнятості населення<sup>3</sup>.

Геополітичність вибору зумовлює важливість стратегії розвитку держави в пошуку нової моделі та оптимізації форм регулювання економіки залежно від політико-економічної ситуації. Основні форми державного регулювання наступні: 1) прямі (адміністративні): ціни, заробітна плата, антимонопольне регулювання, координація зовнішньоекономічної діяльності; 2) непрямі (економічні: індикативне планування й програмування; бюджетно-податкова й грошово-кредитна політика; 3) ринкові.

За останні роки намітилася тенденція сповільнення розвитку загальних темпів світової економіки. У Європі, США та країнах Азійсько-Тихоокеанського регіону здійснюються масштабні економічні реформи, спрямовані на стабілізацію ситуації<sup>4</sup>.

У 1980-х рр. економічна реформа в США, яка дістала назву «рейґаноміка», сприяла значному зменшенню податків (наприклад, прибутковий податок був зменшений на 25%) і зростанню державних замовлень високотехнологічним підприємствам військово-промислового комплексу (ВПК). Реформа сприяла зміцненню світового лідерства країни у сфері новітніх інформаційних технологій (створення нових поколінь комп'ютерів, впровадження мережі Інтернет). Податкова реформа сприяла зростанню купівельної спроможності населення і, відповідно, стала основою для процвітання економіки. Джон К. Гелбрейт зазначив, що сплата корпоративних і прибуткових податків з громадян сприяє вирівнюванню доходів в суспільстві<sup>1</sup>. Проте були й негативні наслідки: значно зросли бюджетний дефіцит і державний борг США, а також скоротилися видатки на соціальні потреби. Загалом, протекціоністська державна політика сприяла розвитку ВПК, і завдяки його капітало- та ресурсомісткості стримувалося безробіття, пожвавилися операції на фондовому ринку. За даними Washington ProFile, підрахунки Бюджетного комітету Конгресу США передбачають,

---

<sup>1</sup>Гелбрейт Джон К. Экономические теории и цели общества / Пер. с англ. Под общей ред. и с предисл. акад. Н. Н. Иноземцева и члена-корр. АН СССР А. Г. Милейковского. – М.: Прогресс, 1976. – С. 381.

<sup>2</sup>Друге пришестя рейганоміки // Урядовий кур'єр. – 2003. – № 22, 5 лютого. – С. 14.

що у найближчих 15 років військові витрати США зростуть на 27% <sup>2</sup>.

З 2001 р. розпочався новий виток реформи, спрямований на проведення масштабної адміністративної реструктуризації (найбільшої за останніх 50 років) й впровадження заходів зі зниження корпоративних податків. США вийшли з Кіотського міжнародного договору, щоб корпорації змогли зекономити на затратах з охорони довкілля. Крім цього, для стимулювання виробництва та платоспроможного попиту чіткіше почала здійснюватися політика зниження світових цін на нафту та інші енергоносії.

Історично ринок фінансового капіталу – це складна система взаємозв'язків потужних кредитно-банківських інституцій з нефінансовими корпораціями, тому економічно закономірна взаємозалежність держави і фінансової індустрії. Взаємне володіння акціонерним капіталом банків та нефінансових корпорацій, концентрація акцій у холдинг-компаніях, розвиток фінансових супермаркетів та інших подібних інституцій у більшості країн підтримує саме держава. Значною мірою розвиток фінансового ринку залежить від дієвості політики реального протекціонізму щодо національних суб'єктів господарювання (див. 1.3).

Система економічно-правових заходів, спрямованих на захист фінансового капіталу, передбачає використання протекціонізму (*à à . protectionnisme від ёàò . protectio – захист*) – економічної політики держави, спрямованої на заохочення розвитку національної економіки та обмеження впливу іноземної конкуренції. Загалом він здійснюється за допомогою встановлення високих митних зборів на ввезення іноземних товарів, обмеження чи повну заборону ввезення певних товарів і надання субсидій національним промисловим підприємствам (АТ). Сальваторе Домінік зазначає, що в умовах «нового протекціонізму» економіки країн повинні бути конкуруючими, а не взаємодоповнюючими<sup>1</sup>. У більшості країн намітилася тенденція широкого застосування державного протекціонізму, а тому, на нашу думку, й Україні необхідно прийняти відповідні заходи щодо захисту національної економіки від негативного впливу політично й економічно впливових на міжнародній арені держав.

Дієвим знаряддям протекціонізму має бути виважена митна політика. В контексті глобальної економіки недоцільно ототожнювати національні

---

<sup>1</sup> Сальваторе Домінік. *Міжнародна економіка* / Перевод с англ. – М.: ИВЭСУ, 1998. – С. 280–281.

<sup>2</sup> Закон України «Про загальні засади створення і функціонування спеціальних (вільних) економічних зони» від 13 жовтня 1992 року № 2673-ХІІ // Відомості Верховної Ради України. – 1992. – № 50. – С. 676.

інтереси з інтересами конкретних товаровиробників (фінансових інституцій). Так, більшість спільних підприємств імпортує високорентабельну і конкурентоспроможну продукцію на пільгових умовах. У 2002 р. в Україні невинуваті втрати від цих операцій становили майже 400 млн. грн. Скасування подібних пільг – позитивний момент, оскільки в макроекономічному вимірі пільги одним підприємствам надаються за рахунок інших суб'єктів господарювання й суспільства в цілому.

Створення спеціальних (вільних) економічних зон (СЕЗ) має важливе стратегічне значення для економіки України. Відповідно до ст. 1 Закону України «Про загальні засади створення і функціонування спеціальних (вільних) економічних зон» від 13 жовтня 1992 р. № 2673-XII, основною метою діяльності вільних економічних зон є залучення іноземних інвестицій, активізація підприємницької діяльності за участю іноземних інвесторів для нарощування експорту товарів, залучення і впровадження нових технологій, а також поліпшення використання природних і трудових ресурсів<sup>2</sup>. Згідно зі ст. 1 Концепції створення ВЕЗ як додатку до Постанови Кабінету Міністрів України «Про концепцію створення спеціальних (вільних) економічних зон в Україні» від 14 березня 1994 р. № 167 передбачається стимулювання структурних перетворень шляхом запозичення передового організаційного та управлінського досвіду ринкових методів господарювання.

Статтею 401 Господарського Кодексу України від 16 січня 2003 р. № 436-IV визначено, що спеціальною (вільною) економічною зоною вважається частина території України, на якій встановлено спеціальний правовий режим господарської діяльності. Відповідно, на території ВЕЗ можуть запроваджуватися пільгові митні, податкові, валютно-фінансові та інші умови підприємництва для вітчизняних та іноземних інвесторів.

У світовій практиці виокремлюють дві основних концепції вільних економічних зон: територіальну (цілісність ареалу) і функціональну (технопарки, інноваційні зони, фінансові центри). Основні типи вітчизняних спеціальних економічних зон: вільні митні зони і порти, експортні, транзитні зони, митні склади, технологічні парки, технополіси, комплексні виробничі зони, страхові та банківські зони. За станом на 2003 р. в Україні функціонує 10 вільних економічних зон та 66 територій

<sup>1</sup>Басенко А. М. Свободные экономические зоны – инструмент привлечения инвестиционных ресурсов для развития регионального хозяйства // Общественные науки. – 2001. – № 4. – С. 75.

<sup>2</sup>«Пільги» руйнують конкурентне середовище внутрішнього ринку // Урядовий кур'єр. – 2003. – № 24, 7 лютого. – С. 2.

пріоритетного розвитку. Постановою Кабінету Міністрів України «Про аналіз результатів функціонування спеціальних (вільних) економічних зон і територій із спеціальним режимом інвестиційної діяльності в 2001 році» від 26 серпня 2002 р. № 1241 до 1 січня 2005 р. запроваджено мораторій на подання пропозицій щодо реєстрації (формування) нових подібних утворень, а внесення змін до переліку пріоритетних видів економічної діяльності на спеціальних територіях тепер відбувається лише один раз на рік одночасно з визначенням доцільності їхньої діяльності.

Загалом, ВЕЗ створюють для сприяння розвитку економіки, оскільки звільнення від сплати мита та встановлення пільг стимулюють зростання виробництва, розширення торгівлі, транспортних перевезень і розвиток інфраструктури сфери послуг. Більшість економістів визнають, що залучення інвестиційних ресурсів у СЕЗ сприятливо впливає на розвиток регіонів та їхній виробничо-технологічний і комерційно-маркетинговий потенціал<sup>1</sup>. У 2002 р. в Україні на спеціальні території на пільгових умовах було ввезено сільськогосподарської і продовольчої продукції більш як на 51 млн. дол. США (відповідно в дохід державного бюджету було недораховано надходжень на суму 647 млн. грн.)<sup>2</sup>. У більшості випадків спеціальні економічні зони зареєстровані в депресійних реґіонах, а тому ліквідація чи зупинка їхньої діяльності, як правило, є соціально невиправданою. На нашу думку, варто зберегти прозорі форми надання податкових пільг з урахуванням національних інтересів, реґіональної і територіальної пріоритетності.

З точки зору світової економічної науки, значних збитків зазнають держави, які накладають довготерміновий мораторій на хід процесів приватизації чи зволікають із впровадженням різноманітних моделей реформування економіки. У праці «Приватизація та управління державними підприємствами» (1991 р.), підготовленої фахівцями Світового банку, проаналізовано приватизацію 571 державного підприємства в 57 країнах (за станом на 31 грудня 1987 р.) і зазначено, що країни, які розвиваються, знаходять все нові моделі використання державного і приватного секторів економіки в інтересах суспільства<sup>1</sup>.

Приватизація державної власності сприяла пошуку справжніх власників й розвитку ринку фінансового капіталу в Україні. Держава брала активну участь в управлінні самим процесом роздержавлення

---

<sup>1</sup> Privatization and Control of State Owned Enterprises / Edited by Ravi Ramamurti, Raymond Vernon. – Washington, D.C.: EDI Development Studies, 1991. – P. 8–9.

<sup>2</sup> Закон України «Про іпотеку» від 5 червня 2003 року № 898-IV // Урядовий кур'єр. – 2003. – № 183, 1 жовтня. – М. 5–12.

власності, проведенні економічного аналізу необхідності післяприватизаційного моніторингу підприємств. Загалом Фонд державного майна України (ФДМ) забезпечував своєчасну оплату вартості приватизованих об'єктів, регулював збереження номенклатури, обсягів виробництва встановлених видів продукції і робочих місць впродовж певного (узгодженого) періоду адаптації до нових умов господарювання та утримання об'єктів соціально-культурного призначення й проведення заходів щодо охорони довкілля.

З метою збереження державної власності згідно зі статтею 14 Закону України «Про іпотеку» від 5 червня 2003 року № 898-IV забороняється передача в іпотеку об'єктів права державної власності, що не підлягають приватизації<sup>2</sup>. Крім цього, на державному рівні розробляються заходи щодо передачі державних пакетів акцій, які знаходяться у власності державних холдингових компаній, Фонду державного майна України. Державні пакети акцій у холдингових компаніях будуть замінені на права з управління цими пакетами, які будуть відповідно оцінені у грошовій формі. Перелік холдингів буде визначено Кабінетом Міністрів України. Холдинги продовжуватимуть управляти діяльністю підприємств, але ці заходи спрямовані на попередження можливої втрати державою своєї частки в переданих холдингам підприємствам (АТ) у процесі продажу, нової емісії акцій чи передачі акцій у заставу.

Становлення приватної власності й ринку капіталу в Україні – важливі чинники для залучення іноземних інвестицій. У 1990-х рр. потреба в інвестиціях в економіку нашої держави оцінювалася на загальну суму 40 млрд. дол. США. На початку процесу приватизації за обсягом залучення іноземних інвестицій Україна поступалась іншим країнам Східної Європи у 3–7 разів<sup>1</sup>. Основними інвесторами України були потужні іноземні корпорації, які не витримували конкуренції у своїх країнах і почали освоювати нові ринки вкладення власних капіталів.

У реалізації державної політики реструктуризації економіки важливу роль відігравала Українська державна кредитно-інвестиційна компанія (Держінвест). У своєму статутному фонді вона мала акції 26 українських підприємств на загальну суму 5 трлн. крб. На цих підприємствах здійснювалися заходи щодо оздоровлення їх фінансової та виробничої діяльності. Так, особливу увагу приділялося Київському річковому портові, страховій компанії «Оранта», виробничому об'єднанню «Мотор-Січ» та іншим потужним підприємствам України. На жаль, Держінвест не досягнув помітних успіхів у сфері спільного інвестування, оскільки для тіснішого співробітництва з іноземними інвестиційними інституціями

---

<sup>1</sup> Григоренко Є. Приватизацію гальмують місцеві ради // Прес-клуб. – 1995. – № 20.



і компаніями національний фінансовий ринок був розвинутий ще недостатньо.

Взаємозобов'язання та взаємозалежність між центром і ре'іонами визначаються багатьма факторами. Вітчизняні та іноземні інвестори самостійно обирають галузі та сфери вкладення свого капіталу. Спільні інвестиційні проекти активізують підприємницьку діяльність ре'іонів (наприклад, знижують соціальну напруженість – виплата заробітної плати, оплата оренди, створення сучасної інфраструктури побуту, охорони здоров'я і відпочинку), сприяють активізації ре'іонального розвитку і, відповідно, виконанню податкових та інших зобов'язань перед державою. Презентативність ре'іональних програм для інвесторів дозволяє стимулювати інші вкладення (залучення власних обігових активів підприємств, коштів страхових і лізингових компаній, грошових заощаджень населення, розширення іпотечного кредитування).

Важливим моментом є проведення моніторингу за використанням інвестиційних ресурсів, який може бути активним (у вигляді постійного контролю) або пасивним (з урахуванням перспективи забезпечення раціональності використання інвестицій в умовах становлення ринкової економіки). Загалом, інвестор зацікавлений в оперативності та достовірності поточної інформації. Своєчасність отримання інформації у фінансовій сфері забезпечується рейтинговими агентствами, виданням економічних бюлетенів (публікацією біржових індексів), через світову мережу Інтернет тощо. Лібералізація міграції капіталу між країнами сприяє підвищенню конкурентоспроможності, тому слід не лише переконати потенційного інвестора вкласти кошти у вітчизняну економіку, а й забезпечити ефективно виконання інвестиційних зобов'язань.

Так, у 1994 р. Світовий банк виділив Україні 1 млрд. дол. США, але освоєно було тільки 130 млн. дол. США<sup>1</sup>.

На жаль, держава поки що займає дещо пасивну позицію, хоча регіональні програми (пов'язані з реструктуризацією і модернізацією промисловості й розвитком соціальної сфери) потребують відкриття в майбутньому інвестиційних регіональних рахунків (як впровадження світового досвіду), надання державних гарантій цільового використання інвестицій та недопущення репатріації капіталів. Можливі помилки (чи зловмисні дії) в інвестиційних регіональних програмах негативно позначаються на суспільному розвитку, породжують зневіру в ефективність економічних реформ. Одночасно виникають ризики

<sup>1</sup>Григоренко Є. Приватизацію гальмують місцеві ради // Прес-клуб. – 1995. – № 20.

інвестування й можливий негативний вплив на розвиток цілої галузі економіки.

Становленню фінансового ринку України сприяло залучення іноземних інвесторів. Складно визначити, який саме інвестор (портфельний чи стратегічний) ефективніший на певному етапі в трансформаційній економіці, проте будь-які інвестиції – важливе джерело залучення фінансових ресурсів, оскільки інші джерела (кредити чи боргові зобов'язання) потребують доволі складного механізму їх залучення та отримання (заставу, розрахунок майбутньої дохідності, гарантування отримання прибутку). На нашу думку, залучення інвесторів може сприяти підвищенню курсової вартості акцій та інших цінних паперів, тобто у виграші будуть усі учасники інвестиційного процесу – як зовнішні, так і внутрішні.

Приватизація державної власності передбачає формування ринку землі. В Україні склалася парадоксальна ситуація – були приватизовані підприємства (АТ), а земля, на якій вони збудовані, все ще належить державі або перебуває лише у користуванні. Встановлення ринкових цін на землю, введення податку на нерухомість (нині діє мораторій на його застосування) може призвести в майбутньому до погіршення фінансового стану підприємств (АТ), а тому варто законодавчо врегулювати право на придбання юридичними та фізичними особами землі у приватну власність, реєстрацію права землеволодіння та землекористування, визначення обмежень прав власності на землю та формування державного резервного фонду землі. Прийняття Верховною Радою Законів України «Про ринок земель», «Про оцінку земель», «Про внесення змін до Закону України «Про оренду землі», «Про державний земельний кадастр», «Про відчуження земельних ділянок права приватної власності» сприятиме земельній реформі й прискореному розвитку аграрного сектору економіки в сучасних умовах.

Відповідно до Програми Кабінету Міністрів України «Україна-2010» визначено інвестиційну стратегію, спрямовану на: збільшення обсягів інвестицій у реальний сектор економіки; стимулювання нагромадження капіталу; активізацію діяльності суб'єктів господарювання; підвищення ефективності вкладення капіталів; збільшення грошових заощаджень населення та їхнє інвестування у реальний сектор економіки. Ця стратегія спрямована на розвиток внутрішнього та зовнішнього ринків фінансового капіталу. Крім цього, Державною комісією з питань стратегії

---

<sup>1</sup> Розпорядження Президента України. Про розроблення проекту стратегії економічного та соціального розвитку України до 2011 року // Урядовий кур'єр. – 2002. – № 211, 13 листопада.

економічного та соціального розвитку при Президентіві України підготовлена програма Стратегії економічного й соціального розвитку України на 2002–2011 рр. щодо державної підтримки пріоритетних напрямків розвитку вітчизняної економіки<sup>1</sup>.

Державне регулювання ринку фінансового капіталу має характеризуватися наступними чинниками:

1) централізованістю (адміністративно-правові та економічні форми впливу на прийняття рішень усіма учасниками фінансово-виробничого процесу);

2) масштабністю (здійснюється на макроекономічному рівні й, відповідно, охоплює виробництво, товарообмін, розподіл та споживання);

3) поступальністю (послідовно впливає на всі фази економічного циклу).

На законодавчому рівні держава повинна приділяти належну увагу розвитку внутрішнього ринку фінансового капіталу й комплексності системи його державного регулювання. Можна виокремити наступні функції державного управління, спрямовані на становлення ринку фінансового капіталу в Україні: 1) формування державної політики щодо розвитку ринку фінансового капіталу; 2) створення сприятливих умов для діяльності фінансових інституцій; 3) визначення пріоритетних напрямків функціонування ринку фінансового капіталу та підготовка відповідних законів; 4) участь у міжнародному економічному співробітництві (у міжнародних економічних і фінансових інституціях).

Важливо забезпечити дієвість втілення податкової реформи, яка повільно, поетапно, але здійснюється в Україні. Податкова політика регулює ставки оподаткування суб'єктів господарювання, населення, норми амортизації та податкові пільги. В умовах поступового зниження рівня перерозподілу валового внутрішнього продукту (ВВП) через бюджет важливо оптимізувати дохідну і видаткову частини бюджету для уникнення диспропорцій на макрорівні. А. Сміт у праці «Дослідження про природу і причини багатства народів» зазначав, що закони, які підтримують нераціональне використання державних доходів,

---

<sup>1</sup>Сміт Адам. Исследование о природе и причинах богатства народов. Том II. Государственное социально-экономическое издательство. – М.: Ленинград, 1935. – С. 406.

<sup>2</sup>Методика визначення монопольного (домінуючого) становища суб'єктів господарювання на ринку. Розпорядження Антимонопольного комітету України від 5 березня 2002 р. № 49-р. – Сайт: [www.rada.kiev.ua](http://www.rada.kiev.ua).

<sup>3</sup>Закон України «Про захист економічної конкуренції» від 11 січня 2001 року № 2210-III // Відомості Верховної Ради України. – 2001. – № 12. – С. 64.

<sup>4</sup>Зворотний бік капіталістичної медалі // Урядовий кур'єр. – 2003. – № 40, 1 березня. – С. 3.

недоцільні затрати та інші негативні тенденції в економіці «мало шануються»<sup>1</sup>.

Становлення і розвиток суб'єктів ринку фінансового капіталу залежить від законодавчого забезпечення конкурентного середовища. У модель господарського механізму при соціалізмі була закладена система державного монополізму і, відповідно, сучасне антимонопольне законодавство повинно сприяти демонополізації економіки, створенню конкурентних переваг для вітчизняної економіки. Важливим етапом стало затвердження Антимонопольним комітетом України «Методики визначення монопольного (домінуючого) становища суб'єктів господарювання на ринку» від 5 березня 2002 р. № 49-р<sup>2</sup>, яка, на нашу думку, сприяє отриманню необхідної достовірної інформації для прийняття рішень щодо питань розвитку і захисту основних засад економічної конкуренції, зокрема, демонополізації економіки, антимонопольного регулювання, контролю за узгодженими діями і концентрацією сучасного виробництва.

Інноваційна стратегія повинна бути спрямована на підвищення конкурентоспроможності національного виробництва. Важливою умовою забезпечення ефективності управління фінансовим капіталом є формування вільного конкурентного простору. Згідно з положеннями Закону України «Про захист економічної конкуренції» від 11 січня 2001 р. № 2210-III<sup>3</sup>, який визначає правові засади підтримки і захисту економічної конкуренції та обмеження монополізму в господарській діяльності, у 2001–2002 рр. Антимонопольний комітет України запобіг 2010 порушенням законодавства про конкуренцію; порушники сплатили штрафів на суму 5 млн. грн., а 57 млн. грн. вони мають відшкодувати споживачам<sup>4</sup>. Можна констатувати, що на державному рівні антимонопольні управління (структури) забезпечують здійснення доволі дієвої конкурентної політики, але варто також, на нашу думку, сприяти розвитку саморегульованих організацій, які б протистояли необ'єктивному чи неадекватному втручання державних структур у фінансово-господарську діяльність підприємств (АТ).

В економічному змаганні в сучасних умовах виграють промислово розвинуті країни, які давно створили й удосконалюють єдину систему стратегічного прогнозування і планування, тобто активну позицію займає саме державне регулювання. У міжнародному поділі праці розвиток країни є проблематичним без дієвої державної підтримки пріоритетних напрямків національної економіки. Наприклад, з метою

---

<sup>1</sup> Концепція регулювання фінансового ринку України // Цінні папери. – 2002. – № 1. – С. 7–29.

стимулювання інноваційного потенціалу на Тайвані згідно з чинним законодавством автор винаходу має право отримати до 15% акцій технічної компанії, якій передано права на виробництво і збут продукції на основі його винаходу, тобто держава законодавчо регулює і підтримує корпоративне управління.

В Україні, незалежно від форм власності, менеджмент великих підприємств (АТ), як правило, інформує органи державної влади про поточний фінансовий стан та перспективи розвитку. Проте фінансово-господарська діяльність, розвиток чи можливе банкрутство суб'єктів господарювання в сучасних умовах залежать від прийняття зважених управлінських рішень, спрямованості стратегічного й поточного планування. Ефективність роботи фінансового менеджменту передбачає постійне підвищення кваліфікації управлінського персоналу або його заміну (ротацію кадрів). Ліцензування діяльності антикризових управлінців, торговців цінними паперами, реєстраторів, управляючих активами шляхом навчання на контрольованих державою курсах – усе це сприяє створенню системи менеджменту, яка загалом відповідала би сучасним вимогам ринкової економіки, забезпечувала професійне вирішення проблем управління.

Відповідно до Концепції регулювання фінансового ринку України передбачено наступні заходи щодо державної координації та нагляду: відповідальність учасників системи обслуговування фондового ринку перед споживачами своїх послуг; створення умов для надання ефективних та недорогих послуг з обробки інформації; пом'якшення основних ризиків у системах обслуговування виконання угод щодо цінних паперів<sup>1</sup>. На державному рівні здійснюють заходи, спрямовані на усунення операційних ризиків, мінімізацію (зниження) затрат і підвищення ефективності функціонування фондового ринку з урахуванням зближення систем обслуговування учасників.

Державна політика промислового розвитку повинна сприяти недопущенню непрогнозованих економічних та соціальних наслідків. Дієва промислова політика залежить від динамічності, масштабів і технічного розрахунку капіталовкладень з урахуванням обраної інноваційної моделі розвитку економіки. Наявність об'єктивної інформації про поточний фінансово-господарський стан і стратегію розвитку підприємств (АТ) забезпечить можливість прийняття відповідних запобіжних заходів. На нашу думку, для акціонерних товариств, акції

---

<sup>1</sup>Витте С.Ю. Воспоминания. Детство. Царствования Александра II и Александра III. (1849–1894). Том III. – Л.: Государственное издательство, 1924. – С. 254.

яких низько котируються на фінансовому у ринку, повинен бути створений державний гарантійний фонд, який зможе надати відповідні гарантії інвесторам щодо викупу у них низьколіквідних акцій за ринковою ціною через визначений проміжок часу, а власне розвиток фінансових інституцій створює сприятливі умови для вибору методів фінансування виробничо-господарської діяльності підприємств (самофінансування, отримання банківських кредитів та коштів за рахунок додаткових емісій цінних паперів).

Прийняття узгоджених управлінських рішень залежить від кваліфікації державних службовців. Так, ще у Міністерстві державного майна (землеробства) царської Росії державний службовець Вишняков зробив успішну кар'єру, але він ніколи ні практично, ні теоретично землеробством не займався. Це дало підставу О. А. Абадзе влучно зазначити, що міністр землеробства у своєму житті не бачив полів (ланів), а тільки споглядав «поля (криси) своїх капелюхів»<sup>2</sup>.

У 1990-х рр. недостатня професійна підготовка державних службовців, які займалися інвестиціями, нерозвинутість вітчизняного ринку фінансового капіталу, що не мав достатнього досвіду роботи з державними кредитами і цінними паперами, не давали змоги державі достатньо ефективно регулювати інвестиційну сферу. Проте позитивні зрушення в економічно-правовому просторі й поліпшення макроекономічних показників нині дають підставу констатувати, що держава має достатньо можливостей для дієвого контролю за залученням і вкладенням інвестиційних ресурсів. Це особливо важливо з огляду на фінансову безпеку держави, перспективи отримання в майбутньому додаткових грошових надходжень у бюджет за рахунок реформованої системи оподаткування, а також недопущення неконтрольованого вивезення вітчизняного капіталу за кордон.

Для збереження контролю держави над вітчизняним ринком капіталу важливо відслідковувати і координувати діяльність структурних систем. Вітчизняні підприємства (АТ), які мають розвинену дистриб'юторську мережу, відомі торгові марки і високий імідж стають привабливими для іноземних інвесторів. Конкретний інвестор зацікавлений включити в діючу мережу нове підприємство, на якому він володіє контрольним

---

<sup>1</sup>Mitsuo Matsushita, Thomas Schoenbaum, Petros Mavroidis. The World Trade Organization: Law and Practice. – Oxford: Oxford University Press, 2003; Development, Trade and The WTO: a Handbook. Edited by Bernard M. Hoekman, Philip English, and Aaditya Mattoo; Regional Integration and Development, by Maurice Schiff and L. Alan. Winters; Trade Performance and Policy in the New Independent States, by Constantine Michalopoulos and David Tarr. Джерело: [www.worldbank.org/research/trade/pubs.html](http://www.worldbank.org/research/trade/pubs.html).

пакетом акцій. Відповідно, буде здійснено інвестування кластера з мінімальним ризиком для інвестора й розширенням ринку збуту товарів і продуктів вітчизняного товаровиробника. Ця система широко використовується для налагодження випуску складних виробів на основі напівфабрикатів.

Для відпрацювання механізму використання вітчизняного капіталу варто розвивати експортний потенціал України шляхом збільшення випуску власної конкурентоспроможної продукції, надання сучасних фінансових послуг, гарантування повного повернення податку на додану вартість (ПДВ) експортної продукції вітчизняних виробників. Тому, на нашу думку, особливо важливо зберегти тенденцію зростання експорту щодо імпорту.

Одним із стратегічних напрямків зовнішньоекономічної політики України, її поступової, але неухильної інтеграції у європейські та глобальні процеси структури є вирішення сукупності завдань щодо приєднання до Світової організації торгівлі (СОТ). Ця інституція була створена 15 квітня 1994 р., об'єднує 145 країн, на які припадає понад 95% світової торгівлі, здійснює регулювання обміну послугами та інтелектуальною власністю. У даний час 30 країн (включаючи Україну) ведуть переговори щодо вступу до СОТ. Указом Президента України «Про Програму заходів щодо завершення вступу України до Світової організації торгівлі» від 5 лютого 2002 р. № 104/2002 визначена система заходів щодо прискорення та завершення вступу України до СОТ. Проте потенційне використання переваг багатосторонньої торговельної системи потребує проведення заходів capacity building (за термінологією СОТ: «принципи побудови»): підвищення якості роботи суспільних інституцій та інфраструктур, людського потенціалу, впровадження новітніх технологій тощо. Одночасно здійснюються заходи щодо опанування механізму захисту внутрішнього ринку відповідно до міжнародних правил: гнучкі підходи у застосуванні мита й акцизів, стандартів і технічних норм на імпортовану продукцію; сучасних систем її сертифікації, квотування і ліцензування; санітарно-ветеринарних норм і заходів екологічного характеру.

У створенні різноманітних союзів та об'єднань традиційно зацікавлені економічно розвинуті держави, тому є відповідні процедури взаємного сприяння при вступі інших держав до міжнародних інституцій<sup>1</sup>.

<sup>1</sup>Wilson John. Trade Facilitation, WTO Rules, and Capacity Building. What's at State? // Development Outreach. Trade for Development. – 2003, July. – P. 26.

<sup>2</sup>Послання Президента України до Верховної Ради України про внутрішнє і зовнішнє становище України у 2002 році // Економіст. – 2003. – № 5. – С. 21–83.

Провідний економіст Світового банку Джон С. Вілсон (John S. Wilson, Lead Economist, Development Research Group, The World Bank) у статті «Торговельна допомога, правила СОТ і принципи побудови. В чому полягає роль держави?» зазначає, що сучасні торговельні відносини передбачають спочатку всебічну допомогу СОТ країнам-кандидатам для проведення регулювальної реформи, гармонізації стандартів і відповідності нормативних актів<sup>1</sup>. Проте експерти МВФ вважають, що впровадження правил вільної торгівлі позитивно впливає лише на економіку країн з однаковим рівнем розвитку.

Оцінюючи механізми та соціально-економічні результати співробітництва України з Європейським Союзом і СОТ, можна виокремити наступні важливі аспекти: диверсифікація експорту (збільшення його масштабів після лібералізації торгового режиму партнерів, підвищення темпів розвитку галузей, зорієнтованих на експорт); поліпшення стану інституційно-економічної системи країни (формування конкурентоспроможного середовища, активізація інвестиційних процесів, започаткування глибинних структурних змін в економіці на основі інноваційної моделі). На нашу думку, оптимізація регуляторних механізмів, які передбачають досягнення якісно вищого рівня економічної політики та формування раціональних економічних відносин, сприятиме розвитку ринку фінансового капіталу.

Відповідно до кон'юнктури фінансового ринку активізуються потоки капіталу – поступово зростуть надходження короткотермінового фінансового капіталу внаслідок спрощення доступу нерезидентів на ринок фінансових послуг; розшириться надходження позичкових коштів як у формі негарантованих кредитів (як чинник підвищення довіри кредиторів до країни-члена СОТ), так і коштів від продажу єврооблігацій. Зростання залучених іноземних інвестицій та спрощення умов використання зарубіжного позичкового капіталу відбуватиметься на підставі приєднання України до угоди СОТ про інвестиційні заходи, пов'язані з торгівлею (ТРИМС)<sup>2</sup>.

Більша прозорість щодо регулювання умов інвестування вплине на ринок фінансового капіталу, оскільки виникає потреба у внесенні змін у режим регулювання інвестиційної діяльності та застосуванні сучасного рівня менеджменту. Запровадження відповідних принципів і норм СОТ ґрунтується на скасуванні деяких законодавчо встановлених обмежень (наприклад, вимог стосовно здійснення аудиторської діяльності лише

---

<sup>1</sup>Матвієнко В., Матвієнко П. Вплив іноземного капіталу на інвестиційний клімат в Україні // Вісник Національного банку України. – 2003. – № 10. – С. 37.



громадянами України; обмеження можливостей іноземним банкам відкривати власні філії тощо). Слід зазначити, що вітчизняні банкіри мають власну точку зору і вважають, що перш, ніж дозволяти іноземним банкам відкривати свої філії на території України, необхідно вирішити питання безпеки національної економіки, розвитку і захисту власної банківської системи. Вони пропонують законодавчо забезпечити захищеність українських банків, що кредитують національну економіку, та обмежити кількість іноземних банків та їх частку в активах і капіталі банківської системи України<sup>1</sup>.

Передбачуваність і прозорість економічної політики створюють потенційні можливості для залучення прямих іноземних інвестицій. Вітчизняний ринок фінансового капіталу в умовах збільшення обсягів кредитування та інвестування повинен не лише підвищити рівень обслуговування, розширити спектр фінансових послуг, а й вдосконалити технології їх надання та відповідного правового захисту. В умовах реструктуризації та концентрації капіталу особливу увагу варто приділити ліквідації (санації, поглинанню) неконкурентоспроможних підприємств (АТ) з метою підвищення стабільності фінансового ринку. Залучення додаткового капіталу та новітніх технологій надання страхових послуг (внаслідок зняття обмежень щодо доступу іноземних страхових компаній на ринок України) варто використати для зниження соціальної напруженості в результаті реструктуризації фінансового сектору економіки (страхування фінансових послуг, банківських депозитів тощо).

Переваги для України від вступу до СОТ наступні: 1) можливе збільшення надходжень прямих іноземних інвестицій (в інших країнах впродовж першого–другого року після вступу до цієї організації вони зросли в 1,5–2 рази); 2) вітчизняні підприємства отримають спрощені умови доступу до ринків переважної більшості країн світу; 3) розширення дохідної частини державного бюджету за рахунок скасування пілг і вдосконалення бази для справляння митних платежів; 4) суб'єкти підприємницької діяльності при вирішенні торговельних спорів зможуть застосовувати багатосторонні механізми, передбачені нормами цієї організації (зокрема, щодо спеціальних та антидемпінгових

---

<sup>1</sup>Україна і Світова організація торгівлі: механізми та соціально-економічні наслідки вступу до неї // Урядовий кур'єр. – 2003. – № 28, 13 лютого. – С. 7–8.

<sup>2</sup>Пятницький В. На Північний Схід чи на Захід // Вісник Національного банку України. – 2003. – № 10. – С. 7.

<sup>3</sup>Жалило Я., Струк О. ВТО и неравное равенство его членов // Економіка та держава. – 2003. – № 11. – С. 3.

розслідувань); запобігання загрозі торговельно-економічної ізоляції внаслідок розширення Європейського Союзу (витіснення з європейського ринку української продукції аналогічною продукцією членів ЄС).

На нашу думку, варто також враховувати й можливі негативні наслідки: 1) загострення проблеми низької конкурентоспроможності продукції національного виробництва; 2) втрата деякими суб'єктами господарювання внутрішнього ринку (більшою мірою це стосується тих із них, які мають обмежені фінансові ресурси для структурної перебудови); 3) можливе зростання безробіття тощо. Що ж до розвитку ринку фінансового капіталу – це поява нових потужних учасників ринку (світових банківських конгломератів, страхових компаній, пенсійних фондів), які мають достатні фінансові ресурси для початку роботи і можуть частково деструктуризувати діяльність економічно слабших вітчизняних інституцій.

Вступ до СОТ може призвести до посилення (посилення) диференціації між регіональними фінансовими ринками, зростання небезпеки посилення впливу періодичних фінансових криз і залежності від тенденцій розвитку промислово розвинутих країн. З метою уникнення руйнівних коливань, спричинених світовими фінансовими кризами, варто приділити більшу увагу прогнозуванню розвитку кризових явищ, розробці моделей запровадження дієвих запобіжних заходів попередження кризового стану (оптимізувати вигоди й ризики), а також з урахуванням безпеки розвитку фінансового та реального секторів економіки скоригувати послідовність етапів інтеграції у світовий простір (визначення економічної й технологічної доцільності). Ефективність ринкових відносин зумовлює потребу публічності й прозорості інформації про діяльність учасників фінансового ринку (наприклад, про юридичний статус, укладені угоди, витрати, прибутки й збитки).

Відомі вітчизняні економісти (І. Бураковський, А. Гальчинський, А. Філіпенко) вважають, що вступ до Світової організації торгівлі вимагає координованих і чітко визначених зусиль щодо реформування механізму реалізації економічної політики з урахуванням національних інтересів<sup>1</sup>. Державні урядовці констатують, що вступ до СОТ – це насамперед засіб посилення конкурентоспроможності національної економіки<sup>2</sup>. Я. Жалило, О. Струк зазначають, що рівність партнерів у рамках СОТ є доволі умовною<sup>3</sup>. У процесі підготовки до вступу до СОТ, на нашу думку, варто не лише вести взаємні торговельні переговори, гармонізувати систему законодавства, а й передбачити прийняття єдиної Державної програми

розвитку ринку капіталу в Україні, що дасть змогу координувати взаємодію органів державної влади та учасників ринку. Потребу в прийнятті даної програми можна також пояснити розвитком тенденції так званого «новітнього протекціонізму», спрямованого не лише на захист внутрішнього ринку та національних виробників, а й на зміцнення позицій і зростання експансії вітчизняного бізнесу за кордоном. Загалом, країни з перехідною економікою й ті, що розвиваються, виступають проти політики лібералізації і створення рівних умов конкуренції для вітчизняних та іноземних підприємств (корпорацій).

Отже, Європейський вибір України передбачає забезпечення виконання зобов'язань за Угодою про партнерство та співробітництво між Україною та Європейським Союзом, а також Спільної стратегії інтеграції України до ЄС. Важливими напрямками співпраці є активізація діяльності євро-їонів, лібералізація фінансових ринків, розвиток трансєвропейських транспортних маршрутів та інформаційних мереж. Державне регулювання на макро- та мікрорівнях безпосередньо пов'язане з формуванням виробничої і соціальної інфраструктури, забезпеченням збереження робочих місць і гарантуванням національної безпеки (утримання державою стратегічних галузей економіки). У ході приватизації акціонування підприємств і розвиток фінансової індустрії зумовили поетапне становлення ринку фінансового капіталу.

Держава зацікавлена у стабілізації економіки через ринок фінансового капіталу, який забезпечує мобілізацію і розміщення фінансово-кредитних ресурсів, підтримку через державний бюджет інвестування суспільних благ та реалізацію соціальних цінностей. Державні органи управління і національні позичальники стимулюють підвищення можливостей мобілізації капіталу для забезпечення функціонування зростаючої економіки, посилення впливу держави на інвестиційні процеси та розвитку сучасних фінансових інституцій.

Ринок фінансового капіталу вимагає не тільки заходів державного регулювання, а й суттєвої державної підтримки і захисту, тому прийняття визначеної єдиної Державної програми розвитку ринку капіталу в Україні сприятиме ефективнішій координації взаємодії органів державної влади та учасників ринку.

Держава приділяє особливу увагу вступу України до Світової організації торгівлі, що повинно сприяти прискоренню визнання світовою спільнотою повного ринкового статусу економіки нашої держави, розширенню експортних можливостей вітчизняних товаровиробників, а також сприятиме усуненню проявів дискримінації у торговельній практиці. Вступ до СОТ слід розглядати у таких аспектах: політичному, економічному, соціальному та нормативно-правовому.

У сучасних умовах господарювання фінансові послуги ще недостатньо відрегульовані відповідними стандартами, а тому вступ до СОТ передбачає розбудову новітніх систем технологічних стандартів, узгоджених з міжнародними вимогами; впровадження прозорих

## **2.4. Закономірності та пріоритети функціонування ринків фінансового капіталу і праці в контексті макроекономічної стабілізації в Україні**

Відомо, що підтримка держави громадянами сприяє її могутності та процвітанню. Концептуальні засади створення національної інноваційної системи вимагають ґрунтовної розробки програм економічного та соціального розвитку, тісної інтеграції ринку фінансового капіталу та праці. Новий спектр організаційно-економічних та інституційних рішень повинен подолати тривале протистояння капіталу і праці.

Дослідженню основних аспектів складної і багатогранної проблематики ринку праці присвячений науковий доробок провідних вітчизняних і зарубіжних економістів. Значний внесок у вирішення проблем моделювання фінансового забезпечення соціальної сфери та забезпечення зайнятості населення в умовах функціонування ринку праці зробили вітчизняні вчені Ю. М. Краснов<sup>1</sup>, С. Давимука, М. Казнова; висвітленню особливостей відносин громадян з фінансово-кредитною системою присвячено праці російських вчених Л. С. Чижової<sup>2</sup>, Ю. Пешехонова<sup>3</sup>, а ефективність функціонування державної нагромаджувальної системи розглядали А. Щербаков<sup>4</sup>, Дж. М. Кейнс, А. Сміт, Дж. Р. Хікс.

Упродовж останніх років спостерігається тенденція зростання грошових доходів і заощаджень населення, а також часткове спрямування їх у фінансово-кредитну сферу. Це потребує новітніх підходів до висвітлення проблематики взаємозв'язку ринків капіталу і праці у вітчизняній економіці. Важливим є відстежування можливостей залучення фінансового капіталу для активізації зайнятості населення, ефективнішого використання грошових заощаджень громадян для задоволення життєвих потреб і зменшення тиску на видаткову частину бюджету в соціальному аспекті.

Нагромадження фінансового капіталу залежить головним чином від умов розвитку ринкової системи, коливань ділового циклу та стану

---

<sup>1</sup>Краснов Ю. М. Економічна стратегія ефективної зайнятості. – К.: Знання України, 2001. – С. 175.

<sup>2</sup>Стратегія занятості / Чижова Л. С., Сергеева Г. П., Волчков С. Н. и др.; Отв. ред. Л. С. Чижова. – М.: Экономика, 1990. – С. 79–80.

<sup>3</sup>Пешехонов Ю. В. Взаимоотношения населения с финансово-кредитной системой в условиях становления рыночной экономики // Финансы. – 2003. – № 3 – С. 56.

<sup>4</sup>Щербаков А. И. Использование средств государственной накопительной системы финансовыми институтами // Финансы. – 2002. – № 1. – С. 69.

трудових ресурсів. Саме від забезпечення соціальної злагоди, формування загальнолюдських цінностей і стану зайнятості населення залежить поступальний розвиток ринку фінансового капіталу. Суспільний розвиток, становлення інститутів власності, послідовне формування фінансових ринків здійснюється шляхом постійного коригування політики зайнятості населення, вироблення відповідних критеріїв оцінки ефективності пасивних та активних програм сприяння зайнятості, створення новітніх систем запобігання зниженню якості життя населення з метою уникнення можливих соціальних і геополітичних криз. В економічно розвинутих країнах процес нагромадження капіталу випереджає загальне зростання чисельності населення, спостерігається тенденція зростання реальної заробітної плати і, відповідно, частки заробітної плати в національному доході.

Важливу роль у регулюванні зайнятості населення відіграє власне держава. У Франції за часів юрора Людовіка XVI згідно із законом 1777 р. передбачалося покарання працею на галерах кожної фізично здорової особи віком від 16 до 60 років, якщо вона не мала засобів для існування та відповідної професії<sup>1</sup>.

До кінця XIX ст. розмір заробітної плати найменше регулювалося на законодавчому рівні. Держава не була зацікавлена і не мала змоги втручатися у відносини між довірливими сторонами (найманими працівниками і роботодавцями) з приводу встановлення розміру заробітної плати, що відповідало інтересам підприємців. Часто заробітна плата видавалася товарами з крамниці фабриканта або умовними квитанціями (купонами), що приймалися до сплати у приватних крамницях відповідно до укладеної з фабрикантом угоди, який потім ці квитанції оплачував. Проте у більшості країн було заборонено здійснювати подібні взаєморозрахунки через трактири, шинки та інші торговельні заклади.

У сільському господарстві до відміни кріпацтва зберігалися кабальні умови оплати праці. Поміщик міг змусити наймита вийти на роботу, але юридично не мав права зобов'язати працювати його більше, ніж потрібно, щоб відробити за виділений наймиту земельний наділ, а тому поміщик був змушений виплачувати відповідну грошову компенсацію, що об'єктивно порушувало натуральну форму розрахунків<sup>2</sup>.

Не приділялося належної уваги на державному рівні й соціальним

---

<sup>1</sup>Дольская А. А. Первоначальное накопление капитала. – М., 1962. – С. 12.

<sup>2</sup>Возникновение капитализма в промышленности и сельском хозяйстве стран Европы, Азии и Америки. Сборник статей. – М.: Изд-во «Наука», 1968. – С. 247–267.

аспектам захисту працівників. Міністр фінансів царської Росії С. Ю. Вітте у праці «Спогади» зазначав, що обер-прокурор К. П. Победоносцев виступав проти законопроекту про відповідальність власників промислових підприємств і фабрик перед робітниками за нанесення можливих фізичних ушкоджень (смерть, каліцтво тощо). К. П. Победоносцев вважав, що законодавчі акти про відповідальність перед робітниками мають «доволі соціалістичний характер»<sup>1</sup>.

Роль держави зростає у процесі нагромадження фінансового капіталу. Промисловці заохочували державну владу до регулювання заробітної плати (зокрема, збереження її на низькому рівні), подовження робочого дня, підтримці дискримінаційної трудової дисципліни тощо. У 1900 р. майже 25% усіх найманих працівників становили мало-кваліфіковані сільськогосподарські робітники, до 1969 р. їхня частка знизилася до 3,4%, а в США, Німеччині, Великій Британії, Японії – приблизно до 1,5% усіх працівників<sup>2</sup>. Науково-технічний прогрес та розвиток промисловості вимагали значного підвищення професійного рівня робітників, вільної міграції робочої сили і, відповідно, поступово зростала оплата праці та можливості грошових заощаджень населення. Всесвітньовідомі автомобільні заводи в Детройті (США) часто змінювали асортимент нових моделей автомобілів (відома фордівська політика), а тому робітників наймали лише на декілька місяців, щоб випустити нову модель, а потім звільняли. У даній ситуації страждали одружені робітники, які після багаторічної праці на заощаджені кошти побудували будинки, і «придбали занадто багато власності й не мали змоги вільно переміщуватися в пошуках роботи»<sup>3</sup>.

Патріархальність доринкових відносин та інституційна нерозвиненість ринку праці поступово змінилися цілісною системою державного регулювання. З другої половини XIX ст. професійні корпорації стали засновниками системоутворювальних інституцій ринку праці. Так, починаючи з 1919 р. Діяльність Міжнародної організації праці (МОП) була спрямована на сприяння втіленню послідовної політики зайнятості населення та стримування зростання безробіття в більшості промислово розвинутих країн. Поступальний економічний розвиток тісно пов'язаний зі становленням бірж праці та відповідної розгалуженої інфраструктури зайнятості. Загальні тенденції сприяння зайнятості

---

<sup>1</sup>Витте С. Ю. Воспоминания. Детство. Царствования Александра II и Александра III. (1849–1894). Том III. – Л.: Государственное издательство, 1924. – С. 300.

<sup>2</sup>Круторжевский Г. А., Трифонов В. И., Шишков Ю. В. Современный капитализм. Цифры и факты. – М.: Изд-во «Знание», 1971. – С. 23–35.

<sup>3</sup>Рубинштейн М. Противоречия американского капитализма. – М.-Л.: Московский рабочий, 1929. – С. 129.

населення у світовій економіці частково призвели до обмеження свободи роботодавців, зниження ефективності діяльності інституцій найму і зростання структурних диспропорцій у мобільності трудових ресурсів.

Одночасно постала проблема безробіття, тому держава була змушена приділяти більшу увагу ринку праці для зниження соціальної напруженості у суспільстві. До заходів, що сприяли стримуванню безробіття, відносять: державне регулювання ринку праці, виконання громадських робіт, запровадження системи соціального страхування, яке повинно фінансово підтримувати проведення державних програм зайнятості. Проте приватні бюро з працевлаштування інколи вступали у змову з роботодавцями, щоб ті якомога частіше відмовляли своїм робітникам у наданні роботи. Таким чином, створювалося штучне безробіття, й робітники змушені були знову звертатися в бюро і виплачувати йому винагороду за подальші пошуки робочого місця.

Становлення статистики праці в Україні відносять до 1921 р., коли був створений відділ статистики праці в Центральному статистичному управлінні УРСР. Варто зазначити, що особлива увага приділялася виявленню конфліктів, які виникали на ґрунті договорів про «трудоий найм» і стосувалися переважно питань, пов'язаних з умовами оплати праці<sup>1</sup>. Держава, згідно з Конвенцією МОП № 160 від 25 червня 1985 р. «Про статистику праці», зобов'язана регулярно збирати, обробляти та публікувати статистичні дані про економічно активне населення, зайнятість, безробіття; структуру і розподіл економічно активного населення.

Дж. Р. Хікс у праці «Вартість і капітал» досліджував формування ринкових відносин, докапіталістичний розвиток грошей та кредитів<sup>2</sup>. Проте він вважав, що центральну роль у генезі капіталізму відігравали процеси формування людини, яка раціонально ставиться до г о с п о д а р ю в а н н я . А. Сміт зазначав, що особи, які вкладають свій капітал на підтримку розвитку вітчизняного ринку праці, обов'язково намагаються отримати й відповідний дохід<sup>3</sup>.

---

<sup>1</sup>Государственная статистика УССР (её достижения и перспективы) 1921–1925 гг. – Харьков: Центральное статистическое управление УССР, 1925. – С. 156–169.

<sup>2</sup>Хікс Дж. Р. Стоимость и капитал: Пер. с англ. / Общ. ред. и вступ. ст. Р. М. Ентова. – М.: Издательская группа «Прогресс», 1993. – С. 277, 446.

<sup>3</sup>Адам Смит. Исследование о природе и причинах богатства народов. Том II. Государственное социально-экономическое издательство. – М.: Ленинград, 1935. – С. 31.

<sup>4</sup>Кейнс Дж. М. Общая теория занятости, процента и денег / Пер. с англ. А. Г. Милейковского, И. М. Осадчей. – М.: Издательство «Прогресс», 1978. – С. 341–350.

Теорія державного регулювання економіки, об'рунтована Дж. М. Кейнсом<sup>4</sup>, особливу увагу приділяла стимулюванню економічного зростання (підтримці економічної рівноваги) і доцільності державного втручання у підтримання рівня платоспроможного попиту. Практично саме кейнсіанська модель вважається найефективнішою в умовах вільної конкуренції (ціни рівноваги), неповної зайнятості працездатного населення, обмеженості державних видатків, але стає малодієвою в умовах можливого зростання інфляції.

У 1970-х рр. змінюються орієнтири суспільного відтворення і виникає потреба в пошуку та розробці нової тактики і стратегії проведення дієвих антиінфляційних заходів (оптимізації спіралі «зарплата–ціни»). Ця проблематика стала актуальною для всіх країн, незалежно від політично-економічного устрою. Оскільки вітчизняний ринок праці формувался в умовах соціалістичного ладу, то існували такі особливості оплати праці: вважалося, що справжня матеріальна зацікавленість у результатах праці – це категорія, властива лише діючому ладу; матеріальна винагорода кожного працівника визначалася якістю і кількістю праці на благо суспільства; на оплату праці припадало приблизно 65%, а на виплати й пільги із суспільних фондів споживання – 35% від загальної суми доходів<sup>1</sup>.

Особлива увага в умовах соціалістичного виробництва приділялася проблематиці збереження балансу між грошовою і матеріальною оплатою праці при встановленому твердому масштабі цін у сфері споживання матеріальних благ. Вважалося, що значну небезпеку становить підвищення грошової форми оплати праці порівняно з матеріальною<sup>2</sup>. Незбалансованість грошової і товарної маси призводила до того, що нагромадження грошей у населення зумовлювало створення суцільного товарного дефіциту. При появі «надлишкових» грошей виникав додатковий непрогнозований купівельний попит на ще невикотовлені товари.

Державне обмежувальне регулювання заробітної плати було також зумовлене потребою стримування інфляційних очікувань і відповідним

---

<sup>1</sup>Гершкович Б. Я., Лившиц В. И. Интересы и стимулы. Некоторые вопросы стимулирования в условиях хозяйственной реформы. – Ставрополь: Ставропольское книжное издательство, 1969. – С. 23, 33, 35.

<sup>2</sup>Алексеенко Л. М. Проблемы усиления воздействия поощрительных фондов на повышение эффективности производства (на материалах легкой промышленности). Автореф. дис. ... к-та экон. наук. – М.: Московский финансовый институт, 1988. – С.10.

<sup>3</sup>Вознесенский Н. А. Избранные произведения. 1931–1947. – М.: Изд-во политической литературы, 1979. – С. 92.



негативним впливом на величину грошових заощаджень населення. М. А. Вознесенський зазначав, що в умовах соціалістичного ладу ще зберігатиметься відрядна оплата праці, оскільки вона найбільше відповідає принципу оплати за кількістю та якістю праці, підвищує продуктивність праці та забезпечує грошові нагромадження, а вже при комунізмі розподіл продуктів здійснюватиметься за потребами<sup>3</sup>.

При соціалізмі державна власність становила приблизно 90%, і відсутність приватної власності на матеріальні блага (виробничі потужності, нерухомість, землю тощо) зумовлювала потребу раціонального перерозподілу вироблених благ з метою уникнення інфляційних явищ (оскільки вільні грошові нагромадження в умовах дефіциту «роздувають» ціни). До початку 1990-х рр. офіційна статистика не проводила достатньо послідовних спостережень за розвитком інфляційної складової у динаміці грошових нагромаджень (на нашу думку, з ідеологічних міркувань і для приховування справжнього стану справ в економіці).

Держава в постсоціалістичних країнах має відігравати важливу роль у пом'якшенні соціальних наслідків безробіття в період трансформації економіки, наявності несприятливої кон'юнктури ринку та виникнення відповідних структурних диспропорцій в економіці. Ю. М. Краснов у праці «Економічна стратегія ефективної зайнятості» (2001 р.) зазначає, що ринок праці як структурна категорія характеризується явною і прихованою його частиною, як економічна категорія, є теоретичним виразом певних суспільних відносин між попитом і пропозицією робочої сили<sup>1</sup>. Особливу увагу при розробці стратегій регулювання процесів зайнятості слід приділити проблемі безробіття. В. К. Ломакін зазначає, що у соціальному відношенні безробіття поглиблює нерівність у суспільстві<sup>2</sup>.

На нашу думку, основними завданнями інституцій зайнятості населення є оптимізація попиту на працю в умовах структурної перебудови (впровадження інноваційно-інвестиційної моделі економічного розвитку), сприяння оптимізації міграції (переміщення) робочої сили, гарантування соціального захисту у випадку безробіття і страхування згідно з усталеними міжнародними правилами.

Економічні процеси глобалізації вимагають розвитку сучасного інституту ринку праці з метою розробки заходів щодо запобігання

---

<sup>1</sup>Краснов Ю. М. Економічна стратегія ефективної зайнятості. – К.: Знання України, 2001. – С. 175.

<sup>2</sup>Ломакін В. К. Мировая экономика: Учебник для вузов. – М.: Финансы, ЮНИТИ, 1999. – С. 264.

безробіттю, розширення мережі підготовки та перепідготовки спеціалістів з урахуванням потреб суспільства, всебічної підтримки безробітних та їхніх сімей. Світові концепції і технології загалом спрямовані на пошук механізмів забезпечення якості життя населення в умовах орієнтації промислового розвитку на підвищення рівня споживання. Неоліберальні та неокласичні теорії суттєво впливають на ставлення держави до проблем ринку праці, розробки заходів, спрямованих на зменшення соціальних та фінансових втрат від безробіття.

Відомо, що три моделі соціальної держави (континентально-європейська, ліберальна, скандинавська), забезпечують високі стандарти життя громадян, але використовують різні підходи до системи оподаткування, проте мають єдиний підхід щодо принципу справедливості – захист уразливих верств населення та самозабезпечення працеспроможних громадян.

Об'єктивні та суб'єктивні чинники можуть спричинити протистояння у процесі економічних відносин між державою, ре'іонами, суб'єктами господарювання та фізичними особами. Згідно із соціальною стратифікацією існує також поділ суспільства на страти (верстви), які виділяють на основі однієї чи кількох ознак – національних, економічних, соціальних, психологічних. Держави добробуту (соціальні держави) своїми досягненнями завдячують не лише власним національним економічним традиціям, культурі, побуту, а й зацікавленістю у використанні цивілізованих соціального страхування й захисту, охорони здоров'я, вирішення житлових проблем у системі взаємного обміну стандартами соціального розвитку.

Поступальність соціально-економічного розвитку держав, позиції та відносини державних структур, роботодавців і профспілок зумовили формування національних особливостей ринків праці. Високий динамізм ринку праці у США та Канаді виокремив переваги розвитку англо-саксонських традицій та організації системи трудового посередництва й страхування від безробіття.

Розвиток ринку праці у країнах Європейського Союзу (ЄС), які пережили більше політичних і соціальних потрясінь, дав змогу відпрацювати різноманітні моделі систем захисту від безробіття, проте все ще зберігається тенденція вищого рівня безробіття в країнах Європейського Союзу, ніж у США. У 1994–1998 рр. безробіття в ЄС становило 10,5%, у 2002 р. – 8,3%, а в США – лише 5,6%<sup>1</sup>. За останні роки було суттєво відрегульовано компенсаційні механізми страхових

---

<sup>1</sup> Антиинфляционная политика в Евросоюзе: особенности, проблемы и перспективы // Вопросы экономики. – 2002. – № 12. – С. 64.

виплат з безробіття (зокрема, лише 40% безробітних отримують страхові відшкодування), обмежено терміни компенсаційних виплат (наприклад, у США – до 6 місяців) і законодавчо регламентовано процедуру звільнення з роботи.

Важливо забезпечити незалежність функціонування державних інституцій від впливу різноманітних інтересів при становленні ринку праці, що й намагаються зробити в більшості економічно розвинутих країн. Європейський Союз – це юридична реальність у двох різних сенсах: він є витвором законодавчої ініціативи країн-учасниць і водночас співтовариством, опертим на закон. Оскільки держави емпірично регулюють соціальну політику, то відповідні установи регламентують вирішення соціальних питань на рівні всієї співдружності, а саме: Комітет з економічних і соціальних питань (статті 257–262 ЄС) надає різним економічним і соціальним групам (роботодавцям, робітникам, менеджерам малих та середніх підприємств) можливість представляти свої інтереси на рівні організації ЄС; Європейський Інвестиційний Банк (статті 266–267 ЄС) фінансує впровадження інвестиційних проектів, які передбачають створення нових робочих місць тощо.

Розвиток цивілізованого ринку праці вимагає дотримання міжнародних стандартів визначення зайнятості населення, оскільки це дозволяє не лише прогнозувати потреби економічного розвитку держави, а й сприяє зменшенню навантаження на видаткову частину бюджету (надання субсидій, матеріальної допомоги тощо). За визначенням Міжнародної організації праці (МОП), робоча сила (*labor force*) або економічно активне населення (*currently active population*) – це частина населення, яке має роботу (*employed* означає оплачувану зайнятість або самозайнятість), або активно займається її пошуком (*unemployed* – громадяни віком від 15 до 70 років, які не працюють, але готові працювати і шукають відповідну своїй кваліфікації роботу). З 1995 р. в Україні проводяться щорічні вибіркові обстеження економічної активності населення (ринок зайнятості) за методологією МОП<sup>1</sup>.

Рівень зайнятості визначають на основі списків персоналу підприємства, що включає всіх робітників, які працюють на тимчасовій (мінімум 1 день) чи постійній основі та отримують заробітну плату. За визначенням офіційної статистики рівень безробіття – це відношення кількості безробітних, які перебувають на обліку в службі зайнятості, до «робочої сили» (кількість населення в працездатному віці). Проте

---

<sup>1</sup>Тенденції української економіки. – 2001. – Грудень. – С. 29.

<sup>2</sup>Петух В. М. Ринок праці та зайнятості: Навчальний посібник. – К.: МАУП, 1997. – С. 118.

рівень зайнятості не охоплює такі сфери, як самозайнятість, неоплачувану зайнятість (наприклад, у сімейному бізнесі), тому допускає похибку подвійного рахунку. В Україні рівень безробіття (на останню дату) в 1991 р. становив 1,27, в 1995 р. – 3,8, в 1998 р. – 3,69, в 2000 р. – 4,22 і в 2002 р. – 3,8 (див. додатки 4, 5).

Відродження платоспроможності внутрішнього ринку тісно пов'язано із зайнятістю населення. Згідно зі статтею 8 Конвенції МОП (Міжнародної організації праці) № 168 від 21 червня 1988 р. «Про сприяння зайнятості та захист від безробіття» передбачається, що держава зобов'язується здійснювати програми сприяння зайнятості<sup>2</sup>. До 1990-х рр. державна допомога була в основному спрямована на збереження робочих місць. Проте в умовах міжнародного поділу праці структурні економічні реформи зумовлюють появу великої кількості безробітних, і перевагою країн, що розвиваються, все ще залишається дешева робоча сила. У перші роки здобуття Україною незалежності громадяни втратили значні грошові заощадження, й процес приватизації не створив відповідних умов для первісного нагромадження індивідуальних капіталів (оцінка частки державної власності, яка реально припадала на кожного громадянина, не давала змоги розпочати власну справу чи придбати відповідні матеріальні блага). Відносно низька реальна оплата праці використувувалася на забезпечення основних потреб життєдіяльності, і лише за останні роки спостерігається тенденція поступового індивідуального нагромадження заощаджень населення.

Слід враховувати взаємозалежність зростання економіки і приросту населення. Обсяги випуску продукції (товарів, надання послуг) на одну особу – важливий показник зміни індивідуального добробуту. Якщо приріст населення випереджає зростання економіки, то в середньому знижується і дохідність на одну особу.

Становлення ринку фінансового капіталу зумовило потребу у дослідженні причин, що призвели до негативних явищ на ринку праці, та у здійсненні відповідних заходів для їх усунення, тобто створення сприятливих умов для розвитку економіки. Трансформаційні відносини, в цілому, пов'язані з ліквідацією структурних диспропорцій в економіці, організацією виробництва, санацією нерентабельних підприємств, оплатою праці тощо. Концептуальні підходи реформування оплати праці в Україні передбачає посилення впливу державних економічних та соціальних програм на сферу працевлаштування. Відповідно

---

<sup>1</sup>Грошові доходи та витрати населення // Тенденції української економіки. – 2001. – Грудень. – С. 39.

здійснюються організаційні заходи (налагоджується співпраця державних та приватних служб сприяння зайнятості), інституційні (створення відповідних юридичних служб забезпечення працевлаштування) та соціально-економічний аспект (взаємодоповнення адресної допомоги соціально незахищеним верствам населення та активної позиції у сприянні пошуку роботи).

Порівняльний аналіз стану ринку праці свідчить, що за останні роки поліпшення національних макроекономічних показників позитивно позначилося на доходах і грошових нагромадженнях населення. Зміна ситуації на ринку праці розпочалося у 2000 р., коли реальні доходи населення порівняно з 1999 р. зросли на 9,5%; це перевищувало зростання валового внутрішнього продукту (6%) та реальної заробітної плати (1,4%), що свідчило про зростання неофіційних доходів. За 2000 р. реальне споживання домогосподарств зросло на 11,1% порівняно з 1999 р.; у 2001 р. споживання зросло на 30,3%, а частка грошових заощаджень – на 4%<sup>1</sup>. Варто зазначити, що у 2001 р. ревальвація гривні становила 2,6%, а населення України продало готівкової іноземної валюти на 100 млн. дол. США більше, ніж купило<sup>1</sup>. Грошові доходи населення в 1991 р. становили 2 млн. грн., в 1995 р. – 26498 млн. грн., в 1998 р. – 54379 млн. грн., в 2000 р. – 86911 млн. грн. і в 2002 р. – 186365 млн. грн. (див. додатки 4, 5).

Номінальні доходи населення за січень–квітень 2003 р. збільшились на 9,2% порівняно з аналогічним періодом 2002 р. Наявні доходи, які можуть бути використані населенням на придбання товарів та послуг, збільшились на 7,3%, а реально наявні, визначені з урахуванням цінового чинника, – на 4,6%. Доходи у розрахунку на одну особу за квітень 2003 р. становили 219,5 грн. проти 221,7 грн. за квітень 2002 р. Грошові витрати та заощадження населення в 1991 р. становили 1,9 млн. грн., в 1995 р. – 24784 млн. грн., в 1998 р. – 53376 млн. грн., в 2000 р. – 83777 млн. грн. і в 2002 р. – 186365 млн. грн. (див. додатки 4, 5).

Витрати населення у січні–квітні 2003 р. збільшились на 12,8% порівняно з аналогічним періодом попереднього року, приріст заощаджень становив 263 млн. грн.; збільшилися залишки коштів фізичних осіб у національній та іноземній валюті в банках<sup>2</sup>. У серпні 2003 р. доходи населення зросли на 8,8%, а заощадження – в 3,4 разу.

---

<sup>1</sup>Левицкий Б. Призрак инфляции // Компаньон. – 2002. – № 1–2. – С. 27.

<sup>2</sup>Див. розділ 3.

<sup>3</sup>Геєць В. М. Нестабільність та економічне зростання. – К.: Ін-т економічного прогнозування, 2000. – С. 310.

Зростання депозитів у банківській системі свідчить про недовіру населення до інших фінансових інституцій (страхових компаній, пенсійних фондів, інститутів спільного інвестування). Із зростанням матеріальної спроможності населення заощадження варто більше спрямовувати в інвестиційну сферу – підтримку підприємств (АТ), соціальну сферу тощо. У світовій економіці заощадження перетворюються в інвестиції шляхом вкладення в державні та інші цінні папери, розміщення вільних коштів на міжнародних ринках капіталів. В. М. Геєць у праці «Нестабільність та економічне зростання» (2000 р.) для акумуляції заощаджень населення пропонує запровадити облигації для фізичних осіб під державну гарантію за «золотою позичкою», причому їх може вільно купувати і продавати Ощадбанк з урахуванням відсоткової ставки, не нижчої від рівня інфляції та зміни курсу долара США<sup>3</sup>.

В умовах приватної власності є багато різноманітних можливостей для використання і розміщення вільних коштів, оскільки їх можна використати для започаткування власної справи, купівлі цінних паперів, придбання нерухомості тощо. Відродження ринку іпотеки дає змогу поліпшити якість життя населення, оскільки розширюються сфера операцій з нерухомістю і можливості поліпшення житлових умов. Вільні кошти в умовах ринкової економіки можна також використати в процесі приватизації державної власності (купівля акцій, інвестування виробництва), на ринку фінансового капіталу (вкладення у фінансові установи з метою отримання відповідних доходів), що частково сприяє і зниженню темпів інфляції.

Ринкова трансформація вимагає макроекономічної стабілізації, лібералізації ринків і цін, проведення приватизації державної власності, формування інституційних ринкових структур, а також адаптації до нових реалій населення і відповідної перебудови суспільного мислення. У ході реформування економіки громадянам було надано право розпочати власну справу найпростішим шляхом – зайнятися малим підприємництвом. Загальна кількість малих підприємств на 10000 осіб в Україні за станом на 1992 р. становила 14, а в 2002 р. – 51. Стрімко зростає й кількість приватних підприємців – на початок 2003 р. їх було зареєстровано понад 2,3 млн.<sup>1</sup>

Малі підприємства відіграють важливу роль у формуванні конкурентного середовища, створенні додаткових робочих місць, впровадженні досягнень науково-технічного прогресу. Як правило,

---

<sup>1</sup>Дефіцит фінансових інструментів у малому бізнесі // Урядовий кур'єр. – 2003. – № 114, 24 червня. – С. 7.

виникають складності обліку об'єктів оподаткування малих підприємств, тому варто продовжувати практику впровадження спрощеної системи оподаткування, а також упорядкування адміністративних вимог (зменшення переліку ліцензованих видів діяльності, спрощення порядку видачі ліцензій (дозволів), зменшення кількості узгоджень). Від максимального спрощення державної реєстрації та системи оподаткування залежить детінізація малих підприємств і зняття напруженості на ринку праці.

Позитивну роль відіграло створення Державного комітету з питань регуляторної політики та підприємництва і прийняття Національної програми розвитку малого підприємництва, яка дала змогу активізувати процеси мікрокредитування. Тому з 1994 р. Європейський банк реконструкції і розвитку (ЄБРР) відкриває для малих і середніх підприємств кредитні лінії, які сприяють фінансуванню проектів, відібраних на основі тендерів. На жаль, вітчизняні банки традиційно стримано ставляться до потреб реального сектору економіки, а тому універсалізація надання послуг банківською системою та розширення спектру банківських операцій у майбутньому дасть змогу здійснювати довготермінове фінансування не лише юридичних осіб, а й населення (надання споживчих кредитів).

Важливим чинником сталого економічного зростання є акціонування, яке сприяє оптимізації чисельності персоналу та є одним із методів підвищення реальних доходів працівників. Переваги приватно-корпоративної власності матеріально заохочують акціонерів підтримувати впровадження елементів сучасного фінансового менеджменту, прийняття оптимальних рішень, здійснення переходу саме до інноваційної моделі економічного розвитку.

Варто зупинитися на проблематиці залучення заощаджень населення на ринок фінансового капіталу. Завдання держави – забезпечити й гарантувати розподіл багатства, створеного минулими поколіннями, відповідно до принципів економічної і соціальної справедливості. Держава традиційно відіграє провідну роль в економічному житті суспільства, тому й зобов'язана сприяти створенню та захисту ринкових інституцій, відчуваючи довіру і підтримку громадян. Зокрема, у червні 2003 р. Державне казначейство виділило черговий транш у розмірі 26 млн. грн. для компенсації грошових заощаджень громадян України, вкладених до 2 січня 1992 р. в установи колишнього Ощадного банку РСРС, що діяли на території України.

З метою активізації процесів вкладення грошових накопичень фізичними особами в реальний сектор економіки варто враховувати

значення основи становлення суспільних відносин – узгодження економічних інтересів. В умовах становлення приватної власності важливо забезпечити її захист і збереження. На нашу думку, варто оптимізувати трансформування частини приватної власності у вигляді сплати податків юридичними суб'єктами господарювання та фізичними особами до державного бюджету і скерування державою частини цих коштів на потреби самих платників з метою підвищення життєвого рівня суспільства загалом.

Економічні інтереси індивіда більше стосуються задоволення власного достатку, а не розподілу чи перерозподілу отриманих доходів. Ігнорування приватного інтересу зумовлює відплив («втечу») фінансового капіталу або призводить до відмежування від суспільних інтересів. Відповідно, відчуження приватної власності на суспільне благо є економічно виправданим лише у виняткових умовах, зокрема для задоволення нагальних потреб у суто соціальних благах, а також для здійснення соціального захисту найбільш знедолених верств суспільства.

Громадяни вкладають свої заощадження у фінансові інституції за умови досягнення певного стабільного життєвого рівня. Банки, відповідно, зацікавлені в акумуляції коштів населення, але за умови масових вкладень, оскільки дрібні вклади дорожчі в обслуговуванні й, відповідно, не настільки рентабельні, як вклади підприємств та установ. Крім цього, населення матеріально не зацікавлене у здійсненні довготермінових вкладень, оскільки для нього відчутний високий ризик і немає відповідних гарантій збереження та повного відшкодування реальних заощаджень. Присутність чинника інфляції також негативно впливає на тенденцію розміщення заощаджень. У 1991 р. вклади населення в банки України становили 1,2 млн. грн., у 1995 р. – млн. грн., у 1998 р. – 53376 млн. грн., у 2000 р. – 83777 млн. грн. і в 2002 р. – 186365 млн. грн. (див. додаток 7).

Масові вкладення заощаджень населення у фінансові інституції можуть призвести до зміни економічної кон'юнктури і спровокувати фінансові спекуляції (наприклад, досвід виникнення «фінансових» пірамід у 1990-х рр., фондові шахрайства, що мають постійну тенденцію до модифікації тощо). Розміщення вільних коштів на ринку цінних паперів також має певні обмеження, оскільки не забезпечує гарантованої дохідності закладами і тому ще не достатньо привабливе для дрібних інвесторів.

Потужні інвестиційні банки і компанії промислово розвинутих країн вже понад 10 років дотримуються позиції «очікування № 1» щодо нашої держави. Вони аналізують фінансову діяльність фінансових інституцій



та підприємств (зокрема, акціонерних товариств), вивчають перспективи ринку збуту, узгодження економічних інтересів у різноманітних сферах. Зарубіжні фінансові інституції в межах чинного законодавства вже давно могли б розпочати випуск та розміщення серед юридичних та фізичних осіб відповідних цінних паперів. Проте наслідки недовіри більшості громадян нашої держави до втрати вкладів в установах колишнього Ощадного банку СРСР та соціологічні дослідження не дають підґрунтя для впевненості у досягненні поставленої мети – акумуляції тимчасово вільних коштів громадян України.

На нашу думку, потрібно застосувати етапний підхід до вирішення цієї проблеми. Відновлення довіри населення можливе шляхом поступального здійснення пенсійної реформи, яка була б тісно пов'язана з діяльністю пенсійних фондів і страхових компаній; введення обов'язкового медичного страхування також сприятиме розвитку страхових компаній, а прийняття усталених законодавчих актів щодо акціонерних товариств і державної стратегії розвитку фондового ринку сприятиме діяльності інституцій спільного інвестування.

Інноваційна модель економічного розвитку потребує великих коштів, тому зростає необхідність оптимізації залучення тимчасово вільних коштів на внутрішньому ринку фінансового капіталу. Варто врахувати диференційований споживчий попит населення, який характеризується зосередженням значної грошової маси (за оцінками експертів – 20 млрд. грн.), а також особливостями її інвестування. Життєвий рівень народу значною мірою визначається розміром реальних доходів громадян, тривалістю та умовами їхнього життя.

Важливу роль у запобіганні та пом'якшенні соціальних потрясінь від безробіття відіграють міжнародні фінансові інституції, які здійснюють контроль за наданням чергових фінансових траншів для вітчизняної економіки залежно від виконання тих чи інших соціальних програм. Це може частково нейтралізувати причини соціальної напруженості, проте неокласичний підхід до економічної політики, який передбачає втручання держави, все ще не послаблює напруженості на ринку праці.

Міжнародні експерти Організації економічної співпраці й розвитку (ОЕСР) вважають, що в умовах зростання економіки можна знизити податковий тиск і значні кошти спрямувати на структурне реформування економіки (зокрема, на впровадження новітніх технологій) і поліпшення соціально-економічного становища населення. Інноваційна модель розвитку економіки вимагає підвищення якості робочої сили (вкладення коштів у навчальні програми, поліпшення умов праці, гарантування вільного пересування тощо).

Процес адаптації соціально-економічної політики держави до зовнішніх та внутрішніх тенденцій розвитку суспільства сприяв переходу від пасивних до активних програм соціальної підтримки населення. В Україні впродовж останніх років здійснюються заходи з реінтеграції безробітних у матеріальну сферу і запроваджуються жорсткі методи цільового надання матеріальних компенсацій.

Програма уряду України спрямована на розбудову держави з потужним науково-технічним потенціалом, тому скорочення прямих та непрямих бюджетних дотацій збитковим підприємствам і перерозподіл соціальних зборів з фонду заробітної плати на інші напрямки сприятимуть збільшенню інвестиційної привабливості економіки. Заходи з детінізації виплати заробітної плати дають змогу розширити базу платників у державні цільові фонди, що зміцнить їх фінансову спроможність. Варто врахувати, що згідно з цільовими прогнозами у 2004 р. реальне зростання заробітної плати населення становитиме 12–15%. На нашу думку, пріоритетним напрямком повинно стати фінансування створення робочих місць у сфері соціальної інфраструктури, що сприятиме також поступовому здешевленню невиправдано завищених цін на більшість послуг у цій сфері.

На сучасному етапі інвестиційно-інноваційного підходу до економічного розвитку держава повинна сприяти створенню нових робочих місць, раціональному перерозподілу робочої сили в умовах зміни попиту на більш кваліфіковану працю. У 2001 р. в Україні у центрах зайнятості на обліку перебувало 2,8 млн. осіб і майже 1,8 млн. осіб звернулося за консультаціями. За станом на 1 березня 2002 р. рівень зареєстрованого безробіття серед працездатного населення в Україні в середньому знизився до 3,89% проти 4,23% на початку березня 2001 р. Відповідно зменшилося й навантаження на одне вільне робоче місце (за станом на 1 вересня 2002 р. – 13 осіб, на 1 січня 2001 р. – 79 осіб). За станом на листопад 2002 р. послугами служби зайнятості скористалося 15,3 млн. безробітних, працевлаштовано 3,9 млн. осіб і професійним навчанням охоплено 804,8 тис. та громадськими роботами – майже 939 тис. осіб<sup>1</sup>. Чисельність безробітних (визначених за даними вибіркового обстежень домогосподарств з питань економічної активності населення за методологією МОП) у середньому в 2002 р. становила 2,3 млн. осіб, а рівень безробіття – становив 10,2% економічно активного населення у працездатному віці.

---

<sup>1</sup> Комп'ютерна свaha на біржі праці // Урядовий кур'єр. – 2002. – № 212, 14 листопада.

<sup>2</sup> Про діяльність Фонду загальнообов'язкового державного соціального страхування України на випадок безробіття // Урядовий кур'єр. – 2003. – № 101, 4 червня. – С. 14.

<sup>3</sup> Комп'ютерна свaha на біржі праці // Урядовий кур'єр. – 2002. – № 212, 14 листопада.

Фонд загальнообов'язкового державного соціального страхування України на випадок безробіття є централізованим страховим фондом, некомерційною самоврядною організацією, що здійснює страхування на випадок безробіття, збирає та акумулює страхові внески, контролює використання коштів, виплачує допомогу та надає соціальні послуги. Відповідно до пріоритетних напрямків поступово збільшуються обсяги охоплення незайнятих громадян активними формами соціальної підтримки. З метою підвищення конкурентоспроможності безробітних на ринку праці у 2002 р. професійне навчання за 270 професіями та спеціальностями пройшли 163,4 тис. безробітних, з яких 46,4 тис. осіб не було застраховано<sup>2</sup>.

Розвиток ринку праці тісно пов'язаний з ринком фінансового капіталу. На конкурсній основі здійснюється відбір банків для розміщення тимчасово вільних коштів Фонду загальнообов'язкового державного соціального страхування України на випадок безробіття, у тому числі резерву коштів фонду на депозитних рахунках, – у червні 2003 р. було відібрано 14 банків, зокрема ЗАТ «Промінвестбанк», АППБ «Аваль», АКІБ «Укрсиббанк», ВАТ КБ «Надра» та ін.

Застосування сучасних інформаційних технологій та єдиного підходу до надання соціальних послуг сприяє формуванню цивілізованого ринку праці. Державний центр зайнятості використовує Єдину інформаційно-аналітичну систему (ЄІАС), яка передбачає пошук роботи на території всієї України. Запроваджена єдина технологія обслуговування незайнятого населення (ЄТОНН), яка дає змогу запровадити єдині стандарти щодо змісту та способу надання державних соціальних послуг в Україні, підвищити якість та ефективність без збільшення чисельності працівників служби зайнятості, зокрема охоплює 83% центрів зайнятості, яких в Україні налічується 548<sup>3</sup>.

У даний процес слід залучити приватні служби зайнятості, які матеріально зацікавлені в оперативному наданні послуг з працевлаштування і мають широке поле діяльності. Це є актуальним в умовах перспектив скорочення видаткової частини бюджету в процесі проведення податкової реформи (зменшення ставок основних податків), що суттєво вплине на можливості державної служби зайнятості.

Розробка і випуск промисловими підприємствами наукоємної продукції вимагає не лише належного фінансування, а й висококваліфікованих кадрів. Новітні технології передбачають у перспективі проведення трудових тендерів. Оскільки наша держава обрала напрямок

---

<sup>1</sup> Кейнс Дж. М. Общая теория занятости, процента и денег / Пер. с англ. А. Г. Милейковского, И. М. Осадчей. – М.: Издательство «Прогресс», 1978. – С. 364.

європейської інтеграції, то важко уникнути участі України в міжнародному розподілі праці, що значно посилить конкуренцію на внутрішньому ринку. Демократизація законодавства не зможе зупинити дію міжнародних чинників, а тому держава повинна вжити концептуальних заходів щодо уникнення можливих негативних наслідків зовнішньої міграції. У співпраці з Європейським Союзом щодо лібералізації ринку праці варто відстоювати право вільного пересування громадян України через кордони і в межах ЄС.

Відповідно до рішення № 3 Державної ради з питань європейської та євроатлантичної інтеграції України «Про дальші заходи у сфері європейської і євроатлантичної інтеграції України» від 19 травня 2003 р. передбачається доопрацювання проектів навчання та перепідготовки фахівців у сфері європейської та євроатлантичної інтеграції України. Тому доцільно передбачити й підготовку кваліфікованих кадрів з урахуванням сучасних тенденцій для центрів зайнятості за модульними навчальними планами та програмами, які б змогли у майбутньому співпрацювати з європейськими структурами.

У промислово розвинутих країнах має місце тенденція розшарування населення за рівнями дохідності й процвітання елітних груп. Дж. М. Кейнс, досліджуючи функцію зайнятості, зокрема констатував, що коливання цін не може вплинути на діяльність підприємців, а тільки спрямовує наявне (*de facto*) випадкове багатство в кишені деяких щасливців (*mutatis mutandis*), якщо передбачається зміна в протилежному напрямку)<sup>1</sup>. За роки незалежності в Україні зменшилася частка державного фінансування соціальних заходів, у тому числі сфери ринку праці. Відповідно, не втілюється модель пріоритетності дохідності щодо зайнятості та гармонійного розвитку населення, яка не лише пропагувалася, а й відносно стабільно розвивалася на попередній (соціалістичній) стадії суспільного розвитку держави.

Складною залишається проблема зайнятості та зменшення чисельності населення в окремих депресійних (неперспективних) реїонах. М. Грушевський у праці «Вільна Україна. Статті з останніх днів (березень–квітень 1917)» зазначав: «Наші повіти і губернії – се дуже przypadкові комбінації, які часто не відповідають дійсним зв'язкам людности: розривають місця, зв'язані між собою географічними, економічними, комунікаційними (дорожними) зв'язками, а втягують до купи місцевости, які тягнуть зовсім до різних центрів... тому... не потрібно сліпо їх тримати ся, а треба йти за натуральними, реальними

---

<sup>1</sup>Грушевський Мих. Вільна Україна. Статті з останніх днів (березень–квітень 1917). – К.: Друкарня т-ва «П. Барський», 1917. – С. 16.

зв'язками»<sup>1</sup>.

У даному аспекті особливої уваги заслуговує розробка критеріїв ефективного територіального поділу праці в умовах проведення реформи економічного районування країни (Західний, Центральний, Донецький, Придніпровський, Південний, Східний). На нашу думку, такий поділ варто здійснювати в умовах стабілізації економіки, оскільки розвиток матеріально-технічної бази та виробничої інфраструктури, ринку фінансового капіталу, вільних економічних зон (територій пріоритетного розвитку) зумовили новітні тенденції розміщення і використання трудових ресурсів.

Зростання абсолютної суми суспільних витрат (зокрема, їхньої питомої ваги в національній економіці) пов'язано з розвитком суспільного сектору господарства, а тому з метою погодження територіальних і галузевих інтересів доцільно проводити навчання на замовлення роботодавців під конкретні робочі місця (як правило, це стосується робітничих професій).

Підсумовуючи викладене, наголосимо, що важливою є проблематика дослідження взаємозв'язку і взаємозалежності становлення ринку

фінансового капіталу з особливостями людського чинника у трансформації економічних відносин. Перехід до соціально орієнтованої ринкової економіки і демократичного суспільства вимагає проведення зваженої соціальної політики, здійснення соціального захисту, розвитку соціального страхування та дотримання соціальних стандартів. Зауважимо, що питання про оплату праці важливе для працівників, тому що від її величини залежить задоволення їхніх життєвих потреб.

Основними напрямками втілення дієвої ліберальної політики стає врахування соціальних потреб усіх верств населення, забезпечення оптимальної зайнятості та надання соціальної (зокрема адресної) допомоги соціально незахищеним верствам населення. Доцільно здійснювати підготовку кваліфікованих кадрів з урахуванням сучасних тенденцій центрами зайнятості за модульними навчальними планами та програмами, які б змогли в майбутньому співпрацювати з європейськими структурами.

Грошові заощадження населення варто акумулювати і спрямувати в інвестиційну сферу (акціонерні товариства, соціальну сферу та інфраструктуру тощо). Це сприятиме зниженню тиску на видаткову частину бюджету і мінімізує ризик вкладень у банківську систему.

Участь України в міжнародному розподілі праці вимагає розробки державою концептуальних заходів з уникнення можливих негативних наслідків зовнішньої міграції відповідно до світових принципів і стандартів. Гармонізація правових систем, економічних механізмів, вільне пересування громадян (робочої сили) потребує запровадження єдиної інтегрованої інформаційної мережі для забезпечення обміну інформацією та оперативного зв'язку між структурними підрозділами

---

<sup>1</sup>Гаврилишин Б. Місце України в майбутній політичній констеляції // Вісник Національного банку України. – 2003. – № 10. – С. 10.

<sup>2</sup>Бровков С., Руденко Л. Проблеми інтеграції банківського і корпоративного капіталу в умовах глобалізації економіки // Банківська справа. – 2002. – № 3. – С. 37–41.

<sup>3</sup>Луцишин З. О. Трансформація світової фінансової системи в умовах глобалізації. – К.: Видавничий центр «Друк», 2002. – 320 с.

<sup>4</sup>Полозенко Д. Фінансова глобалізація та інвестиційний процес // Вісник Національного банку України. – 2002. – № 11. – С. 51–52.

<sup>5</sup>Якуша Ю. Історичний контекст та теоретичне осмислення економічної глобалізації / / Банківська справа. – 2002. – № 3. – С. 3–15.

<sup>6</sup>Коллонтай В. Еволюция западных концепций глобализации (Статья первая) // Мировая экономика и международные отношения. – 2002. – № 1. – С. 24–30.

<sup>7</sup>Мицек С. Следует ли России опасаться глобализации? // Вопросы экономики. – 2002. – № 8. – С. 21–30.

<sup>8</sup>Перегудов С. Антиглобалистские движения – начало великой смуты XXI века? Неoliberalная глобализация: есть ли альтернатива? // Мировая экономика и международные отношения. – 2002. – № 4 – С. 22–28.

державних та приватних служб зайнятості. Єдина мережа дасть змогу залучати приватні служби зайнятості, які матеріально зацікавлені в оперативному наданні послуг з працевлаштування, і з часом зможуть працювати ще ефективніше.

## **2.5. Тенденції та перспективи розвитку ринку фінансового капіталу в умовах інтеграції у світовий економічний простір**

У минулому тисячолітті основне завдання глобалізації полягало у забезпеченні поступового розвитку світової економіки. Проте поглиблення розподілу праці, розвиток транснаціональних корпорацій (ТНК), міжнародна координація реалізації проектів, взаємодопомоги і фінансів призвели до розриву в економічному зростанні між країнами, загострення конкуренції на світових ринках капіталів та суттєвого обмеження можливостей державного втручання в процеси нагромадження фінансового капіталу. Тому актуальною залишається проблематика адаптації національних ринків фінансового капіталу до глобального середовища й перспективи їхнього розвитку з урахуванням процесів у світовій економіці.

Доктор філософії та економіки Женевського університету Богдан Гаврилишин зазначає: «Україна в нинішньому трансформаційному періоді формує й формуватиме свою стратегію та політику, аби віднайти для себе найпривабливіше місце в мінливій світовій констеляції з точки зору національної безпеки, ефективності економіки, добробуту народу, ... соціальною справедливістю та внутрішнім миром»<sup>1</sup>.

Зміцненню і подальшому становленню фінансового сектору у глобальному середовищі присвячено багато ґрунтовних публікацій як у вітчизняній, так і зарубіжній літературі та періодиці. Вітчизняні економісти С. Бровков<sup>2</sup>, З. Луцишин<sup>3</sup>, Д. Полозенко<sup>4</sup>, С. Соколенко, Ю. Якуша<sup>5</sup> висвітлюють вплив глобалізації на функціонування фінансової системи. Зокрема, російські вчені-економісти В. Коллонтай<sup>6</sup>, С. Міцек<sup>7</sup>,

---

<sup>1</sup>Пресняков В. Ю. Глобализация и современное государство: зарубежный и отечественный опыт // Экономика XXI века. – 2002. – № 6. – С. 121–135.

<sup>2</sup>Ратленд П. Глобализация и посткоммунизм // Мировая экономика и международные отношения. – 2002. – № 4 – С. 15–18.

<sup>3</sup>Союленко С. І. Глобалізація і економіка України. – К.: Логос, 1999. – С. 49.

С. Перегудов<sup>8</sup>, В. Пресняков<sup>1</sup>, П. Ратленд<sup>2</sup> досліджують концепції глобалізації в історичному аспекті та альтернативні напрямки розвитку економічних систем. Проте відсутні ґрунтовні праці, які дали б комплексну оцінку ефективності функціонування ринку фінансового капіталу у світовій економіці та його розвиток як важливого сегмента забезпечення інтеграції до світового економічного простору.

Зростання кількості країн з відкритою економікою сприяло формуванню нового глобального (*ô ð. global* – загальний; *àí äë. globalization* – глобалізація) економічного простору, оскільки у міжнародному масштабі інтенсивно розвивається вся система ринкових відносин. С. І. Соколенко зазначає, що глобалізація на рівні окремої країни характеризується ступенем взаємозв'язку її економіки зі світовою економікою в цілому<sup>3</sup>. Сучасними тенденціями глобалізації економіки є спільність економічних інтересів (матеріальна зацікавленість) у міжнародному співробітництві, розширення ринкового простору, розвиток сукупності світогосподарських відносин, інтернаціоналізація виробництва тощо.

Прагматичний підхід до ефективності функціонування світового ринкового механізму передбачає наступні заходи: прийняття сучасного господарського законодавства (правова основа діяльності підприємств, бірж, банківської системи, оподаткування); забезпечення безпеки діяльності ринкового механізму (регулювання бюджетного дефіциту, демонополізація економіки, антиінфляційна політика, заходи щодо оптимізації державних витрат); регулятивну державну політику на ринках (підвищення конкурентоспроможності національного фінансового капіталу на внутрішньому й зовнішньому ринках шляхом втілення інноваційної моделі, заохочення експорту капіталу).

Основа ринкової економіки – приватна власність і постійне зростання рівня споживання, що потребує відповідних інвестицій. Становлення ринкового господарства та його об'єктивний механізм сприяли перетворенню світових господарських зв'язків у реальний чинник формування сучасних тенденцій розвитку міжнародної економіки. Процес модифікації світової економіки вплинув і на інтенсивність проведення міжнародних кредитних, валютних, фондових, комерційних і торговельних операцій, що сприяло формуванню світового ринку фінансового капіталу, який є важливим засобом руху вільних фінансових ресурсів і проведення міжнародних розрахунків.

Оскільки значні обсяги капіталів зосереджено в промислово

---

<sup>1</sup>Абрамов С. И. Инвестирование. – М.: Центр экономики и маркетинга, 2000. – С. 35.



розвинутих країнах, то стан фінансової системи суттєво залежить від врегульованості циклів руху капіталів у цих країнах, а також економічної, соціально-політичної, правової сфер і можливостей сучасних комп'ютерно-інформаційних технологій. На поступальне нагромадження фінансового капіталу впливає економічна сфера, а саме: стан економіки, державне регулювання й монополізація економіки, виконання й перспективи бюджету, обрані форми приватизації, розвиненість та стабільність фінансово-кредитної системи, стан ринкових інфраструктур, контроль за процесами з боку держави, власників, учасників), конкуренція (дієвість проведення тендерів та конкурсів) тощо. На нашу думку, слід враховувати також наявність економічних ризиків: кредитних, валютних, маркетингових, цінових, портфельних, страхових, техногенних та інших.

Соціально-політична сфера передбачає стабільність та оптимальність стратегії економічного і політичного розвитку суспільства, оптимізацію макроекономічних показників, цивілізоване ставлення до прав власності, вирішення проблем безробіття (зайнятості населення), корупції тощо. Сфера інформаційних технологій потребує розвинутої інформаційної інфраструктури, наявності відповідних технічних засобів і кваліфікованих кадрів.

Розвиток світового ринку фінансового капіталу зумовлює постійну модифікацію форм, які б оптимально відповідали певним етапам, і відповідну зміну економічної системи ринкового господарства. Становлення фінансового ринку – це важливий засіб обслуговування і налагодження міжнародних економічних відносин, тому саме його вплив зумовлює їхній оптимальний розвиток з дотриманням суттєвих пропорцій.

Глобалізація економіки стимулює зростання матеріальної зацікавленості в економічному співробітництві між країнами, тому більшість держав цілеспрямовано здійснюють дискреційну (*éàð . discrecio* – діяти на власний розсуд) політику, спрямовану на свідоме регулювання доходів і видатків для поліпшення економічного становища країни. Відомий фінансист Джордж Сорос зазначив, що недоліки глобальної економічної системи можна згрупувати за п'ятьма основними критеріями: 1) нерівномірний розподіл благ; 2) нестабільність фінансової системи; 3) загроза наступу глобальних монополій та олігархій; 4) неоднозначна роль держави; 5) проблема цінностей і соціальної злагоди<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup>Стартовал второй конкурс бизнес-проектов ЕБРР // Украинская Инвестиционная Газета. – 2002. – № 40. – С. 26.

З метою зниження можливих негативних соціальних наслідків процесу глобалізації та сприяння безпеці економічного розвитку промислово розвинуті країни узгоджують основні тенденції та перспективи світової економіки. Рішенням саміту лідерів семи провідних країн світу (G-7) 6–8 липня 1992 р. прийнято Декларацію про співпрацю щодо забезпечення зростання світової економіки; 7–9 липня 1993 р. – накреслено заходи, спрямовані на боротьбу з безробіттям та інфляцією; 15–17 травня 1998 р. – передбачено координацію дій щодо вдосконалення структур глобальної фінансової системи. Лідери восьми провідних країн світу (G-8) 18–20 липня 1999 р. скасували 100 млрд. дол. США зовнішнього боргу найбідніших країн світу, а 20–22 липня 2001 р. домовилися ще про списання боргів 23 країнам на загальну суму 53 млрд. дол. США (тепер загальна сума боргів найбідніших країн оцінюється у 74 млрд. дол. США).

Всесвітнє визнання існування глобальної економіки вимагає розробки заходів з усунення прорахунків ринкової системи і сприяння створенню відкритого суспільства. Діяльність Економічної й соціальної ради Організації Об'єднаних Націй (ООН) і міжнародних організацій спрямована на фінансову та політичну підтримку економічних реформ. Загалом відбувається пошук проектів, що сприяють розвитку фінансової сфери і гарантують повернення залучених інвестицій.

Світовий банк (СБ) бере участь у програмах системної позики, які підтримують реформи у законодавчій та інституційній сферах; надає конкретні інвестиції та контролює їхнє використання. Європейський банк реконструкції і розвитку (ЄБРР) у межах кредитної лінії МСП-2 (мінімальний розмір кредиту – 125 тис. дол. США; максимальний – 2,5 млн. дол. США; надається недержавним підприємствам, чисельність працівників на яких не перевищує 500 осіб) проводить конкурси на кращі бізнес-проекти серед підприємств малого та середнього бізнесу. Реалізація проектів пов'язана з оснащенням підприємств сучасним устаткуванням та новітніми технологіями. Так, у 1999 р. ЄБРР в Україні запровадив проектів на загальну суму 250 млн. дол. США. У 2001 р. ТОВ «Агро-Овен» отримало кредит на 3,5 роки в рамках другої

---

<sup>1</sup>Биржевая мегасделка // Украинская Инвестиционная Газета. – 2000. – № 22, 13 июня.

<sup>2</sup>Радьгин А. Корпоративное управление в России: ограничения и перспективы // Вопросы экономики. – 2002. – № 1. – С. 101–124. Рудык Н. Б., Семенова Е. В. Рынок корпоративного контроля: слияния, жесткие поглощения и выкупы долговым финансированием. – М.: Финансы и статистика, 2000. – 456 с. Сизоненко В. Про що свідчить українська модель корпоративного підприємництва? // Банківська справа. – 2002. – № 3. – С. 29–37.

кредитної лінії ЄБРР на суму 975,324 тис. дол. США за зниженою відсотковою ставкою Libor +5,25%<sup>1</sup>. Позичальник бере участь у проекті з власними коштами в обсязі не менше 30% проекту, тому такі кредити надають для довготермінового фінансування оновлення основних засобів виробництва та лізингу, короткотермінового фінансування обігових активів та експортних контрактів.

Світові фінансові центри, у яких зосереджено основні фінансові потоки, переживають ланцюгові хвилі потужних збиттів та банкрутств своїх учасників (інституцій). У 2000 р. створення Лондонсько-Франкфуртської біржі (злиття Лондонської та Франкфуртської бірж) зумовило пошук компромісів в організації Всесвітньої фондової біржі (GEM) та активізації участі в даному процесі торговельних майданчиків Австралії, Токіо, Гонконгу, Мехіко, Сан-Паулу, Europext (об'єднує біржі Парижа, Брюсселя, Амстердама). Інтеграційні процеси сприятимуть створенню цілодобового фондового ринку, об'єднанню найбільш ліквідних акцій компаній з різних країн в єдиний загальний лістинг, який переміщуватиметься з одного часового поясу в інший та регулюватиметься за правилами того майданчика, де у даний момент відбуваються торги. Вартість цінних паперів, які матимуть обіг на Всесвітній фондовій біржі становитиме 20 трлн. дол. США<sup>1</sup>. Оскільки в Україні фондовий ринок недостатньо розвинутий і зорієнтований в основному на внутрішнього інвестора, то загальносвітові фінансові тенденції на нього впливають частково, хоча й доволі боляче.

Інтегровані фінансові ринки мають достатній досвід у використанні різноманітних фінансових інструментів з метою загального підвищення рівня управління ризиками. Новітні фінансові технології дають змогу за допомогою похідних фондових інструментів управляти наявними ризиками без традиційних обмежень у часі, просторі та інформаційному забезпеченні (відкритості та публічності інформації). На нашу думку, це потрібно враховувати для запобігання можливих фінансових криз у вітчизняній економіці.

В Україні обрана інноваційна модель економічного розвитку з метою уникнення загальносвітової тенденції економічного спаду та спрямування державного управління на пошук перспективних шляхів оптимізації використання наявних фінансових, матеріальних і трудових ресурсів. Основними складовими інноваційної діяльності є власне інновації та інвестиції. Важливо визначити фінансові капітали (інноваційні інвестиції), які можна використати для реалізації моделі інвестиційно-інноваційного розвитку та подальшого загального

---

<sup>1</sup> Урядовий кур'єр. – 2002. – № 192, 17 жовтня.

нагромадження капіталів.

На процес нагромадження капіталу впливає стан і стратегія поведінки учасників на первинному ринку фінансового капіталу. Глобальна світова економіка супроводжується розвитком міжнародного корпоратизму. Більшість вчених-економістів вважає<sup>2</sup>, що сучасна ринкова економіка є державно-корпоративною і, відповідно, новою формою пом'якшення протистояння фінансового капіталу й праці в результаті взаємної координації дій держави, підприємств (АТ), профспілок і працівників.

Демоніполізація економіки тісно пов'язана з ефективністю вибору методів приватизації і рівнем участі держави у відносинах власності. Сучасний етап приватизації зумовлює необхідність переходу від звичайного продажу окремих об'єктів до стратегічного планування діяльності приватизованих комплексів з урахуванням їхнього впливу на економіку загалом, удосконалення державного регулювання та управління. Це сприятиме нарощуванню фінансового потенціалу промислового сектору вітчизняної економіки.

Стратегія іноземних інвесторів в Україні передбачає вивчення перспективних підприємств (наприклад, згідно з рейтингом ТОП-100), врахування їхньої дохідності, обсягів експортно-імпорتنих операцій, фінансової стійкості, наявності надійних партнерів (потужних клієнтів). Основними сферами інтересів є харчова промисловість, виробництво будівельних матеріалів, телекомунікації, інформаційні технології, електроприладобудування тощо. На нашу думку, для зацікавлення іноземних інвесторів в інноваційних проектах варто оцінку привабливих проектів (розрахунок показників загальноекономічної, бюджетної і комерційної ефективності) систематизувати відповідно до міжнародних норм і стандартів, а також згідно з пріоритетами економічно-інноваційного розвитку держави.

Вторинний ринок фінансового капіталу в організаційному і правовому відношеннях залежить від розвитку фінансово-кредитної сфери, у якій впродовж останніх років відбувається зростання грошової маси, утримання стабільності курсу валют і базової інфляції, поступово зменшується облікова ставка Національного банку України (з 12,5% у січні 2002 р. до 7% у березні 2003 р.). Дієвість грошово-кредитної політики сприяла надходженню в економіку України грошової маси відповідно до попиту (зростання грошового агрегату М3 з початку 2002 р. до 2003 р. становило 26,7%), що забезпечувало певну цінову стабільність<sup>1</sup>.

У десятку провідних українських банків за фінансовими результатами

входять банківські установи, які активно співпрацюють із реальним сектором економіки (металургійною, вугільною промисловістю тощо). Поступово зростає зацікавленість потужних банків у збільшенні кредитного потоку в економіку і формуються резерви під активні операції. Поліпшення ділової активності банків сприятиме зростанню їхнього рейтингу, що є важливою умовою для успішного продажу нових емісій їхніх цінних паперів інвесторам (як вітчизняним, так й іноземним).

Прийнята стратегія інноваційно-інвестиційного спрямування економічного розвитку держави тісно пов'язана з перспективами вдосконалення регулювання грошово-кредитного ринку. Проголошена підтримка Національним банком України (НБУ) довготермінової ліквідності тих комерційних банків, які забезпечуватимуть кредитними коштами визначені урядом інноваційно-інвестиційні пріоритетні напрямки розвитку економіки держави. Оскільки банк, приймаючи об'єкт до кредитування, бере на себе всі кредитні ризики, пов'язані з поверненням кредиту, тому, на нашу думку, лише він може приймати рішення про доцільність чи недоцільність кредитування інноваційно-інвестиційного проекту, який пропонує позичальник (навіть за умови належності такого проекту до пріоритетних за визначенням Кабінету Міністрів України).

Вступ України у Світову організацію торгівлі (СОТ) сприятиме більшій відкритості кордонів, тому транснаціональні компанії (ТНК) зможуть суттєво потіснити вітчизняних виробників. Загалом, розширення сфери діяльності ТНК порушує основи класичної конкуренції. Захист інтересів національних товаровиробників в умовах загострення конкуренції вже на внутрішньому ринку вимагає від фахівців оволодіння теоретичними знаннями та практичними навичками сучасних моделей і методів формування та реалізації міжнародної торговельної політики (вміння вести міжнародні переговори, оволодіння технологіями багатосторонніх торговельних переговорних раундів тощо). Важливо підвищити професіоналізм управлінців для прийняття ними виважених законодавчих актів щодо антидемпінгових, спеціальних, компенсаційних заходів відповідно до норм міжнародного права.

Інноваційна модель економічного розвитку та вступ до СОТ сприятимуть, на нашу думку, припиненню відпливу іноземного капіталу з вітчизняної банківської системи, а також появи на внутрішньому ринку глобальних транснаціональних банківських установ, які обслуговують провідні компанії у більшості країн світу, забезпечують високий рівень

---

<sup>1</sup>Енгельс Ф. Сила й економіка в утворенні нової німецької імперії. – Партвидав «Пролетар», 1932. – С. 7–8.

банківського сервісу, використання ноу-хау і сучасних технологій. Розвиток і постійне вдосконалення інформаційних технологій (програмні продукти, електронна пошта, оптико-волоконний цифровий зв'язок тощо) сприяють розвитку новітніх спеціалізованих ринкових інфраструктур (онлайн-банків).

Процес європейської інтеграції (добровільна інтеграція держав Європи) – це тривалий і багатогранний процес. Наприкінці XIX ст. Ф. Енгельс у праці «Сила й економіка в утворенні нової німецької імперії», ведучи мову про роздрібненість європейських держав, їхню економічну слабкість констатував, що «... у кожній державі й державці інші гроші, інша міра й вага, часто-густо по кілька їх у тій самій державі. І з усіх цих численних атаків монет, міри й ваги жаден не був визнаний на світовому ринку... І як могли постати великі кредитові установи на цих необмежених валютних просторах, з банкнотами в гульденах тут, в пруських талерах там, а поруч з тим у талерах золотих, талерах «нові-дві-треті» ... при безконечних обрахунках курсу й його хитаннях» (правопис джерела – і деї . адо .)¹.

Західноєвропейська фінансова структура поступово ставала гетерогенною, оскільки взаємозалежність та автентичність національних систем потребували єдиної логіки розвитку. Обмеження взаємопроникнення фінансових ринків, орієнтація промислового капіталу на сприятливі виробничі умови (дешеві робоча сила, матеріали і сировина, розвинута інфраструктура тощо), торговельні бар'єри ускладнювали на початках інтеграційні тенденції. Еволюція європейського економічного простору при наявності різних тенденцій розвитку національних ринків, проведенні більшістю країн протекціоністської політики, зумовила доцільність функціонування спільного механізму інвестування капіталу. У 1950-х рр. виник євроринок, який почав формуватися, по-перше, в умовах послаблення обмежень міждержавної торгівлі та валютних відносин з метою посилення інтеграції у вирішенні спільних економічних проблем, по-друге, введення обмежень з метою протистояти експансії інших потужних фінансових центрів (у першу чергу, американських, японських).

Зміцнення позицій західноєвропейських країн та Японії дало змогу призупинити неконтрольоване проникнення на внутрішні ринки цих країн фінансового капіталу США (даному процесу сприяло також зростання дефіциту платіжного балансу цієї країни). Ринок єврокапіталів розвивався паралельно з національними ринками капіталів, тому економічна взаємозалежність ставала дедалі багатограннішою. Проте міжнаціональні та інтеграційні форми концентрації виробництва суттєво

не впливали на зацікавленість фінансового капіталу у збереженні впливу на периферійні ринки.

Європейське Економічне Співтовариство (ЄЕС), створене шістьма країнами у липні 1968 р., стало наступним етапом співпраці й поступової відмови від національного суверенітету. За Римською угодою найголовніше завдання інституцій Співтовариства полягало у створенні спільного ринку між країнами-членами. Економічну інтеграцію було розпочато зі створення митного союзу, який сприяв звільненню від торговельних квот, мита та інших бар'єрів між країнами-членами, а також введенню Єдиних торговельних тарифів щодо третіх країн. Відповідно спростилася процедура переміщення (руху) товарів, вироблених на території країн-членів союзу; усі товари та послуги пропонувалися на тих самих умовах, що й на внутрішньому ринку. Регулювання тарифів потребувало постійного проведення спільної торговельної політики країнами-учасницями.

Європейське Співтовариство сприяло гармонізації національних політик країн-учасниць, спрямованих на вільне переміщення капіталів, товарів, розвиток спільного підприємництва та міграції трудових ресурсів. З 1970 р. Співтовариство управляє власними фінансовими ресурсами, у ньому функціонує механізм їх взаємопередачі між національним і наднаціональним рівнями. Європейська Комісія керує бюджетом Співтовариства і різноманітними фондами: кредитним, Європейським сільськогосподарським орієнтаційно-гарантійним фондом (ЄСОФГ; EAGGF), Європейським фондом регіонального розвитку (ЄФРР; ERDF), Європейським соціальним фондом (ЄСФ; ESF), Європейським фондом розвитку (ЄФР; EDF) і бюджетом науково-дослідних програм.

Важливу роль відіграє Економічний і соціальний комітети (ЕСК; ESC), члени якого за власним бажанням беруть участь у діяльності трьох груп:

- група підприємців (відома, як Група I), що складається з представників фінансових, банківських та промислових секторів економіки, транспортної федерації тощо;
- група трудящих (відома як Група II), що головним чином складається з представників організацій професійних спілок;
- група представників сільського господарства, на укоємних галузях, асоціацій споживачів та організацій, що представляють різноманітні інтереси (екологічний рух) тощо.

У 1985 р. країнами Європейського Співтовариства була розроблена

---

<sup>1</sup>Власть крупного капитала. Институт мировой экономики и международных отношений; Отв. ред. Е. С. Хесин, В. Н. Шенаев, Ю. И. Юданов. – М.: Мысль, 1987. – С. 244.

«Програма 1992», яка передбачала здійснення приблизно 300 заходів, спрямованих на ліквідацію фінансових, організаційних і технічних перешкод, що не достатньо сприяли розвитку Спільного ринку. За оцінками експертів, вона була виконана до 1992 р. на 95%.

В усіх міжнародних організаціях, утворених з метою співробітництва, зокрема Організація економічного співтовариства та розвитку (ОЕСР), Раді Європи (РЄ) країни-члени мають тісні взаємозв'язки в різноманітних секторах економіки та соціальної сфері. Зближення національних політик вимагало подальшого забезпечення ефективного функціонування спільного ринку у виробництві, оподаткуванні, збереженні однакових умов конкуренції тощо. Поступова часткова відмова від національного суверенітету була складним політично-соціальним процесом, що гальмував створення спільного ринку Співтовариства, яке до грудня 1992 р. розширилося до дванадцяти країн.

Інтеграційні процеси у Західній Європі (європейський фланг) розглядалися в соціалістичній економічній літературі переважно критично (на противагу позитивізму діяльності Ради Економічної Взаємодопомоги (РЕВ)). Є. С. Хесін, В. М. Шенаєв, Ю. І. Юданов у монографії «Влада великого капіталу» (Інститут світової економіки і міжнародних відносин) зазначали, що не слід переоцінювати цю «єдність», оскільки жодні союзи не можуть узгодити протиріччя між інтересами національних фінансових капіталів<sup>1</sup>.

Становлення європейського фінансового ринку – це наслідок складного процесу поглиблення інтеграції в одному з найрозвинутіших реґіонів світового господарства – Західній Європі. Виступаючи наддержавним утворенням, цей ринок сприяє не лише інтеграції країн Європейського Союзу, але й подоланню неузгодженості у здійсненні економічної та грошово-кредитної політики європейських країн. На економічну стабільність суттєво впливало коливання валютних курсів і відповідний фінансовий ризик обмінних операцій. Процес спрямування економічних політик на тіснішу координацію й конвергенцію країн та регіонів, що входять до Союзу, ведення валютної політики на введення спільної грошової одиниці регламентувався Маастрихтською угодою.

Розвитку економічної системи глобального масштабу сприяло підписання Маастрихтської угоди про Європейський Союз 7 лютого 1992 р. Перед Союзом постали завдання сприяння збалансованому і

---

<sup>1</sup>Moneta debet esse quasi quaedam lex et quaedam ordinatio firma.

<sup>2</sup>Duisenberg Wim. Der Euro spricht viele Sprachen // Deutschland. – 2003. – № 5. – S. 45–47.



стабільному економічному й соціальному прогресу шляхом розширення територіального простору без внутрішніх кордонів та обмежень; розвитку валютного союзу, включаючи введення єдиної валюти – євро; зміцнення позицій європейської спільноти на міжнародній арені в сфері проведення спільної зовнішньої політики та єдиних заходів безпеки, а також посилення захисту прав та інтересів громадян країн-членів шляхом введення громадянства Союзу.

Європейський Союз формувався від виконання взаємних зобов'язань у певних секторах економіки до єдиного внутрішнього ринку і втілення узгодженої зовнішньої політики. Важливою залишається проблема адаптації законодавства Європейського Союзу і країн Центральної та Східної Європи, які бажають приєднатися до європейської спільноти. Розробляється концепція федералізації структур Союзу й зменшення впливу ролі інституцій, створених на принципах міждержавної співпраці, оскільки набутий досвід свідчить, що спроби централізації влади отримують значний опір з боку країн-учасниць.

З метою захисту єдиного європейського економічного простору та протистояння можливим фінансовим кризам відбувається поступальне об'єднання зусиль європейських країн. В інтеграційних процесах беруть участь держави на демократичних та добровільних засадах. Вважається, що міць співробітництва забезпечує простота механізму утворення, а також часткове збереження національного суверенітету країн-учасниць.

Європейський Союз став основним центром політичного та економічного розвитку Європи, що впливає на вибір подальшої орієнтації більшості континентальних держав. Країни-претенденти, які бажають стати повноправними членами Союзу, поступово модифікують свою правову систему згідно з трьома основними принципами – гарантування прав людини, демократичні перетворення та розвиток ринкової економіки. Проводиться політика поетапного прийому нових членів і стимулюється процес адаптації до загальноєвропейської економіки, спільної системи безпеки й міжнародних відносин. Європейський вибір України потребує визнання та дотримання визначених стандартів і норм як правового, так і соціально-економічного характеру.

У фінансовому аспекті особливо актуальною в Європі залишається введення в обіг єдиної валюти<sup>1</sup>. Витрати країн-учасниць Союзу з обмінних операцій до введення євро становили до 20 млрд. єкю на рік. Введення

---

<sup>1</sup>Кравець В. М., Кравець О. В. Західноєвропейський банківський бізнес: становлення і сучасність / За ред. В. І. Міщенко. – К.: Знання-Прес, 2003. – С. 442–443.

єдиної валюти сприяє створенню в Європі 1,5 мільйона нових робочих місць і зниженню безробіття на 10%. Президент Європейського Центрального Банку у Франкфурті Вільям Дуїсенберг (Willem Duisenberg) у статті «Євро спілкується багатьма мовами» зазначив, що введення євро важливо не лише з економічної точки зору, а й для встановлення політичних і культурних зв'язків<sup>2</sup>.

Маастрихтською угодою встановлено жорсткі вимоги та критерії для країн, які вступають у валютний союз. Забезпечення економічного розвитку і збереження більшої стійкості євро визначають наступні критерії конвергенції: рівень інфляції у країні не повинен перевищувати 1,5%, а відсоткові ставки – 2% від середнього арифметичного відповідних показників у трьох країнах з найнижчою у Союзі інфляцією; курс національної валюти країни повинен упродовж двох років триматися у визначених межах; бюджетний дефіцит країни не повинен перевищувати 3% її валового внутрішнього продукту (ВВП), а державний борг – 60% ВВП. Передбачено, що країни, які порушать ці критерії, сплачуватимуть значні суми штрафів, якщо не вживуть термінових заходів для забезпечення визначених показників.

Введення єдиної валюти сприяє стимулюванню підприємств (АТ), розташованих у країнах, які не входять до Європейського Союзу, в тому числі України, торгувати з європейськими компаніями, оскільки вони мають змогу використовувати одну валюту при розрахунках з усіма контрагентами. Розширюються також можливості проведення фінансових операцій з використанням євро, оскільки економія (маржа) на обмінних операціях та уникнення супутніх із ними ризиків сприяють розвитку фінансового ринку (операцій страхування та перестраховання, пенсійних накопичень тощо).

Важливий момент використання єдиної валюти – координація грошово-кредитної політики і встановлення відсоткових ставок, що сприяє уникненню дестабілізації валюти через можливі державні борги чи зростання інфляції, оскільки кожна країна-учасниця валютного союзу повинна дотримуватися суворої фінансової дисципліни, яка обмежує розміри бюджетного дефіциту і державного боргу. Використання єдиної валюти не сприяє здійсненню конкурентної девальвації – зниженню вартості валюти з метою забезпечення дешевого і конкурентоспроможнішого експорту. Єдиний економічний простір та введення євро

---

<sup>1</sup>Євро благоприятствует инвестиционным банкам, но снижает объемы кредитования // Банковская практика за рубежом. – 2000. – № 6.

<sup>2</sup>Програма діяльності Кабінету Міністрів України «Відкритість, дієвість, результативність» // Урядовий кур'єр. – 2003. – № 173, 17 вересня. – С. 5–13.

зумовило зростання зацікавленості європейських інституцій та компаній щодо пошуку додаткових джерел фінансування, які були б альтернативними банківському кредитуванню. Зокрема, голова європейського відділення інвестиційного банку Morgan Stanley Dean Witter із питань боргових зобов'язань Мей Буш вважає, що введення євро сприяло інтенсифікації розвитку ринку фінансового капіталу.

Особливої уваги заслуговує проблематика впливу єдиної грошової одиниці економічного союзу (зокрема євро) на фінансові ринки і навпаки. В. М. Кравець, О. В. Кравець зазначають, що євро створює оптимальну економічну основу для революції в галузі інформаційних технологій, що й без єдиної валюти робить неминучою повну інтеграцію ринків цінних паперів і деривативів, оскільки фізичне місцезнаходження центрів торгівлі та взаєморозрахунків стає вже несуттєвим<sup>1</sup>.

Випуск облігацій – це привілей держави, потужних фінансових інституцій і транснаціональних корпорацій. Введення євро сприяє зростанню зацікавленості інвесторів у придбанні облігацій європейських емітентів. Так, у 1995 р. в Європі на облігації припадало 25% довготермінових зобов'язань компаній, а за останні роки це співвідношення зросло до 30–35%, хоча в деяких сферах (телекомунікації, комунальні послуги, автомобілебудування) воно ще вище<sup>1</sup>. Варто зазначити, що частка облігацій серед довготермінових боргових зобов'язань у США становить близько 70%.

Україна повинна сприяти формуванню цілісного економічного, соціального й правового європейського простору. Згідно з Програмою діяльності Кабінету Міністрів України «Відкритість, дієвість, результативність» основним завданням на сучасному етапі є створення належної бази для набуття Україною повноправного членства в ЄС, вступ до СОТ та формування в суспільстві проєвропейської більшості<sup>2</sup>.

Співпраця з Європейським Союзом є важливою умовою інтеграції держави у світову економіку, одним із факторів успіху демократичних перетворень і визнання статусу країни з ринковою економікою. З метою координатації заходів, спрямованих на реалізацію стратегічних цілей державної політики щодо забезпечення входження України в європейський політичний, економічний, безпековий і правовий простір створено Державну раду з питань європейської та євроатлантичної інтеграції України. Основними стратегічними завданнями у сфері соціально-економічного розвитку є збереження позитивних тенденцій

---

<sup>1</sup> Угода про формування Єдиного економічного простору // Урядовий кур'єр. – 2003. – № 177, 23 вересня. – С. 4.

<sup>2</sup> Єдиний Економічний Простір, або Євразійська Енергетична Пастка? // Економіст – 2003. – № 9. – С. 10–14.

макроекономічної орієнтації економіки, у грошово-кредитній, валютній, податковій і соціальній політиці та зовнішній торгівлі. Європейський вибір зумовлює проведення дієвої фінансової політики з метою запобігання можливим непередбачуваним наслідкам процесів глобалізації (неконтрольоване переміщення капіталів, виникнення фінансових пірамід з використанням мережі Інтернет, постійні коливання дефляційних та інфляційних процесів тощо). Фінансова потужність держави забезпечує її вихід на світові ринки капіталу, ресурсів і праці.

Модель міжурядового співробітництва, запропонована Україною в межах країн СНД, передбачає створення зони вільної торгівлі, у якій країни-учасниці скасовують імпорتنі мита та інші торговельні бар'єри для забезпечення вільного руху товарів, вироблених на території їхніх партнерів. Проте кожна країна зберігає власні зовнішні тарифи і митну політику стосовно третіх країн. Тут слід враховувати можливості вільного обігу фінансового капіталу з урахуванням особливостей СНД та ЄС.

Недооцінка наслідків вступу України у різноманітні наднаціональні структури призводить до помилок при визначенні макроекономічних показників, неадекватної оцінки найважливіших процесів і тенденцій, тактичних і стратегічних помилок на державному рівні. Можливі моделі подальшої інтеграції нашої держави вибирають діаметрально протилежні стратегії в економічному розвитку та політичній орієнтації, що може негативно вплинути на становлення вітчизняного ринку фінансового капіталу.

Згідно з Угодою про формування Єдиного економічного простору (ЄЕП) ЄЕП розуміють як економічний простір, що об'єднує митні території сторін (Республіка Білорусь, Республіка Казахстан, Російська Федерація, Україна), на якому функціонують механізми регулювання економік, засновані на єдиних принципах, що забезпечують вільний рух товарів, послуг, капіталу та робочої сили, і проводиться єдина зовнішньоторговельна та узгоджена, тією ж мірою і в тому ж обсязі, в яких це необхідно для забезпечення рівноправної конкуренції та підтримання макроекономічної стабільності, податкова, грошово-кредитна і валютно-фінансова політика<sup>1</sup>. Вхідження України до Єдиного економічного простору суперечить, за оцінкою фахівців, міжнародним угодам і стратегії європейського вибору<sup>2</sup>.

На нашу думку, концептуальне визначення ЄЕП (чи це валютний союз, зона вільної торгівлі, чи митний союз), підписання відповідних

Перспективи зовнішнього зик // Урядовий кур'єр. – 2002. – № 208, 8 листопада.

<sup>2</sup>Merrill Lynch знизила прогноз для українських еврооблігацій // Урядовий кур'єр. – 2002. – № 209, 9 листопада.

<sup>3</sup>Державний борг скоротився // Урядовий кур'єр. – 2002. – № 167, 12 вересня. Урядовий кур'єр. – 2002. – № 174. Економічний розвиток України після грошової реформи 1996 року // Вісник Національного банку України. – 2003. – № 10. – С. 46.

документів із застереженням варто здійснювати лише після вступу України до СОТ, оскільки вітчизняне трактування положень про багаторівневу й різношвидкісну інтеграцію суперечить міжнародному законодавству. Варто утриматися від подальших намірів підписання різносторонніх міждержавних угод, оскільки це може призвести до відмови від багатьох інших угод, підписаних на засадах, прийнятих ЄС, а також до виплати компенсацій членам СОТ, з якими підписано двосторонні угоди.

Для кожної держави важливим є вихід на зовнішні фінансові ринки запозичень. У бюджеті 2002 р. розмежовано зовнішні й внутрішні запозичення як за обсягами зовнішнього боргу, так і за обсягами запозичення. Від початку 2000 р. до березня 2001 р. Україна реструктуризувала державний борг перед комерційними кредиторами. Після завершення реструктуризації 99,9% тогочасного зовнішнього комерційного боргу його було замінено на єврооблігації на суму 1133,331 млн. євро зі щоквартальним купоном за ставкою 10% річних і 1129,329 млн. дол. США з щоквартальним купоном за ставкою 11% річних. «Середній термін життя» амортизованих облігацій становить 4,5 року, тому визначеним терміном погашення є березень 2007 р. У 2001 р. піврічна амортизація випущених єврооблігацій здійснювалася у розмірі 3%, 2002 р. – 5%, а в 2003 р. – 9,333%.

Від моменту реструктуризації державного боргу Україна своєчасно і в повному обсязі здійснювала всі платежі за єврооблігаціями. У листопаді 2002 р. єврооблігації у євро котирувалися на рівні 98,5% від номіналу, а в дол. США – 102,6% від номіналу<sup>1</sup>. У 2003 р. передбачалося здійснити запозичення на зовнішніх ринках 650 млн. дол. США для проведення рефінансування частини зовнішнього боргу, а також додаткове розміщення єврооблігацій на суму 350 млн. дол. США на міжнародних ринках облігацій<sup>2</sup>. Американська фінансова компанія Меріл Лінч (Merrill Lynch) у щоденному огляді ринків, що розвиваються (Emerging Markets Daily, 7 листопада 2002 р.) знизил прогноз для українських єврооблігацій з ринкового (marketweight) до низького (underweight). Відповідна оцінка була зумовлена політичною нестабільністю в Україні, дефіцитом бюджету (за прогнозами фінансових аналітиків у 2002 р. він мав досягнути 6–8 млрд. грн. (1–1,3 млрд. дол. США) внаслідок недоотримання запланованих надходжень від приватизації та інших доходів, а також негативної фінансової ситуації (зокрема, відсутності податкових реформ).

Проведення послідовної боргової політики сприяло значному зменшенню державного боргу. За офіційними оцінками рівень державного боргу у ВВП зменшився із 48,8% у 1999 р. (зовнішній 37,3%, внутрішній – 11,5%, обслуговування боргу – 2,4%) до 29,2% (зовнішній 9,7%, внутрішній – 19,5%, обслуговування боргу – 1,3%) за підсумками 2002 р. Упродовж першого півріччя 2002 р. прямий державний борг зменшився майже на 691,57 млн. грн. (197,7 млн. дол. США) і на 30

## РОЗДІЛ 3. ПЕРВИННИЙ РИНОК ФІНАНСОВОГО КАПІТАЛУ В УКРАЇНІ

### 3.1. Сучасні тенденції формування фінансового капіталу підприємств в Україні

Щоб існувати й розвиватися, суспільство постійно споживає якісну продукцію, що сприяє відновленню процесу виробництва. Відтворення означає поступальне відновлення матеріально-речових, особистих факторів виробництва і відповідних виробничих відносин. Розвиток ринкової економіки сприяє спеціалізації промисловості, її диверсифікації у певних галузях, що виробляють різноманітну продукцію. Нині наявна тенденція спеціалізації, що ґрунтується на перетворенні окремих фаз виробництва одного або декількох продуктів у самостійні галузі виробництва.

Зміцненню і подальшому становленню промислового сектору економіки присвячено багато ґрунтовних наукових досліджень як у вітчизняній, так і зарубіжній літературі. Зокрема, вчені-економісти В. Геєць<sup>1</sup>, Н. Доценко<sup>2</sup>, Б. Кваснюк<sup>3</sup> акцентують увагу на підсумках перетворень та перспективах зростання промисловості в умовах інноваційної моделі розвитку економіки; у працях М. Єршова<sup>4</sup>, М. Ібрагімова<sup>5</sup>, В. Логінова<sup>6</sup>, Д. Прокоповича<sup>7</sup> досліджуються основні тенденції розвитку підприємств (АТ) у процесі реформування корпоративного

---

<sup>1</sup>Геєць В. М. Економічні передумови стабільного соціального розвитку в середньостроковій перспективі // Економіка і прогнозування. – 2002. – № 2. – С. 9–33. Геєць В. М. Нестабільність та економічне зростання. – К.: Ін-т екон. прогноз., 2000. – 344 с.

<sup>2</sup>Доценко Н. Доля акціонерних товариств у світлі реформи корпоративного законодавства // Цінні папери України. – 2001. – № 48. – С. 8.

<sup>3</sup>Національні заощадження та економічне зростання / За ред. д.е.н. Б. Є. Кваснюка. – К.: «МП Леся», 2000. – 304 с. Кваснюк Б. Є. Структурні зрушення в промисловості України / / Економіка і прогнозування. – 2002. – № 1. – С. 67–68.

<sup>4</sup>Єршов М. О финансовых механизмах экономического роста // Вопросы экономики. – 2002. – № 12. – С. 4–5.

<sup>5</sup>Ибрагимов М. И. Тенденции эволюции современных ТНК // Экономика XXI века. – 2002. – № 5. – С. 59–71.

<sup>6</sup>Логинов В. Обновление основного капитала // Экономист. – 2002. – № 3. – С. 3–10.

<sup>7</sup>Прокопович Д. А. Проблемы сочетания централизованного управления холдингом со стремлением снизить риски // Менеджмент в России и за рубежом. – 2002. – № 2. – С. 61–67.

законодавства і глобалізації економічних процесів.

Сучасний стан розробки визначеної проблематики вимагає систематизації та узагальнення аспектів діяльності підприємств (АТ) в умовах концентрації фінансового капіталу та отримання на цій основі наукових результатів, що можуть бути використані у фінансовій практиці. Варто розглянути та обґрунтувати пріоритетні напрямки розвитку підприємств (АТ), визначення їхньої ролі як важливого сегмента в системі державних регулятивних заходів та сприяння інтеграції у світову економічну спільноту.

В Україні зародження капіталістичного ладу відбулося наприкінці XVII – початку XVIII ст. Основним заняттям населення більшості містечок правобережних і лівобережних земель залишалося сільське господарство і ремісництво. Так, у 50-х рр. XVII ст. у місті Львові нараховувалося близько 30 цехів, що об'єднували понад 500 майстрів. До промислових підприємств належав і монетний двір у Львові (1655), що мав чітко виражені риси мануфактури<sup>1</sup>. У XVIII ст. важливу роль у мобілізації фінансових ресурсів для мануфактури відігравали промислові компанії, які виникали в процесі акумуляції вільних грошових заощаджень купців. Більшість промислових компаній виникли на добровільних засадах, зумовлених бажаннями їхніх власників.

Оскільки в Росії Петро I переконливо вірив в економічні перспективи компанійської форми промислового підприємництва, то примусово, наказовими методами організовував компанії<sup>2</sup>. Зауважимо, що промислові компанії, як правило, не були стійкими об'єднаннями, тому що в них постійно виникали конфліктні ситуації і точилася доволі жорстока боротьба між окремими учасниками (подавалися чолобитні зі звинуваченнями про витіснення з компаній, про неправомірність розподілу «прибуткових» грошей тощо).

Діяльність акціонерних компаній (товариств) у XVII–XVIII ст. ґрунтувалася на концесійному порядку. Відповідно, кожне товариство отримувало спеціальний дозвіл державної влади у вигляді законодавчого акту. У Великій Британії були засновані перші акціонерні компанії для торгівлі з колоніями відповідно до королівських хартій, а з XIX ст. деякі товариства (залізничні, енергетичні, з будівництва каналів) функціонували згідно із законодавчими актами, прийнятими

---

<sup>1</sup>История Украинской ССР. Освободительная война и воссоединение Украины с Россией. Начало разложения феодализма и зарождение капиталистических отношений. (Вторая половина XVII–XVIII в.). В десяти томах. Том 3. – К.: Наукова думка, 1983. – С. 158–160.

<sup>2</sup>Полянский Ф. Я. Первоначальное накопление капитала в России. – М.: Изд-во социально-экономической литературы, 1958. – С. 101–108.

парламентом. У Пруссії перші акціонерні компанії у XVIII ст. керувалися у своїй діяльності спеціальними королівськими дозволами, які діяли до середини XIX ст. У США для початку діяльності акціонерної компанії аж до середини XIX ст. необхідним було видання спеціального закону. Цікаво відзначити, що саме цим користалися спритні ділки, які за допомогою підкупу затверджували бажані статuti компаній.

В XIX ст. у процесі впровадження політики лібералізації у сфері економіки і змін у соціально-політичному устрої акціонерні товариства як суб'єкти підприємництва стають самостійнішими й незалежнішими. У Великій Британії акціонерне законодавство вводилося поступово, пристосовуючись до економічних змін. Оскільки США перебували під економічним впливом Англії, то подібність акціонерного законодавства у двох країнах пояснювалася узгодженістю їхнього загального права (common law), що свого часу було перенесено в США англійськими колоністами і продовжувало діяти там впродовж тривалого періоду. Проте поступово акціонерні компанії США змінили свою первісну структуру, у їхньому розвитку починають виокремлюватися новітні риси, тим більше, що у кожному штаті діяло своє законодавство і відповідна система судочинства.

У США акціонерні товариства визнавалися юридично дієздатними після занесення в спеціальний реєстр. Законодавством передбачалося внесення в реєстр наступних даних, що характеризують діяльність товариства: мета створення, величина основного капіталу, кількість акцій і система управління. Основними системами створення акціонерних товариств (АТ) є дозвільна та явочна. При дозвільній системі державна влада розглядала заяву засновників про бажання заснувати акціонерну компанію, зважувала доцільність її відкриття згідно з державними інтересами, аналізувала фінансовий стан (ступінь солідності) засновників тощо. При явочній системі організація акціонерних товариств відбувалася після занесенням їх до відповідного державного реєстру та уповноважений орган лише контролював внесення змін до статуту, передбачених чинним законодавством. Дозвільна система ускладнювала початок діяльності акціонерних компаній, оскільки затвердження статутів тривало місяцями, а в дореволюційній Росії – роками.

Більшість країн поступово перейшла до явочного порядку створення акціонерних компаній. У Великій Британії вперше цей порядок визначено законом Companies Act від 1908 р. Згідно з ним засновники чисельністю не менше семи осіб, повинні були представити в



реєстраційне бюро основні положення статуту (меморандум), у яких вказувалися назва компанії, предмет діяльності, місцезнаходження правління, величина основного капіталу і визначалися умови обмеження відповідальності учасників кількістю належних їм акцій.

У США створення корпорацій регулювалося законодавствами окремих штатів. До явочної системи корпоративне законодавство перейшло у 1840-х рр. Наприклад, у штаті Нью-Джерсі згідно з чинним законодавством дозволялося засновувати акціонерні товариства при наявності не менше трьох осіб, за винятком створення банків, ощадних установ, залізниць і телефонних корпорацій.

З другої половини XIX ст. промисловці стали відчувати, що підприємницька свобода сприяє вільній конкуренції, яка змушує енергійніше боротися за самозбереження і призводить до банкрутства слабших підприємницьких структур. Саме так розпочався складний економічний процес поглинання дрібних підприємств потужнішими (синдикатами) – типовий приклад концентрації виробництва.

Для ведення господарської діяльності промислові підприємства повинні мати достатнього основного та обігового капіталу. На початках підприємцям вистачало своїх власних заощаджень (нагромаджень). «Становище підприємця було, – за висловленням Кніса, – а трибутом володіння»<sup>1</sup>. Розвиток промисловості поступово зумовив потребу у постійно зростаючих обсягах кредитів. Банки загалом задовольняли промислові підприємства короткотерміновими кредитами, проте складною залишалася проблема забезпечення підприємств довготерміновими кредитами для збільшення основного капіталу. Її вирішували двома способами: шляхом випуску облігаційних позик та акцій.

Випуск облігаційних позик був доступніший для потужних підприємств, що користувалися достатньою популярністю й кредитоспроможністю. Для їхнього випуску підприємства користувалися послугами банків, які й здійснювали емісію облігацій.

Операції з випуску та розміщення акцій (грюндерські (засновницькі) операції) у Великій Британії здійснювали приватні особи, які займалися засновницькою діяльністю (promoters). Вони приймали на себе всі клопоти зі створення акціонерної компанії (оголошення передплати на акції, залучення акціонерів тощо). Згодом почали створюватися особливі товариства (фінансові трести), що об'єднували фінансистів, які шукали ефективніші способи (схеми) вкладення вільних коштів. У США

---

<sup>1</sup>Соболев М. Н. Экономическая политика капиталистических стран. – М.: Изд-во «Пролетарий», 1925. – С. 139–140.

діяльність інституцій (trust companies, loan and trust companies) здійснювалася шляхом випуску та розміщенням акцій, а отримані при цьому кошти вкладалися в різноманітні промислові підприємства.

На початку XIX ст. банки отримали додаткове джерело фінансування промислових підприємств у вигляді державних цінних паперів, що сприяло розвитку кредитної надбудови.

У 1887 р. в Німеччині налічувалося 2143 акціонерних товариства з капіталом у розмірі 4876 млн. марок, а в 1906 р. було зареєстровано 5060 товариств із капіталом понад 14848 млн. марок. Отже, за 20 років кількість товариств зросло більш ніж у 2,5 рази, а капітали – у 3 рази<sup>1</sup>. Створення акціонерних товариств спочатку відбувалося лише у межах однієї галузі, а вже потім почали створюватися міжгалузеві об'єднання (зокрема, у хімічній, вугільній, металургійній промисловості). Централізація капіталу на початку XX ст. мала в основному спекулятивний характер, але одночасно підготувала необхідні передумови для розвитку корпорацій (монополій).

З 1860-х рр. в Україні почалося промислове пожвавлення, а 1870–1890-і рр. стали періодом становлення фабрично-заводської промисловості, створювалися десятки середніх і великих підприємств, зростала їхня енергооснащеність. В 1905–1906 рр. у нафтовидобувній промисловості Галичини виникло 50 нових акціонерних компаній, у тому числі канадсько-німецька «Галицько-Карпатське товариство» із статутним капіталом 16 млн. крон, англо-австрійська компанія «Східниця» – 10 млн. крон, англійська компанія «Галичина» – 6 млн. крон. У першому десятилітті XX ст. у промисловості відбувся процес концентрації виробництва, що привело до зменшення кількості підприємств. Наприклад, у 1910 р. у нафтовій галузі число підприємств скоротилося з 344 до 254. Варто зауважити, що 15 найбільших із них видобували 75% галицької нафти<sup>2</sup>.

Після Першої світової війни децентралізація банківської й біржової справи не сприяла децентралізації капіталу, оскільки на ринку були в обігу незначні фондові цінності. Виникнення картелів і синдикатів у Західній Європі відіграло важливу роль в її економічному розвитку до початку Другої світової війни. Ріхард Левінсон (Морус) у праці

---

<sup>1</sup>Владигеров Т. Фиктивный капитал (изменения его в условиях современного капитализма) / Пер. с болг. А. С. Никольского и С. М. Степанова. – М.: Изд-во иностранной литературы, 1963. – С. 35.

<sup>2</sup>История Украинской ССР. Украина в период империализма (Начало XX в.). В десяти томах. Том 5. – К.: Наукова думка, 1983. – С. 290–292.

<sup>3</sup>Левинсон (Морус) Рихард. Перемещение капиталов в Западной Европе. Перевод с немецкого. – Л.: Рабочее издательство «Прибой», 1926. – С. 110.

«Переміщення капіталів у Західній Європі» (1926 р.) відзначав, що потужніші промислові підприємства скуповувалися й продавалися «із такою легкістю, начебто справа йшла про яку-небудь дрібну партію вовни, а банки були тими джерелами, відкіля здебільшого діставали гроші для цих операцій»<sup>3</sup>. Поступово промисловці ставали більш незалежними (емансипованішими) від банківського капіталу, стали «хазяями становища» і самі диктували банкам умови, суттєво впливаючи на рух фінансового капіталу.

Після Першої світової війни капітали промисловців і великих поміщиків перевершили своїми обсягами капітали банкірів. Капітал родини Круппа в 1908 р. сягав 200 млн. марок, а щорічний дохід становив 17 млн. марок. А найзаможніший житель Берліна – банкір Ернст фон Мендельсон отримував дохід у розмірі 3,2 млн. марок при капіталі в 43 млн. марок. Промисловці засновували власні консорціуми банків для проведення великих операцій. Банки поступово ставали фінансовими посередниками, і хоча представники банків продовжували брати участь у наглядових радах промислових підприємств, але були там швидше «для декорації», ніж для належного дієвого контролю<sup>1</sup>.

До 1920-х рр. в Україні не було єдиної загальнодержавної промислової статистики й основними джерелами визначення фінансового стану промислових підприємств (АТ) слугували різноманітні відомчі матеріали фабричної інспекції, акцизного відомства та інших державних установ. У 1926 р. під час всесоюзного промислового перепису обстежувалися синдикати, трести, заклади фабрично-заводської (цензової) промисловості, дрібні нецензові промислові заклади й кустарі. За окремою галуззю визначалася частка державної промисловості, а також трестованої, кооперативної (власної й орендованої) і приватної (також власної й орендованої)<sup>2</sup>.

Світова тенденція промислової концентрації була зумовлена науково-технічним прогресом та інтеграційними процесами у зовнішньо-економічних зв'язках. Поступальна активізація процесу концентрації зумовлена загостренням конкурентної боротьби й прагненням монополізувати певні галузі виробництва. У 1970-х рр. популярною стала теорія «сучасного ділового підприємства», розроблена американським економістом А. Чендлером, яка ідеалізувала розвиток транснаціональних компаній (ТНК). Майже у всіх сферах виробництва

---

<sup>1</sup> Левинсон (Морус) Рих ард. Перемещение капиталов в Западной Европе. Перевод с немецкого. – Л.: Рабочее издательство «Прибой», 1926. – С. 110.

<sup>2</sup> Государственная статистика УССР (ее достижения и перспективы) 1921–1925 гг. – Харьков: Центральное статистическое управление УССР, 1925. – С. 29–35.

з'явилися потужні промислові корпорації, що відстоювали панівне становище в певних галузях шляхом витіснення конкурентів чи укладення з ними картельних угод.

Багатогалузева централізація капіталу пов'язана з вертикальною інтеграцією, оскільки здійснюється міжгалузевий взаємозв'язок по лінії виробництва і збуту. Відповідно вдосконалювалися і форми монополістичних об'єднань, відбувся розвиток концернів, трестів і картелів. Основою структури сучасної західноєвропейської економіки є диверсифіковані концерни (альянси), які випускають продукцію профільної галузі. Для концернів характерною рисою є система участі (так звана материнська система), при якій стратегічні рішення приймає центр, проте в західноєвропейському економічному геополісі конгломерати й трести не набули належного розвитку.

Одним з основних джерел фінансування капіталовкладень корпорацій є створення фондів, так званих нерозподілених прибутків, які, наприклад, у США становлять понад половину всіх прибутків корпорацій. У 1940 р. чистий прибуток, дивіденди і резервний прибуток становили 6,4 млрд. дол. США, з них було сплачено дивідендів на суму 4,0 млрд. дол. США (62,5%), а нерозподілені прибутки становили 2,4 млрд. дол. США (37,5%)<sup>1</sup>. Відповідне відсоткове співвідношення зберігається й упродовж останніх десятиліть. Проте викриття приховування окремими флагманами корпоративного руху прибутків у межах 20–30% зумовило нині перегляд їхньої фінансової діяльності з точки зору законності розподілу отриманих прибутків.

Порівняння 100 найбільших компаній трьох економічних геополітичних центрів (США, Західна Європа, Японія) свідчить, що щорічні обороти західноєвропейських монополій у першій половині 1980-х рр. становили 80%, а активи – 60% американських; за прибутковістю корпорації США майже в 3 рази перевищували західноєвропейські компанії<sup>2</sup>.

Глибинні інтеграційні процеси сприяли формування якісно нового ринку, пов'язаного з продажем, поглинанням та злиттям компаній. Активну участь у цьому процесі беруть банки та інші фінансові інституції.

---

<sup>1</sup>Верещагин И. К. Тенденции капиталистического накопления в условиях современного капитализма. – М.: Высшая школа, 1963. – С. 15.

<sup>2</sup>Власть крупного капитала / Ин-т мировой экономики и междунар. отношений; Отв. ред. Е. С. Хесин, В. Н. Шенаев, Ю. И. Юданов. – М.: Мысль, 1987. – С. 6.

<sup>3</sup>Верещагин И. К. Тенденции капиталистического накопления в условиях современного капитализма. – М.: Высшая школа, 1963. – С. 4.

<sup>4</sup>Владимирова И. Г. Слияния и поглощения компаний: характеристика современной волны // Менеджмент у России и за рубежом. – 2002. – № 1. – С. 27–36.

У 1940–1947-х рр. частка потужних компаній (з активами від 10 млн. дол. і вище) здійснила 57% поглинань, у 1948–1954 рр. – 69,6, у 1955–1956 рр. – 78,1, а в 1959 р. – 75,6% від загального обсягу поглинань<sup>3</sup>. У 1960–1970-х рр. в країнах Західної Європи на горизонтальні (внутрішньогалузеві) злиття, припадало більше половини (у США – близько 20%). Обсяги ринку злиття й поглинання компаній на кінець 2000 р. досягли 3 трлн. дол. США. Мегаугоди (міжнародні злиття та поглинання, при яких сума кожної окремої угоди становить понад 1 млрд. дол. США) зросли з 14 у 1987 р. до 175 у 2000 р. Проте слід зазначити, що понад 60% від загальної кількості поглинань та злиттів ще не окупили вкладених у них коштів<sup>4</sup>.

Транснаціональні тенденції злиття капіталів не оминають і вітчизняну економіку, оскільки світова лібералізація економічних відносин, вільний рух фінансового капіталу та розширення масштабів науково-технічної діяльності вимагають нових ринків виробництва та збуту продукції (товарів). У минуле відійшло твердження радянських вчених, що транснаціональні корпорації – це результат численних недосконалостей міжнародних і національних ринків<sup>1</sup>. Про участь України в міжнародному поділі праці свідчить купівля пакетів акцій зарубіжними компаніями в процесі приватизації, а деякі підприємства (АТ) з метою запобігання банкрутства чи погіршення фінансового стану модифікують схеми об'єднання з більш потужними суб'єктами господарювання, у тому числі іноземними.

Тенденція зростання кількості потужних об'єднань промислових і банківських установ сприяє розвитку фінансової індустрії. Зокрема, створенню фінансових об'єднань в Україні нині сприяє і чинне законодавство. Згідно із Законом України «Про банки і банківську діяльність» від 20 вересня 2001 р. № 2740-III можуть функціонувати кооперативні банки. Крім цього, банки мають право створювати банківські об'єднання таких типів: банківська кооперація, банківська холдингова група, фінансова холдингова група; банківські корпорації; банківські спілки та асоціації. Немає суттєвих обмежень й у діяльності акціонерних товариств. Відповідно, оперативний контроль за процесами злиттів та поглинань держава переклала на законодавчу сферу регулювання (наприклад, дотримання вимог антимонопольного

---

<sup>1</sup> Государственно-монополистический капитализм: общие черты и особенности. – М.: Политиздат, 1975. – С. 568.

<sup>2</sup> Мендрул О. Г., Павленко І. А. Фондовий ринок: операції з цінними паперами: Навч. посібник. Вид. 2-ге, допов. та перероб. – К.: КНЕУ, 2000. – С. 21.

<sup>3</sup> Словник сучасної економіки Макміллана / Пер. з англ. – К.: «АртЕК», 2000. – С. 245.

законодавства).

Процес масштабної інтеграції та корпоратизації розпочався в Україні під час масової приватизації, про що свідчить створення великої кількості відкритих акціонерних товариств і розширення випуску державних цінних паперів. На нашу думку, економічно зважене управління корпоративною нерухомістю потребує не лише законодавчого забезпечення (підготовка Кодексу корпоративного управління), а й усвідомлення певного соціального підходу. Так, вчені О. Г. Мендрул, І. А. Павленко підкреслюють важливість дотримання усталеної етики фондового ринку, традицій та звичаїв<sup>2</sup>.

Корпоративний капіталізм (corporate capitalism) – це сучасний погляд на економіку промислово розвинених країн, відповідно до якого у виробничому секторі домінують потужні корпорації, власність яких відокремлена від управління<sup>3</sup>. Економічна влада поступово переходить до невеликої групи професійних менеджерів. Проте вони інколи мають цілі, які не завжди збігаються з економічними інтересами працівників, підприємств, держави та суспільства в цілому. Відомі економісти А. Берлі, Дж. Гелбрейт, Р. Мерріс і Г. Мінз особливу увагу приділяють дослідженню причин та наслідків неадекватності поведінки менеджерів. Один із творців теорії індустріального суспільства Дж. Гелбрейт у праці «Нове індустріальне суспільство» (J. K. Galbraith. «The New Industrial State»). Boston, 1967) зазначає, що корпорації («техноструктури») – це результат складної природи сучасних технологій. Відокремлення власності від управління призводить до того, що менеджери більше зацікавлені не в максимізації прибутку, а в уникненні можливих ризиків<sup>1</sup>. Дж. Гелбрейт також вважає, що податкова система відповідає інтересам високооплачуваного менеджменту (членам техноструктури), тому стає менш прогресивною і гнучкою аж до зростання чи зниження доходів<sup>2</sup>.

Радянські економісти використовували наукові надбання в сфері корпоративних фінансів для трактування понять «індустріальна (планова) система», «ринкова система», «промислове планування», «техноструктура», «державна техноструктура», «народна держава» та

---

<sup>1</sup> Гелбрейт Дж. Новое индустриальное общество. – М.: «Прогресс», 1969. – С. 5–15.

<sup>2</sup> Гелбрейт Джон К. Экономические теории и цели общества / Пер. с англ. Под общей ред. и с предисл. акад. Н. Н. Иноземцева и члена-корр. АН СССР А. Г. Милейковского. – М.: Прогресс, 1976. – С. 379.

<sup>3</sup> Корягин А. Г., Фролов Б. И. Социальная утопия Дж. Гелбрейта. Критика концепции «нового индустриального общества». – М.: Мысль, 1978. – С. 52.

<sup>4</sup> Дракер Питер Ф. Роль управления в новом мире. В сб.: Современные тенденции в управлении в капиталистических странах / Пер. с англ. Под ред. Г. Х. Попова. – М.: Прогресс, 1972. – С. 277–288.

ін. О. Г. Корягін, Б. І. Фролов в роботі «Соціальна утопія Дж. Гелбрейта. Критика концепції «нового індустріального суспільства» (1978 р.) констатували, що в умовах соціалістичного ладу інтереси колективів державних підприємств не завжди збігаються з державними інтересами, але оскільки працівники не є власниками, а тому не можуть претендувати на прийняття самостійних рішень<sup>3</sup>.

Тенденція об'єднань і поглинань компаній на національному (у межах однієї держави) та транснаціональному (у межах різних країн) рівнях сприяла прискореному розвитку нових інформаційних технологій, які дають змогу здійснювати дистанційне управління структурами (підрозділами) компаній. Сучасний менеджмент – це також результат поступального економічного розвитку суспільства. Пітер Ф. Дракер (США) у статті «Роль управління в новому світі» слушно зазначає, що менеджмент – більше, ніж наука, та є основою успіху у двадцятому столітті<sup>4</sup>.

Становлення ринку фінансового капіталу вимагає дієвого менеджменту з відповідним рівнем прийняття рішень для досягнення прискореного надходження і перерозподілу коштів. У своїх дослідженнях Джон О. Хемінгсен (Канада) виокремлює три категорії рішень, які приймає керівництво: рішення стосовно існуючих умов виробництва чи комерції; рішення підприємницького характеру стосовно розширення сфери діяльності на спроби організації нових підприємств; рішення широкого характеру, завданням яких є забезпечення можливостей змінити стратегію, тактику, організаційну форму та цілі для досягнення більшого успіху та отримання зиску в діловому світі<sup>1</sup>.

Докорінне оновлення економіки України вимагає об'єктивного економічного процесу взаємодії суб'єктів господарювання на основі узгодження індивідуальних і суспільних інтересів. Водночас варто застосувати методи пошуку та використання необхідних фінансових і технічних ресурсів для поживлення інвестиційної активності, забезпечення ефективного механізму нагромадження капіталів. Розвиток корпоративного управління та акціонування сприяють мобілізації фінансових ресурсів для реалізації програм виходу вітчизняних підприємств з кризового стану у випадках, коли інші джерела фінансування недостатні чи відсутні, що зумовлює застосування

---

<sup>1</sup>Хемінгсен Джон О. Новый стиль принятия решений на высшем уровне – практический взгляд. В сб.: Современные тенденции в управлении в капиталистических странах / Пер. с англ. Под ред. Г.Х. Попова. – М.: Прогресс, 1972. – С. 277–288.

<sup>2</sup>Марк арян К. На пути к постиндустриальному корпоративному государству: «третий путь» развития для России XXI века // Финансист. – 2000. – № 39. – С. 39.

акціонерної форми господарювання як однієї з найперспективніших для економіки України.

Особливу увагу теорія та практика корпоративного управління приділяють формуванню корпоративної культури діяльності, оскільки конкурентоспроможність акціонерних товариств – запорука економічної життєдіяльності держави загалом. В економічній теорії об'рунтовується концепція доцільності побудови постіндустріальної корпоративної держави. Так, для Російської Федерації економіст Карен Маркарян пропонує «третій шлях» розвитку – створення єдиного інтегрованого ієрархічного мегахолдингу, керованого державою-корпорацією, а його акціонерами можуть стати всі громадяни країни<sup>2</sup>. Суть цієї пропозиції – використання переваг потужних економічних інституцій – корпорацій, тому й об'рунтовується доцільність відтворення механізмів оптимізації на державному рівні та використання взаємопов'язаного комплексу сучасних політичних, економічних, соціальних і методологічних технологій.

Загалом, можна погоджуватися чи не погоджуватися з цією точкою зору, проте дана модель заслуговує на увагу, оскільки у більшості промислово розвинених країн вже створено потужні державно-монополістичні корпоративні системи, які дають змогу ефективно розвиватися їхнім національним економікам. Можна виокремити наступні основні системи корпоративного управління – англо-американську, японську та німецьку. Зауважимо, що основними ознаками, або визначальними елементами, системи корпоративного управління є: головні учасники корпоративних відносин, їхня взаємозалежність і поведінка; основні групи акціонерів конкретного акціонерного товариства; структура (розміщення) володіння акціями; організаційна структура корпорації; склад правління і спостережної ради; законодавчі обмеження; вимоги щодо надання інформації для відкритих акціонерних товариств, які внесено у лістинг на біржах; корпоративні дії, що потребують схвалення акціонерів; механізми взаємодії усіх учасників.

Впродовж свого розвитку більшість країн створюють моделі корпоративного управління, подібні до візрів, використаних у промислово розвинутих країнах, але з урахуванням особливостей власних національних економік. Теоретично таке моделювання відображає часткову збіжність економічних інтересів суспільства та ідеалізує можливості запобігання різким соціальним потрясінням, характерним для періоду реформування.



В Україні та інших країнах із перехідною економікою на даному етапі розвитку ще збереглися певні ідеї колективізму та соціальної справедливості, закладені попереднім соціалістичним ладом, тому, приймаючи до уваги існуючі моделі корпоративного управління, можна передбачити, що ці країни вже достатньо наближені до постіндустріального суспільства. Слід розмежовувати сучасні проблеми корпоративного управління і правового забезпечення акціонерних товариств (зокрема в Україні, з огляду на підготовлений законопроект «Про акціонерні товариства»).

На нашу думку, основними причинами низької конкурентоспроможності вітчизняних акціонерних товариств є не тільки фінансові чи технологічні проблеми, а й низька ефективність менеджменту та рівень корпоративної етики, а також певний негативний вплив на процеси суспільного відтворення чинного податкового законодавства й недосконалість митного регулювання. Н. Хананова, досліджуючи переваги делегування повноважень залежно від форм власності, визначила, що середній бал за оперативним реагуванням щодо змін на ринку, дій конкурентів, потреб клієнтів: у приватних підприємствах – 6,9 та акціонерних товариствах – 6,1, а сприяння прискоренню процесу прийняття рішень – відповідно 7,5 і 6,3<sup>1</sup>. Якраз тому інвестори готові запропонувати премії (до 10–20%) саме за акції потенційно привабливих об'єктів інвестування з більш відпрацьованою (кваліфікованою) системою корпоративного управління.

Відповідно до вимог програмних документів у процесі приватизації більшість потужних та середніх підприємств було перетворено у відкриті акціонерні товариства (ВАТ) та переведено на корпоративне управління, а тому проблеми менеджменту, корпоративних відносин та управління корпоративними державними правами, на нашу думку, перетворилися в проблему економічної безпеки держави. Розвиток корпоративного сектору в Україні тісно пов'язаний зі становленням цивілізованого корпоративного управління. У даному випадку корпоративне управління – це система взаємозв'язків між усіма учасниками акціонерного товариства, що регламентує механізми й способи взаємодії зацікавлених учасників, за допомогою яких вони представляють свої інтереси і взаємодіють як з акціонерним товариством, так і між собою.

Важливою функцією корпоративного управління є організація виробничої, фінансової та інших видів діяльності підприємства в

---

<sup>1</sup>Хананова Н. Делегирование глазами украинских руководителей // Управление компанией. – 2003. – № 10. – С. 22–26.

інтересах акціонерів, які забезпечують фінансовими ресурсами акціонерне товариство. Корпоративне управління створює правове поле для визначення повноважень, прав і відповідальності всіх учасників корпорації та регулює їхні взаємозв'язки. Структура корпоративних відносин і корпоративного управління відповідає умовам та особливостям кожної конкретної країни і складається під впливом наступних чинників: законодавчої бази, що регулює права й обов'язки сторін, які беруть участь у корпоративному управлінні; практики ділових взаємозв'язків, що склалися в країні; статуту корпорації та її внутрішньої документації тощо.

Концептуальні дослідження корпоративного управління сприяли поширенню корпорацій, але на практиці деякі інституції тільки декларували корпоративну культуру, а відстоювали гасла етики своєї торговельної марки, причому, насправді обрали діаметрально протилежні стратегії, стали на шлях фінансових зловживань і корупції. Так, відома корпорація Деву (DAEWOO) (оголошена банкрутом у 1999 р.) залишила боргів на загальну суму 80 млрд. дол. США; у неї виявлено фальсифікацію фінансової звітності, завищення активів на 32 млрд. дол. США, а також нецільове використання капіталів (фондів). У процесі судового розгляду справи про банкрутство керівникам корпорації було призначено сплатити штрафів на суму понад 19 млрд. дол. США. Це лише один з прикладів того, чому в світовій практиці внаслідок банкрутства потужних корпорацій чітко окреслилася недовіра багатьох інвесторів саме до цих інституцій ринкової економіки.

У процесі дослідження особливостей і проблематики корпоративних відносин та управління слід також враховувати передумови, етапи та обрані моделі розвитку, які сприяють становленню корпоративного сектору економіки України. У даний час маємо два головних напрямки формування корпоративного сектору – створення акціонерних товариств відкритого та закритого типів за власні кошти засновників; організація відкритих акціонерних товариств у процесі приватизації великих і середніх державних підприємств. Важливою умовою життєдіяльності акціонерних товариств є узгодження економічних інтересів акціонерів щодо усупільнення, формування і використання капіталу. У майбутньому це забезпечуватиме об'єднання майна у великих обсягах, зростання матеріальної зацікавленості акціонерів у розвитку виробництва, сприятиме їхній конкурентоспроможності в просторі ринкової економіки.

Корпоративне управління – це важливий сегмент забезпечення конкурентоспроможності вітчизняної економіки, який тісно пов'язаний

з державною економічною політикою. Ринкова стратегія підприємств (АТ) повинна орієнтуватися на задоволення різноманітних потреб споживачів, проте в умовах формування корпоративної моделі управління, яка частково обмежує конкуренцію, значно зростає роль державної політики, спрямованої на підтримку національних товаровиробників. У червні 2003 р. Координаційна рада при Президентові України з питань функціонування ринку цінних паперів в Україні прийняла рішення про запровадження принципів корпоративного управління в акціонерних товариствах, а також узгодила заходи щодо їхнього впровадження. Зауважимо, що вони сприятимуть захисту прав дрібних акціонерів і, відповідно, зростанню їхньої зацікавленості в інвестуванні та участі в діяльності товариств.

Активна підтримка держави – важлива складова діяльності для подальшого зміцнення первинного становища вітчизняних підприємств (АТ) в економіці країни. На нашу думку, подібна тенденція повинна охоплювати усі галузі господарського комплексу, а основну увагу слід приділити промислового капіталу як складовій фінансового капіталу, що визначає зростання виробничого потенціалу країни загалом.

У 1990-х рр. застосування безготівкових платежів сприяло зростанню вертикально інтегрованих конгломератів і діяльності формальних і неформальних фінансово-промислових груп, що ускладнювало розвиток конкуренції і входження нових учасників у ринкову систему. Експерти Світового банку зазначають, що обстеження ділової активності підприємств (АТ) країн з перехідною економікою свідчить, що майже 30% державних підприємств не мають конкурентів, а у приватному секторі – лише 5–9%<sup>1</sup>.

Підприємства (АТ), що виникли або модернізувалися завдяки процесам роздержавлення й приватизації, стають основою для зростання концентрації як власності, так і фінансового капіталу. Вони використовують досягнення науково-технічного прогресу, структурні зміни в економіці країни для максимізації прибутків незалежно від наслідків цього процесу для стану суспільства, проте з огляду на стратегічний напрямок, проголошений державою, – європейську інтеграцію України. Перш за все, це проявляється у намаганні підприємств (АТ) досягти міжнародних параметрів концентрації виробництва і капіталу, зважаючи на глобалізацію світової економіки.

Саме тому підприємства (АТ) намагаються поширити свої фази обігу

---

<sup>1</sup>Переходной период: анализ и уроки первого десятилетия для стран Восточной Европы и для бывшего Советского Союза. Исследование Всемирного банка / Пер. с англ. – М.: Издательство «Весь Мир», 2002. – С. 151–153.

капіталу на рівні Європейського Союзу (менша частина – на рівні Росії і США), залучити новітні технології у виробничу та інші види діяльності. Таке перетворення у транснаціональні фінансово-господарські структури використовується для збільшення впливу у межах національної економіки. Свої переваги такі підприємства (АТ) втілюють через відносно прискорення нагромадження, що й зумовлює ще вищий рівень концентрації виробництва й капіталу.

Зауважимо, що на показник прибутків (і на частку підприємства (АТ) у сукупному прибутку найбільших підприємств (АТ) країни) впливають різні чинники. У сучасних умовах одним з визначальних є співвідношення конкурентоспроможності підприємства (АТ) з головними конкурентами. Поточний рівень річного прибутку підприємства (АТ) може значно відрізнятись від усередненого показника подібних підприємств (АТ) даної галузі, проте з року в рік спостерігається збільшення частки саме великих підприємств (АТ) у загальному прибутку промисловості країни. Кожний відсоток зростання згаданої частки вимагає від підприємства (АТ) зважених і рішучих управлінських (менеджерських) зусиль для збільшення абсолютного зростання активів, випуску продукції та надання послуг, обсягів продажу і прибутку.

Для контролю за процесами в економіці країни підприємства (АТ) використовують не лише нарощування виробництва і капіталу, а й приховані види залежності юридично самостійних фірм, чому сприяють загальні структурні перетворення. Такі приховані методи концентрації спричинили відносно сповільнення темпів збільшення офіційного економічного потенціалу деяких підприємств (АТ), проте це не стосується послаблення їхнього впливу і контролю у своїй галузі.

Зміцнення фінансового становища підприємства (АТ) відбувається як у вигляді нагромадження шляхом капіталізації (зокрема, частини доданої вартості), так й у вигляді централізації капіталу. Ці процеси відбуваються одночасно, доповнюючи і посилюючи один одного. У сучасних умовах централізація капіталу є панівною і відіграє вирішальну роль у нарощуванні економічного потенціалу для розвитку підприємства (АТ) в умовах структурної перебудови економіки.

Розглянемо причини, які зумовили цю тенденцію. Тепер у більшості галузей промисловості спостерігаємо доволі високий рівень концентрації виробництва і капіталу. Зростання економічних показників за рахунок нагромадження спричинило появу нових аспектів проблеми «надмірного» капіталу. Раніше цей «надлишок» капіталу виникав доволі рідко (наприклад, у ХХ ст. він визначався як товарне перевиробництво), то в сучасних умовах він має усталений вигляд і відчувається

насамперед як хронічне недовантаження діючих виробничих потужностей, що супроводжується і перевиробництвом товарів, і насиченістю товарного ринку. У даному випадку «надмірним» щодо прибутку стало власне виробництво (капітал у виробничій формі).

Для забезпечення подальшого зростання капіталу підприємство (АТ) повинно скористатися перерозподільним методом, тобто методом, що започаткував у 1980-х рр. у США процедури злиттів і поглинань. Зауважимо, що у деяких випадках доцільно об'єднувати не цілі підприємства, а тільки їхні підро зділи, що мають одну сферу діяльності, один і той же вид виробництва тощо.

Найкраще переваги централізації капіталу (стосовно його нагромадження), можна побачити при впровадженні підприємства (АТ) у нову галузь. Саме централізація капіталу дає змогу пристосуватися до діяльності на новому ринку, застосувати наявну систему відносин з постачальниками і споживачами, а також з партнерами, водночас уникнути зайвих видатків на виробництво, розробку технології, підготовку персоналу тощо. Тенденція проникнення в інші сфери діяльності методом поглинання діючих там компаній найяскравіше проявляється у США, де вдало поєднують зміну галузевої структури національної економіки з прискореним розвитком високотехнічного наукомісткого виробництва.

Розвиток науково-технічного прогресу, поява нових технологій і виробництв сприяють активізації злиттів і поглинань підприємств (АТ), оскільки потужніші з них намагаються опанувати нові галузі та виробництва, освоїти нові ринки. Одним із чинників посилення цієї тенденції є іноземна конкуренція на вітчизняному ринку.

Для здійснення централізації капіталу важливу роль відіграє механізм фінансування, який постійно вдосконалюється для задоволення потреб підприємств (АТ), що здійснюють поглинання та злиття, і потреб відповідних фінансових інституцій (насамперед банків, що забезпечують дані процеси й діяльність ринку капіталу загалом).

З метою уникнення небажаного поглинання (небезпека якого, на нашу думку, є навіть для великих підприємств (АТ)) можна застосувати один із найпростіших способів – підприємство викуповує свої акції в інших держателів. Причому, купівля власних акцій для підприємства (АТ), яке планує поглинання іншого підприємства (АТ), має сучасну особливість – придбання нової фірми в умовах високої заборгованості стає дешевшим, якщо фінансування процедури відбувається не готівкою, а шляхом обміну акціями. Згаданий обмін акціями здійснюється

у пропорції, яка забезпечує підприємству (АТ)-поглиначу контроль за обраною компанією. Прикладом добровільного й економічно доцільного поглинання є створення корпорації Daimler Chrysler шляхом злиття німецького автомобільного концерну Daimler та американського Chrysler за ініціативою першого. Таким чином, досягнуто як створення виробництва якісно нового рівня на сучасній науково-технічній і технологічній базі, так і звичайне виживання у конкурентній боротьбі з такими гігантами, як Дженерал Моторз, Фольксваген, Форд тощо.

Сучасна перебудова підприємств (АТ) характеризується консолідацією капіталу у вигляді злиттів, поглинань, купівлі-продажу інших компаній, підрозділів або окремих технологічних ліній. Дана тенденція допомагає їм успішно конкурувати на внутрішньому і зовнішньому ринках, оскільки цьому сприяє зосередження значної частини сукупного промислового капіталу в найбільших підприємствах (АТ).

Зауважимо, що антимонопольне (антитрестівське) законодавство перешкоджає нестримному прояву згаданої тенденції, проте підприємства (АТ) мають великий вітчизняний і зарубіжний досвід щодо подолання законодавчих обмежень, зокрема, підпорядкування компаній при збереженні їхньої юридичної незалежності, таємні (приховані) домовленості з конкурентами щодо розподілу ринку, цінової політики тощо, виокремлення необхідності захисту вітчизняного (національного) виробника та відстоювання «економічної незалежності» створення й поширення негативного ставлення до вільних і спеціальних економічних зон (ВЕЗ і СЕЗ).

Підприємства (АТ) намагаються досягти переваги за рахунок можливості поєднати у структурі власності як великі компанії, які є високо-ефективними за обсягами виробництва, так і менші за розмірами, вузькоспеціалізовані компанії, які мають високу рентабельність. Тому спостерігаємо тенденцію пошуку оптимальних розмірів окремих підприємств та їхнього об'єднання в межах дочірньої компанії (філії) і взаємодії саме цих підрозділів у масштабах усього підприємства (АТ). Цікаво зазначити, що зменшення оптимальних розмірів, зростання частки середніх і малих виробничих підрозділів, як правило, не шкодять загальному рівню концентрації виробництва; при довільному середньому розмірі компанії, яка належить даному підприємству (АТ), визначальним для нього є зосередження у власних руках значної частини виробництва і капіталу, що дає змогу контролювати ринок та успішно конкурувати на ньому.

Характерна риса у структурі великих промислових підприємств (АТ)

– поєднання компаній, філій, підрозділів різної величини і потужності, що є відображенням своєрідності сучасних процесів концентрації і централізації капіталу. Створення нових або купівля інших компаній дає змогу підприємству (АТ) використати їх як своєрідні ризикові фірми щодо його діяльності у цілому. Вони сприяють випробуванню і впровадженню нових видів виробництва, освоєнню ринків для нових товарів, визначають доцільність і перспективність застосування наука, розробленого на підприємстві, а також інші інновації з невизначеним ступенем ризику і доцільності впровадження.

Слід також розглянути особливості розвитку фінансового капіталу на прикладі підприємства (АТ). Розвиток підприємства (АТ) як складової промислового капіталу у сучасних умовах має багато особливостей, що позначається на його діяльності та структурі, характері взаємодії з банківським капіталом. Ці особливості стосуються виробничої, маркетингової (збутової) і науково-технічної сфер діяльності підприємства (АТ), його організації будови, характеру його операцій, принципів галузевої орієнтації, системи взаємозв'язків з іншими підприємствами (АТ), методів контролю і ринкової стратегії, конкурентної боротьби та інших аспектів.

На початковому етапі становлення ринкових відносин введення у практику господарювання поняття самофінансування (повний госпрозрахунок, самоокупність) підприємства (АТ) в умовах ринку започаткувало ширше використання підприємствами позикових коштів. Розширення виробництва на підприємстві (АТ) відбувається за рахунок власних фінансових ресурсів, проте воно не може цілком покладатися тільки на власні грошові нагромадження (прибуток, амортизація), тому фінансування виробничих інвестицій постійно вимагає додаткових коштів (банківський кредит, емісія та розміщення цінних паперів).

Зауважимо, що дохід підприємства залежить від конкурентоспроможності виготовленої продукції, а впровадження інновацій сприятиме підвищенню адаптованості підприємства (АТ) в умовах науково-технічного прогресу. Нагромадження грошового капіталу залежить від величини прибутку в промисловості, а також у процесі використання довготермінових кредитів, які, в основному, використовуються для фінансування виробничих інвестицій. Відповідно виникає потреба не лише залучення банківського кредиту, а й у виході на ринок фінансового капіталу. Підприємства (АТ) можуть розміщувати тимчасово вільні кошти у кредитно-фінансові інституції для отримання відсотків і можливої участі (як корпоративних клієнтів) в управлінні цими інституціями, таким чином відбувається нагромадження грошового капіталу через кредитну

систему і ринок фінансового капіталу.

У сучасних умовах розвитку науково-технічного прогресу, комп'ютеризації виробництва і глобалізації діяльності підприємство (АТ) відчуває необхідність динамічної та глибинної перебудови у зв'язку зі зміною умов відтворення, структурними зрушеннями у вітчизняній економіці, зміною у системі державного регулювання. Розглянемо деякі нововведення, які може застосовувати підприємство (АТ) щодо взаємозв'язків у фінансовому капіталі, що дають змогу впливати на його сферу діяльності.

Існує три основних способи зростання потенціалу підприємства (АТ), які широко застосовуються у даний час:

1 – нарощування власної питомої ваги в обсягах галузі (в активах, виробничих потужностях, випуску продукції, прибутку, частці на ринку) – горизонтальна концентрація виробництва й капіталу;

2 – проникнення у суміжні галузі, що є функціонально залежними відносно основного виробництва підприємства (АТ) – вертикальна концентрація виробництва і капіталу;

3 – діяльність щодо вкладення капіталу (інвестування) у декількох, функціонально не пов'язаних між собою галузях – диверсифікація виробництва й капіталу.

У сучасних умовах вказані способи є цікавими своїм поєднанням і методами міжгалузевої взаємодії, які застосовують відповідні підприємства (АТ). У другій половині ХХ ст. великі підприємства (АТ) набули багатогалузевого характеру і завдяки чому зміцнили зв'язки між галузями і сферами економіки (горизонтальна концентрація). Процес міжгалузевого розширення діяльності (експансії) розгортається як у вигляді поєднання вертикальної концентрації, так і диверсифікації у галузі, принципово нові для даного підприємства (АТ).

Так, вертикальна концентрація доцільна, коли для діяльності на ринку підприємству (АТ) необхідна участь у всіх етапах виробництва та обороту основної продукції. За уважимо, що цей приклад є типовим для підприємств (АТ) із достатньо високим рівнем концентрації та централізації виробництва і капіталу (зокрема, для нафтових компаній, що практично контролюють пошук, видобування, транспортування, переробку й продаж нафти і нафтопродуктів, а також переважної більшості автомобільних компаній).

Диверсифікація переважає серед інших методів міжгалузевої експансії. Цьому сприяють наступні чинники. В умовах загострення конкуренції прискорюється надмірна концентрація капіталу у традиційних галузях економіки, тому провідні підприємства (АТ)



прагнуть влитися у виробництва, які швидко розвиваються завдяки досягненням науково-технічного прогресу і мають вищі прибутки й ліпші перспективи у мінливій структурі економіки. Найбільших успіхів досягають підприємства (АТ), які встигли увійти в такі галузі ще до насичення ринку, що й спричинює випередження темпів їхнього зростання щодо базових галузей.

Водночас багатогалузева експансія дає змогу підприємству (АТ) зменшити ризик інвестицій в одну галузь у випадку несподіваних або різких коливань кон'юнктури ринку, а диверсифікація полегшує здійснення централізованої фінансової стратегії. Високі прибутки, отримані філіями підприємства в одних галузях, можна використати для фінансування інвестицій у тих сферах діяльності, які нині неприбуткові, проте перспективні й важливі для конкурентоспроможності у майбутньому, в контексті стратегічного розвитку вітчизняної економіки (наприклад, новітні, наукомісткі галузі промисловості, супутниковий зв'язок тощо).

Як правило, диверсифікація вдало поєднується зі зміцненням і поглибленням спеціалізації підприємства (АТ). При розпродажу частини філії підприємство (АТ) отримує кошти (вільні активи) для оплати боргових зобов'язань, а також для інвестування в основну сферу діяльності. Тенденція до спеціалізації починає переважати після чергового етапу диверсифікації, коли збільшення галузевого комплексу операцій починає негативно відображатися на рентабельності. Поєднання обидвох тенденцій, на нашу думку, пояснюється неоднаковим впливом мінливих умов діяльності на окремі групи підприємств (АТ).

Періодичні кризові явища, інфляція, валютні коливання, часті кризові ситуації у кредитно-фінансовій сфері, недосконалість державної економічної політики ускладнюють діяльність підприємства (АТ), примушуючи застосовувати зміцнення і поглиблення спеціалізації як спосіб пристосування до такого несприятливого середовища на ринку. Для інших підприємств (АТ) подібні умови сприяли застосуванню спекулятивних операцій.

Що ж до негативних наслідків надмірного використання диверсифікації, то саме нафтові компанії відчули це у першу чергу – інвестування у десятки галузей, суміжних з основним виробництвом, а також у міжнародні валютні спекуляції, банківську справу та інфраструктуру країн, що розвиваються, почало завдавати відчутних збитків, спричинених тимчасовими кон'юнктурними мотивами.

Диверсифікація та спеціалізація як визначальні тенденції розвитку

підприємства (АТ) сприяють зростанню усупільнення виробництва, утвердженню діяльності підприємства (АТ) на ринку. Їхнє поєднання є проявом діяльної перебудови організаційної структури підприємства (АТ), реформування економіки в цілому. Тепер головними чинниками переважання спеціалізації над диверсифікацією стали новітній розвиток науково-технічного прогресу (поява нових технологій) та посилення іноземної конкуренції (як ознака глобалізації економіки).

Ліквідація кількох філій (дочірніх компаній), які не «вписуються» в оновлену організаційну структуру підприємства (АТ), дає йому змогу розпочати розвиток у бік вузчої, ніж раніше, спеціалізації, що вимагає придбання підрозділів і цілих компаній у різних галузях, проте пов'язаних за профілем із завданням технологічного перетворення основних виробничих ліній. Фактично, спостерігаємо тенденцію до реінвестування капіталу в тих видах діяльності, що занадто розбігаються з основною спеціалізацією підприємства (АТ).

Перед багатьма підприємствами (АТ) сучасних наукомістких галузей постало питання, чому віддавати перевагу – диверсифікації чи поглинанню. На перших етапах вирішення цього питання підприємство (АТ) поглинає компанії інших галузей з метою власної диверсифікації. Водночас спеціалізація розвивалася, перш за все, на основі концентрації, а не за рахунок централізації капіталу. У даний час маємо іншу тенденцію – підприємство (АТ) застосовує поглинання, злиття, продаж старих і купівлю нових компаній для зміцнення свого становища саме у визначеному напрямку виробничої орієнтації (спеціалізації). Вдале реінвестування може сприяти цілковитій зміні галузевої спрямованості підприємства (АТ).

Спеціалізація та диверсифікація мають глибинний зв'язок. Збільшення прибутку у галузях спеціалізації підприємства (АТ) використовують для фінансування його впровадження в інші галузі, необхідні для розвитку виробництва і діяльності. Кошти, вивільнені унаслідок реінвестування у непрофільних галузях, підприємство (АТ) спрямовує на поглиблення спеціалізації.

Фінансова взаємозалежність цих процесів породжує новий органічний зв'язок спеціалізації та диверсифікації: сучасне спеціалізоване виробництво вимагає від підприємства (АТ) входження в галузі, які забезпечують матеріально-технічну базу перебудови (реформування) інших галузей, тому, на нашу думку, підприємству (АТ) слід купувати ті компанії, які мають найбільші успіхи у застосуванні новітніх технологій.

Зауважимо, що власне купівля нової техніки і новітніх технологій є

недостатньою для швидкого здійснення інноваційних перетворень. Бажано, щоб виробничі, проектні й науково-дослідні підрозділи, які купує підприємство (АТ), мали власну цілісну структуру – від наукової ідеї нового товару до його конструктивно-технічного втілення (виготовлення) і до маркетингової стратегії на ринку. Створення єдиного замкнутого комплексу – дуже складна проблема навіть для потужних підприємств (АТ), тому підприємство (АТ) вимушене звужувати свою спеціалізацію й одночасно диверсифікувати інвестиції у галузях високих технологій.

Поняття спеціалізації підприємства (АТ) не варто розуміти дослівно і спрощено – це не орієнтація на обмежену кількість видів продукції, а зосередження на кількох основних видах виробництва. Сучасна диверсифікація відрізняється від диверсифікації другої половини ХХ ст. тим, що тоді, як правило, підприємство (АТ) інвестувало кошти у різні галузі, види виробництва, інші види підприємництва без урахування профільної орієнтації. Основна причина цього у тому, що головною метою для підприємства (АТ) був пошук нових об'єктів інвестування у зв'язку зі зростанням власних фінансових можливостей, хоча наріжною ідеєю залишалася максимізація прибутку. Поглиблення спеціалізації зумовило саме зростання необхідних затрат на освоєння нової продукції, підвищення вимог конкурентоспроможності на ринку, проте тут вплив диверсифікації несуттєвий, оскільки вона стосується допоміжних ланок виробництва й діяльності підприємства (АТ).

Важливість диверсифікації визначається тією обставиною, що сучасне підприємство (АТ) – це інтегрований комплекс, діяльність якого неможлива без налагодженого і потужного механізму фінансування та сприяння різних фінансових інституцій. Останні ж стають структурними підрозділами потужних підприємств (АТ).

Диверсифікація підприємства (АТ) у фінансову справу і сферу послуг поєднується з тенденцією до вузької спеціалізації у виробничо-промисловій діяльності. Останнє стосується питань модернізації виробництва, підвищення якості продукції та збільшення обсягів виробництва. В сучасних умовах підприємство (АТ) повинно приділяти увагу не тільки впровадженню новітніх технологій, а й підвищити роль окремого виробництва (підприємства) у виробленні загальної стратегії. Окремі виробничі підрозділи і підприємства як комплексні одиниці стають наріжними складовими виготовлення конкурентоспроможної продукції, на що виділяють великі фінансові ресурси.

На нашу думку, цікавою особливістю діяльності підприємства (АТ) є зміна науково-технічної політики під впливом іноземної конкуренції,

підсиленої впровадженням досягнень науково-технічного прогресу. Тепер підприємство (АТ) повинно зосередитися на фінансуванні власних наукових досліджень і дослідно-конструкторських розробок (НДДКР), можливо, із залученням партнерів, оскільки сподівання на допомогу і фінансові ресурси держави не завжди себе виправдовують, а конкуренти не зволікають, діючи рішуче й на сучасному рівні.

Сьогодні чіткіше, ніж у ХХ ст., проявляє себе тенденція організації й фінансування НДДКР, починаючи з фундаментальних досліджень, великими промисловими підприємствами (АТ) та їхніми об'єднаннями. Такий процес, як правило, супроводжується придбанням відомих і створенням нових лабораторій і науково-дослідних підрозділів з метою втілення нових засад взаємозв'язків між науковими дослідниками й теоретиками; інженерами-розробниками і фахівцями з впровадження нових видів продукції і технології у виробництво, ґрунтуючись на координації всієї діяльності єдиним керівництвом.

Досвід показує, що ні поєднання диверсифікації та спеціалізації, ні інноваційні зрушення в науково-технічній і виробничо-технологічній сферах діяльності підприємства (АТ) не будуть дієвими і тривалими без організаційної перебудови. Конкуренція на ринку, високий рівень конкурентоспроможності іноземних компаній стали своєрідним лакмусовим папірцем для виявлення суттєвих недоліків у структурі вітчизняних підприємств (АТ) і недосконалості національного законодавства з огляду на вирішальне значення держави як гаранта економічних реформ.

У більшості випадків організаційна перебудова супроводжується зміною власників, не припиняючи процес поглинання та злиття. Навіть при збереженні старих назв підприємств (АТ) відбуваються процеси подрібнення та укрупнення тих чи інших підрозділів, змінюються їхні функції у загальній структурі – це характерні ознаки пошуку оптимальних форм організації. Як наслідок, бачимо безсумнівне зацікавлення провідних підприємств (АТ) у монополізації окремих сегментів ринку. Щодо організаційної структури це виявляється у швидкому зростанні відповідної дочірньої компанії (філії), певних підрозділів або окремо обраного виробничого комплексу.

Розглянемо сучасні особливості (тенденції) зв'язків між підприємствами (АТ). Відзначимо характерну особливість – організаційне виокремлення окремих виробничих комплексів, зокрема венчурних (ризикових) або вузько орієнтованих на обраний сегмент ринку. Для цього практикують створення спільних підприємств (СП) із

залученням інвестицій і ноу-хау вітчизняних та іноземних компаній.

Сучасною тенденцією є також посилення комерційної діяльності окремих підрозділів підприємства (АТ) з яскравими ознаками самостійності останніх. Якщо у другій половині ХХ ст. це було звичним для багатогалузевих підприємств (АТ), то тепер це властиво й великому підприємству (АТ). Відносно відокремлення фінансових операцій від виробничої діяльності підприємства (АТ) сприяє не лише загальній діяльності, а й розвитку самостійних фінансових структур (наприклад, банк, що обслуговує одне підприємство).

Так, всередині таких структур певні підрозділи підприємства (АТ) мають достатній рівень самостійності відповідно до їхньої ролі у здійсненні фінансової стратегії. Часом материнська компанія здійснює тільки початкове інвестування у розвиток діяльності дочірньої компанії, а потім обмежується використанням отриманого прибутку, оскільки решта аспектів діяльності дочірньої компанії ґрунтується на самофінансуванні та автономності щодо комерційних операцій головного підприємства (АТ). Наприкінці ХХ ст. приблизно так діяли транснаціональні компанії США при створенні закордонної мережі своїх підрозділів у Європі та інших країнах.

Показовим явищем в організаційній структурі підприємства (АТ), характерним для кінця ХХ ст., є поява так званих незалежних комерційних підрозділів, які є своєрідними венчурними компаніями всередині підприємства (АТ). Наприклад, корпорація «Дженерал Моторз» створила компанію «Сатурн», яка прийняла на себе зобов'язання – відповідний ризик розробки та впровадження нових видів технологій і виробництва.

Незалежні комерційні підрозділи діють на засадах автономії та самоокупності, подібних до діяльності дочірніх компаній великих підприємств (АТ), проте їхня поява безпосередньо пов'язана з організаційною перебудовою американських корпорацій. Такі підрозділи – відповідь на сучасні вимоги розвитку, науково-технічного прогресу, розвиток новітніх виробництв і технологій. У них враховано й те, що інвестування перспективних технологій виправдані, коли затрати окуповуються, а обраний напрямок діяльності дає новий товар, який визнається на ринку, хоча вкладення великих фінансових ресурсів тут є доволі ризиковими. Саме тому невизначеність перспектив кожного шляху модернізації примушує підприємство (АТ) до застосування методів спроб і помилок (організаційним оформленням яких стали саме незалежні комерційні підрозділи) перед тим, як розпочати великі інвестиції.

Таким чином, при відносно невеликих затратах капіталу підприємство (АТ) може оцінити дійсні можливості захоплення ринку, зростання прибутку в результаті впровадження нового виробництва і технології. Нові складові організаційної структури, створені останнім часом у більшості провідних підприємств (АТ), спричинюють зміни не тільки на їхню діяльність, а й на характер взаємодії з банками та іншими фінансовими установами.

Показовою є реакція конгломератів на поточні зміни у промисловому бізнесі. Оскільки конгломерати – це крайня організаційна форма диверсифікації промислових корпорацій, де здійснюється вже й цілковите відокремлення фінансових операцій від виробничих аспектів діяльності, то в сучасних умовах більшість їх перетворилася у традиційний концерн – головну складову структури промислової ланки фінансового капіталу США. Зауважимо, що жодна з нафтових корпорацій при великому розмаху їх диверсифікації не набула форми конгломерату, тобто бачимо, що провідні підприємства (АТ) гнучко змінюють свою організаційну структуру під впливом мінливого навколишнього середовища.

Провідні потужні корпорації, спеціалізовані компанії, дрібні та середні фірми, експлеренти – кожне окремо взяте з цих підприємств (АТ) та їхня взаємодія впливають на розвиток ринкової економіки. У процесі централізації зникло багато середніх і невеликих компаній, але у 1980-х рр. почала зростати зацікавленість потужних корпорацій у відродженні малого бізнесу. Діяльність малих і середніх підприємств сприяє гнучкості економіки в цілому. За рівнем розвитку малого бізнесу фінансові аналітики відслідковують адаптованість економіки країни до можливих змін. Малі підприємства кількісно і функціонально сприяють діяльності потужних підприємств (АТ), утворюючи певний фундамент, на якому виростають вищі «поверхи», які багато в чому визначають архітектуру фінансової індустрії.

Оскільки малі підприємства виконують в економіці інтегруючу функцію, то в науковій літературі подається латинізоване визначення цього типу фірм – комутанти, тобто з'єднувачі. Наявність попиту на певний товар, послугу повинні одночасно породжувати його пропозицію в ринковій економіці, проте технологічний бік виробництва вимагає дотримання певних норм, а виробничий процес – відповідного фінансування та оперативності прийняття управлінських рішень, тому

<sup>1</sup>Юданов А. Ю. Фирма и рынок. – М.: Знание, 1990. – (Новое в жизни, науке, технике. Серия «Экономика», № 8). – С. 5–7.

<sup>2</sup>Смит А. Биржа – игра на деньги: Пер. с англ. – М.: Издательский Дом «Альпина», 2000. – С. 96.

комутанти в сучасних умовах найбільш оперативно реагують на потреби ринку. Малі підприємства займають відповідну нішу і постійно відслідковують ситуацію на ринку, щоб виявити сферу свого застосування.

У зарубіжній економічній літературі використовують поняття «генерика» – це підприємства (як правило малі), які проникають у всі сфери економіки і копіюють продукцію провідних потужних компаній<sup>1</sup>. Відповідно, вони заощаджують кошти на науково-дослідних розробках та оптимізують ціни на цю продукцію, зокрема у фармацевтії, харчовій, легкій промисловості.

В Україні відчутна суттєва недокапіталізація ринку. Тому орієнтація на вступ у Світову організацію торгівлі, Європейський Союз, НАТО та інші об'єднання розвинених країн вимагає вирішення стратегічного питання національної безпеки – захисту вітчизняного ринку фінансового капіталу. Оскільки намітився новий етап економічної інтеграції – формування зони вільної торгівлі в Єдиному економічному просторі (ЄЕП), то варто приймати безкомпромісні рішення та відповідні методи узгодженості дій для сприяння, з одного боку, розвитку конкуренції, а з іншого – стимулювати капіталізацію вітчизняних підприємств (створення холдингів, корпорацій, інших структурних об'єднань, властивих фінансовому капіталу). А. Сміт зазначав, що великі («справжні») гроші заробляють на ринку не дрібні інвестори, а інсайдери або власники акцій компанії в процесі капіталізації її доходів<sup>2</sup>. Розбудова національної інноваційної системи потребує ґрунтовної державної підтримки нових фінансово-промислових об'єднань на законодавчому рівні, а також активізації діяльності Української державної інноваційної компанії.

Підсумовуючи, зазначимо, що, ринок фінансового капіталу відіграє важливу роль у світовій економіці, оскільки стимулює розвиток нових фінансових інструментів і створює реальні можливості для заробляння грошей його учасниками. Проте вітчизняний ринок фінансового капіталу повинен сприяти не лише цьому, а й визначенню реальної вартості компаній та перспектив їхнього зростання. Приватизація стратегічних об'єктів в Україні свідчить, що їхня оцінка не відповідає справжній вартості, оскільки набагато завищує вартість об'єктів і не відповідає інтересам потенційних покупців.

Активізувався процес злиттів і поглинань на ринку фінансового капіталу. Для забезпечення подальшого нагромадження капіталу та створення єдиного замкнутого виробничо-фінансового комплексу підприємствам (АТ) доцільно застосовувати перерозподільний метод у процесі процедури злиттів і поглинань.

З метою уникнення небажаного поглинання акціонерному товариству

### 3.2. Діяльність акціонерних товариств у системі корпоративних відносин

В історичному ракурсі першим типом організації бізнесу було індивідуальне підприємництво (діяльність велася окремою сім'єю чи особою). Проте розширення та ускладнення підприємницької діяльності вимагало об'єднання значно більшої кількості матеріальних, фінансових і трудових ресурсів.

Глобалізація в сучасних умовах зумовила «переплетення» капіталів, розвиток міжнародного фінансового капіталу і корпорацій, становлення відповідних міждержавних відносин і появу наднаціональних фінансових інституцій. Створення корпорацій (АТ) – це одна з форм централізації капіталу, оскільки вони виникають у процесі об'єднання вже функціонуючих капіталів. Розширення діяльності міжнаціональних корпорацій, налагодження різноманітних взаємозв'язків у сфері їхнього функціонування дають змогу ефективніше вирішувати проблеми ринку праці порівняно з можливостями, які мають міжнародна торгівля, довготермінові контракти і ліцензування.

Злиття капіталів передбачає, що учасники вкладають у підприємство власні кошти і ризикують тільки ними (на відміну від індивідуальних підприємств, командитних товариств, партнерств, які несуть повну чи солідарну відповідальність). Ведення підприємницької діяльності у великій корпорації зумовило обмежену (вкладеними капіталами) відповідальність учасників корпорації. При відсутності такого обмеження ніхто з індивідуальних інвесторів не погодився б ризикувати. Обмежена відповідальність співвласників корпорацій – це своєрідна плата за величезні фінансові та виробничі можливості публічних корпорацій. Варто зазначити, що економічні інтереси учасників забезпечують законодавчі обмеження щодо створення і діяльності корпорацій та державний нагляд за дотриманням ними встановлених правових засад.

Розширення функціонування акціонерної форми діяльності підприємств зумовлює зростання фіктивного капіталу в процесі подальших емісій цінних паперів, а також за рахунок можливості підвищення курсів акцій. У 1960-х рр. болгарський економіст проф. Т. Владігеров у праці «Фіктивний капітал (зміни його в умовах сучасного капіталізму)» підкреслював, що нагромадження фіктивного капіталу сприяє зростанню фінансового капіталу<sup>1</sup>. Ця праця має важливе

---

<sup>1</sup>Владігеров Т. Фиктивный капитал (изменения его в условиях современного капитализма) / Пер. с болг. А. С. Никольского и С. М. Степанова. – М.: Изд-во иностранной литературы, 1963. – 352 с.



теоретичне значення, оскільки містить історичний підхід для розуміння взаємозалежності між фіктивним капіталом і нагромадженням капіталу, зростанням курсів акцій тощо.

Процес зростання корпорацій вимагав теоретичних досліджень щодо врахування національних економічних потенціалів. У Великій Британії діє розгалужена міжнародна мережа корпорацій, пов'язана з колоніальним минулим. В економічній літературі зазначається, що британський фінансовий капітал спирається на закордонну міць своїх монополій. У Франції характерною є впливовіша позиція банків порівняно з промисловістю; Німеччина традиційно відрізняється організованістю фінансового капіталу<sup>1</sup>.

В Україні зростає інтерес до використання акціонерної форми організації капіталу, корпоративних управління та відносин. Особливе місце займає роздержавлення власності у вигляді створення акціонерних товариств. Загалом, приватизація підприємств в Україні у 1990-х рр. відбулася шляхом перетворення їх в акціонерні товариства відкритого або закритого типів. В Україні за станом на 01.01.2003 р. було зареєстровано 1567 акціонерні товариства, у яких частка приватизованого майна до 49,9% становила 20,5%, від 50 до 69,9% – відповідно 12,4%, від 70 до 99,9% – 56,4% і 100% – 10,7% (табл. 3.1).

Сайт: [www.ukrstat.gov.ua](http://www.ukrstat.gov.ua)

**Кількість акціонерних товариств за відсотком приватизованого майна за 1999–2003 рр.\***

За станом на	Кількість АТ, одиниць	Частка АТ за відсотком приватизованого майна, %			
		до 49,9% включно	від 50 до 69,9% включно	від 70 до 99,9% включно	100%
01.01. 1999 р.	3704	19,4	11,3	52,2	17,1
01.01. 2000 р.	3471	15,0	9,6	56,2	19,2
01.01. 2001 р.	2681	16,3	10,7	56,9	16,1
01.01. 2002 р.	2045	18,8	11,4	54,7	15,1
01.01. 2003 р.	1567	20,5	12,4	56,4	10,7

\*Джерело: <http://www.ukrstat.gov.ua>.

Акціонування значною мірою залежало від стану економіки, яка характеризувалася розривом усталених економічних зв'язків у межах

<sup>1</sup>Юданов Ю. И. Капиталы под псевдонимом. Финансовые группы малых стран. – М.: Изд-во «Международные отношения», 1967. – С. 92. Private Banking: Элитное обслуживание частного капитала / Дэвид Мод, Филип Молино; Пер. с англ. – М.: Альпина Паблишер, 2003. – С. 43.

СРСР і РЕВ, диспропорцією між грошовими доходами і товарною масою. Передбачалося, що акціонування дасть змогу налагодити втрачені виробничі зв'язки шляхом розміщення акцій серед постачальників і споживачів, а отримання дивідендів та зростаюча ринкова ціна акцій – частково захистити вкладені кошти від інфляції.

Статтею 84 «Підприємницькі товариства» Цивільного Кодексу України визначено, що товариства, які здійснюють підприємницьку діяльність з метою отримання прибутку і наступного його розподілу між учасниками (підприємницькі товариства) можуть бути створені лише як господарські товариства. Акціонерним є товариство, статутний капітал якого поділений на визначену кількість акцій однакової номінальної вартості (стаття 152 Цивільного Кодексу)<sup>1</sup>.

Можна констатувати, що в Україні вже закінчився основний етап приватизації і створено багато відкритих акціонерних товариств. Сучасний етап пов'язаний з пошуком реального власника та механізмом вдосконалення корпоративного управління, необхідність чого зумовлена наступним:

1 – акціонерні товариства є однією з провідних організаційно-правових форм господарської діяльності в усіх економічно розвинутих країнах;

2 – в Україні акціонування – це основна форма реформування та приватизації великих і середніх державних підприємств, які забезпечують отримання значної частини валового внутрішнього продукту;

3 – у всіх ланках господарського управління посилюється пошук фінансових ресурсів, необхідних для фінансування виробництва й забезпечення економічного зростання, а найшвидшим способом залучення додаткових фінансових ресурсів залишається продаж державних пакетів акцій, контроль за нарахуванням дивідендів та додаткова емісія акцій на рентабельних підприємствах (АТ).

Фінансист Джордж Сорос, аналізуючи приватизацію в постсоціалістичних країнах, справедливо зауважив, що хоча ведеться «багато розмов про приватизацію, та я особисто дійшов висновку, що сподівання на розв'язання проблеми шляхом приватизації – марні. Зараз треба запровадити ринкову дисципліну на державних підприємствах»<sup>2</sup>. Процеси роздержавлення в Україні тривають вже понад десять років, але доволі значною залишається частка державної власності і, відповідно, все ще проблемним є питання концепції розвитку державної

---

<sup>1</sup> Сорос Дж. Утвердження демократії. – К.: Основи, 1994. – С. 72.

<sup>2</sup> Цивільний Кодекс України: Офіційний текст. – К.: Кондор, 2003. – С. 28, 54.

власності та її трансформації відповідно до вимог світової економіки. Постановою Кабінету Міністрів України «Про затвердження Стратегії розвитку системи державного фінансового контролю, що здійснюється органами виконавчої влади» від 24 липня 2003 р. № 1156 передбачаються заходи з підвищення дієвості та ефективності державного фінансового контролю, посилення його профілактичної спрямованості для зміцнення фінансової дисципліни в державі, особлива увага приділяється контролю спеціально уповноваженими суб'єктами державного фінансового контролю за ефективним використанням державного майна та управлінням державною часткою у статутних фондах акціонерних товариств<sup>1</sup>.

Репутація акціонерного товариства залежить від якісних, цінкових і технічних характеристик виготовленої продукції або наданих послуг. Інвестиційна привабливість підприємства (АТ) визначається на фондовому ринку, де задіяно потужний механізм не тільки залучення фінансових ресурсів, а й реальні можливості повернення вкладених коштів інвесторам відповідно до їхніх економічних інтересів. Якщо акції товариства (корпорації) котируються на біржі, то інвестор може їх продати за вигідною ринковою ціною. Вчений Ю. Борхард у праці «Нагромадження капіталу» (1926 р.) слушно виокремив логічну помилку, визначену як «*circulus vituosus*» («жибне коло»): для того, щоб підприємство (АТ) стало прибутковим, спочатку потрібно забезпечити на ньому постійний випуск продукції, але це можливо досягнути лише за умови, що спершу забезпечується його прибутковість<sup>2</sup>.

Оскільки більшість акціонерних товариств в Україні було створено під час приватизації, тобто процес акціонування відбувався іншим шляхом, ніж класичний – здійснювалося не об'єднання, а поділ капіталів, тому вітчизняні акціонерні товариства, створені в процесі приватизації, позбавлені практично всіх переваг і є лише попередниками майбутніх корпорацій. Згідно з Постановою ВР України «Про проект Закону України про акціонерні товариства та інші види господарських товариств» від 4 червня 1991 р. № 1141-XII передбачалося доопрацювати нормативні положення<sup>3</sup>. Відповідно було прийнято Закон України «Про господарські

---

<sup>1</sup>Постанова Кабінету Міністрів України «Про затвердження Стратегії розвитку системи державного фінансового контролю, що здійснюється органами виконавчої влади» від 24 липня 2003 р. № 1156 // Урядовий кур'єр. – 2003. – № 153, 19 серпня. – С. 10–11.

<sup>2</sup>Борхард Ю. Накопление капитала / Перевод с немецкой рукописи под ред. Г. Б. Гермайдзе. – М.-Л.: Государственное издательство, 1926. – С. 5.

<sup>3</sup>Постанова ВР УРСР «Про проект Закону Українською РСР про акціонерні товариства, та інші види господарських товариств» від 4 червня 1991 року № 1141-XII // Відомості Верховної Ради України. – 1991. – № 28. – С. 337.

товариства» від 19 вересня 1991 р. № 1576-XII (з урахуванням змін та доповнень), у якому налічується приблизно 30 статей про акціонерні товариства, тоді як у Законі Російської Федерації «Про акціонерні товариства» – 95 статей, в аналогічному законі Німеччини – понад 400 статей, у Законі про компанії Великої Британії – 727, а у Законі про підприємницьку корпорацію США – понад 200 статей.

З 1998 р. в Україні обговорюється законопроект «Про акціонерні товариства», який передбачає вирішення більшості проблем, що виникли в акціонерних товариствах та акціонерів через недосконалість норм чинного корпоративного законодавства. Необхідно визначити низку нових актуальних положень, які включено розробниками до цього законопроекту, що мають важливе значення для корпоративного управління та формування цивілізованих корпоративних відносин в Україні: про новітні підходи до управління, про розподіл повноважень між органами акціонерного товариства, про забезпечення (гарантування) представництва акціонерів у наглядовій раді тощо.

Фондом державного майна України розроблена Концепція корпоративно-дивідендної політики держави (проект), яка передбачає впровадження механізмів прозорої системи визначення частини прибутку, що спрямовується на виплату дивідендів, заходів забезпечення отримання доходів від володіння державними корпоративними правами та капіталізації цінних паперів. Зазначено, що корпоративні права – це права особи, частка якої визначається у статутному фонді (майні) господарського товариства, що включають правомочності на участь такої особи в управлінні господарським товариством, отримання певної частки прибутку (дивідендів) даної організації та активів у разі її ліквідації відповідно до закону, а також інші правомочності, передбачені законом і статутними документами<sup>1</sup>.

Прискорення процесу концентрації виробництва пов'язано з капіталізацією вартості. Відомо, що оптимальна структура капіталу повинна максимізувати вартість акції компанії. Р. Я. Коваль, А. Н. Наконечний слушно вважають, що це просте за змістом завдання важко піддається математичній формалізації<sup>2</sup>. Завдяки випуску акцій, відкриті акціонерні товариства (ВАТ) отримують широкі можливості для залучення додаткових коштів. Випуск акцій забезпечується наявним майном (активами) акціонерного товариства, а також можливістю залучення в процесі розміщення цінних паперів вільного фінансового капіталу в

---

<sup>1</sup>Інтернет: <http://www.spfu.gov.ua>.

<sup>2</sup>Коваль Р. Я., Наконечний А. Н. Марковская модель для оптимизации структуры капитала корпорации // Финансовые риски. – 2003. – № 1. (32). – С. 82.

інших юридичних і фізичних осіб, що сприяє розширенню сфери його діяльності та підвищенню темпів нагромадження капіталу в суспільстві.

Придбавши акції, новий власник отримує низку прав, а саме – участь в управлінні акціонерним товариством, отримання частини прибутку товариства у вигляді дивідендів, стає претендентом на частку майна товариства в процесі його ліквідації тощо. Тому, по-перше, інвестори у разі вкладення коштів в акції у перспективі сподіваються на збільшення першочергово авансованих коштів на придбання акцій. Одночасно зростання фінансових активів означає і збільшення вартості акцій акціонерного товариства. Для кількісної оцінки цього процесу слід використовувати показник фінансового левериджу, який визначають відношенням між капіталом власників акцій даного акціонерного товариства. По-друге, інвесторів приваблює можливість отримання дивідендів.

Діяльність акціонерних товариств, операції з цінними паперами впливають на економічні цикли. Розміщення цінних паперів (акцій, облігацій) дає змогу формувати первісний капітал акціонерного товариства, а надалі – безпосередньо впливати на його діяльність. Оскільки фіктивний капітал бере участь у процесах відтворення, то товариства (корпорації) в умовах несприятливої кон'юнктури скуповують власні акції для підтримки їхнього курсу і можуть збільшувати виплати дивідендів. Відповідно зменшуються витрати на інвестування розширеного розвитку.

Виплата дивідендів пов'язана з проведенням ліберальної політики акціонерними товариствами, оскільки декларуються рівні можливості доступу до отримання дивідендів усіма учасниками інвестиційної діяльності. Проте на практиці, на наш погляд, цей процес має особливості, зокрема:

1) не враховуються інтереси дрібних акціонерів (при купівлі акцій вони платять гроші за право на одержання певної частки прибутку компанії, і можливість участі в управлінні товариством, але це в повному обсязі можуть тільки великі акціонери);

2) за рахунок дрібних інвесторів виникає змога отримання додаткових прибутків;

3) відчутною є складність реалізації акцій дрібними акціонерами.

Головний спеціаліст з фінансів Ірландського інституту менеджменту (м. Дублін) Кяран Уолш зазначає, що поняття корпоративної ліквідності є важливим: якщо компанія не має достатньо коштів для оплати

---

<sup>1</sup>Кяран Уолш. Ключові фінансові показники. Аналіз та управління розвитком підприємства: Пер. з англ. – К.: Всеуито; Наукова думка, 2001. – (Сер. «Усе про менеджмент»). – С. 113.

поточних рахунків, то її керівництво втрачає змогу приймати рішення самостійно і стратегію діяльності підприємства починають вирішувати зовнішні структури (кредитори)<sup>1</sup>. Тому захист прав дрібних акціонерів варто передбачити чіткіше у законопроектах щодо акціонерних товариств, а також у вітчизняному кодексі поведінки корпоративних учасників.

Згідно з Положенням про надання особливої інформації акціонерними товариствами та підприємствами-емітентами облігацій, затвердженим рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку України (ДКЦПФР) від 10 лютого 2000 № 5, особливою інформацією вважається інформація емітента про зміни, що відбулися в його господарській діяльності й впливають на вартість цінних паперів або розмір доходу за ними. ДКЦПФР прийняті рішення про формування єдиної бази даних звітів емітентів для реалізації положень «Про формування єдиного інформаційного масиву даних про емітентів цінних паперів» від 27 травня 2003 р. № 233 і «Про порядок інформування громадськості акціонерними товариствами і емітентами облігацій» від 3 червня 2003 р. № 221. Акціонерні товариства зобов'язані не пізніше 1 червня оприлюднювати річну фінансову звітність у повному обсязі в офіційних державних виданнях або на Web-сайті одного з інформаційних агентств, із яким Агентство з розвитку інфраструктури фондового ринку уклало договір. Визначено, що обсяги інформації аналогічні для відкритих і закритих акціонерних товариств.

Відповідно до пункту 1 Постанови Кабінету Міністрів України «Про формування і ведення Реєстру корпоративних прав держави» від 29 жовтня 2003 №1679 Фонд державного майна України уповноважений формувати і вести Реєстр корпоративних прав держави, який утворюється і ведеться державними установами, що виступають засновниками господарських товариств (відкритих та закритих акціонерних товариств, товариств з обмеженою відповідальністю, державних (національних) акціонерних та холдингових компаній, тощо) або здійснюють функції управління корпоративними правами держави у таких господарських товариствах.

Важливим моментом зростання довіри великих та дрібних інвесторів до ринку фінансового капіталу, а, відповідно, й темпів капіталізації (розширення галузевої структури, залучення іноземних інвестицій), є вдосконалення положень корпоративної поведінки його учасників. Основними елементами такого кодексу, на наш погляд, повинні бути прозорість та доступність ринку фінансового капіталу; орієнтація менеджменту на забезпечення ділової етики між учасниками ринку,

безпеки вкладень інвесторів та інвестиційної привабливості як для внутрішніх, так і зовнішніх інвесторів. Про всебічну диверсифікацію фінансових послуг на ринку свідчить, наприклад, введення з 1982 р. так званої резервної реєстрації (shelf registration; «Правило 415»), що дозволяє компаніям реєструвати цінні папери і поступово продавати їх інвесторам протягом двох років із моменту первинної реєстрації.

Єдиний ринок фінансового капіталу розподілений за сегментами – провідні позиції займають потужні інституції, решту – середні й малі учасники. У найближчі роки може стати важливою проблематика щодо розукрупнення потужних вітчизняних підприємств (АТ) шляхом паювання акцій, проведення додаткових емісій акцій тощо. Зазначимо, що в Україні з'явилася велика кількість закритих акціонерних товариств (ЗАТ), які на перших етапах свого становлення виробили достатньо об'рунтовану стратегію діяльності, але поступово основною проблемою стала нестача фінансових ресурсів для їх повноцінної фінансово-господарської діяльності.

Поступаючись частинами контрольованого ринку фінансового капіталу, акціонерне товариство звужує сферу власного впливу. Вузька спеціалізація має суттєвий недолік – обмеженість розмірів ринку, на якому працює товариство. З метою уникнення поглинання товариство може розвиватися у трьох основних напрямках: постійне зростання у межах визначеної сфери діяльності; по можливості, зайняття провідних позицій у певній спеціалізації; розширення своєї присутності поза межами функціонування (масове виробництво продукції тощо).

Перетворення вільного фінансового капіталу у функціонуючий здійснюється різними методами та у різних формах. Важливим аспектом діяльності підприємств (АТ) є розміщення їхніх вільних коштів на фінансовому ринку. До недавнього часу у підприємств ця проблема не виникала. Вони були зобов'язані зберігати усі тимчасово вільні кошти на рахунках у банку. Якщо підприємство працює рентабельно і не має широкої програми інвестування у власне виробництво, то необхідно сформувати інвестиційний портфель, вкладаючи тимчасово вільні кошти в різні види акцій, що з'являються на вітчизняному ринку цінних паперів. Якщо ж портфельні інвестиції будуть високоліквідними, вигідними зі стратегічних позицій, то вони зможуть вплинути на залучення інвестицій у власне виробництво. У свою чергу, це може привести до перехресного руху акцій інших власників (юридичних осіб) і, відповідно, сприятиме їхній взаємозалежності.

Акціонерні товариства у своїй діяльності вирішують комплекс різнобічних проблем, а саме: дотримання чинного законодавства, зміна прав

власності на майно, проведення аудиту річних звітів у зв'язку з реєстрацією емісії акцій відповідно до вимог Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку України, виконання зобов'язань перед бюджетом та іншими юридичними особами, забезпечення фінансової безпеки діяльності тощо. Тому без відповідної інформаційної підтримки важко досягнути визнання на ринку фінансового капіталу і стабільності економічного стану.

Міжнародна практика свідчить, що досягнення необхідного кредитного рейтингу та якості прийняття рішень учасниками ринку фінансового капіталу залежать від прозорості інформації і визначеності їхньої діяльності. Оперативний обмін інформацією між фінансовими інституціями, суб'єктами господарювання і фізичними особами вимагає повноти й достовірності інформаційних ресурсів та нової інформативної культури. Відомий вітчизняний інформаційно-аналітичний центр «Ліга» забезпечує функціонування мережі ділової інформації ЛІГАБізнесІнформ і формування єдиного інформаційного простору (60 тис. постійних користувачів; [www.liga.net](http://www.liga.net)).

Розголошення конфіденційної інформації може спричинити небажані зміни на ринку, тому ринкова дисципліна вимагає особливого підходу до прозорості фінансової інформації. Цивілізований розвиток консалтингових послуг та аудиту має сприяти зменшенню можливих порушень (зловживань) на ринку фінансового капіталу. На початку ХХ ст. у Чикаго з'явилася перша консалтингова фірма («Служба ділових досліджень»). У 1925 р. Джеймс О. Мак-Кінсі заснував консалтингову фірму, яка надавала фінансово-аналітичну й бухгалтерську допомогу і стала фундатором світової консалтингової індустрії<sup>1</sup>. До відомих учасників вітчизняного ринку аудиторських і консалтингових послуг належать міжнародні компанії (їх ще називають «великою п'ятіркою»): американська Andersen, шотландська Ernst and Young, англо-голландсько-німецько-американська KPMG, американо-японська Deloitte and Touche, англо-американська PriceWaterhouseCoopers, а також українські компанії – «Київська аудиторська група», «Аналітик-Аудит», «АП і Л». Діяльність цих інституцій спрямована на забезпечення таких етичних принципів аудиту: незалежність (independence), доброзичливість (integrity), об'єктивність (objectivity), компетентність (professional competence and due care) і конфіденційність (confidentiality).

Механізм становлення та розвиток аудиту і консалтингових послуг

---

<sup>1</sup>Верба В. А., Решетняк Т. І. Організація консалтингової діяльності: Навч. посібник. – К.: КНЕУ, 2000. – С. 6.



в Україні – доволі складний та одночасно ефективний, оскільки ці послуги пов'язані з товаром, який має значну комерційну цінність (інформаційне забезпечення), а також від майстерного застосування цих послуг залежить безпека діяльності підприємства (АТ) і зменшення можливих фінансових порушень. Цьому сприяє й аудит (audit, aud.) – перевірка публічної бухгалтерської звітності, обліку первинних документів та іншої інформації щодо фінансово-господарської діяльності підприємства (суб'єкта господарювання) з метою визначення достовірності його звітності, повноти й відповідності обліку чинному законодавству та встановленим нормам.

Становлення національного аудиту, консалтингу і послуг, суміжних з аудитом, збіглося з процесом приватизації, формуванням приватної форми власності, початком діяльності господарських товариств. До речі, відомо, що саме акціонерні товариства – основні клієнти аудиторських фірм. З метою підтримки усталеної співпраці аудиторські фірми зацікавлені у наданні комплексних послуг – одноразових консультацій, здійсненні абонентського обслуговування, проведенні семінарів з питань оподаткування та фінансового обліку, відновленні бухгалтерського обліку, підтвердженні формування статутного фонду, проведенні аудиторських перевірок, встановленні та підтримці на належному рівні програмного забезпечення діяльності бухгалтерії тощо.

З міжнародними аудиторськими компаніями співпрацюють підприємства (АТ), у статутному капіталі яких є іноземна частка, або у випадках, коли вони отримали іноземні кредити. Так, Світовий банк надав кредит відкритому акціонерному товариству «Київенерго» за умови обслуговування в аудиторській компанії Andersen. Контрольним пакетом тютюнової фабрики «Прилуки» володіє компанія British American Tobacco та «Phillip Morris – Україна» і, відповідно, ця фабрика замовляє, як усі регіональні представництва відомих іноземних компаній, аудит у PriceWaterhouseCoopers тощо.

Аудиторські компанії, які працюють під відомими міжнародними брендами, здійснюють заходи для запобігання професійним ризикам, які можуть призвести до втрати довіри до них. Основні проблеми, які вирішують ці компанії, пов'язані з постійними змінами українського законодавства і складнощами у його трактуванні, а також з відсутністю компромісів щодо діяльності міжнародних аудиторських компаній. Теорія прийняття рішень передбачає наявність ризиків у будь-якій

---

<sup>1</sup>Гутцайт Е. М. Аудиторская проверка с позиций теории принятия решений в условиях неопределенности // Аудиторские ведомости. – 2001. – № 8. – С. 5.

діяльності, тому російський учений Є. М. Гутцайт слушно, на наш погляд, зазначає, що питання про зумисне походження помилкового висновку має другорядне значення – важливішим є сам факт помилки<sup>1</sup>.

Добровільно замовляють а аудит підприємства (АТ), які відповідно до виробничої стратегії працюють з іноземними компаніями і мають справу з іноземними кредитами та інвестиціями, а також розміщують цінні папери за кордоном. Вони зацікавлені у підтвердженні стабільного фінансового стану з метою залучення у сферу своєї діяльності інших суб'єктів господарювання. Згідно з національним нормативом № 3 метою аудиту фінансової звітності є надання аудитором висновку про те, чи відповідає фінансова звітність в усіх суттєвих аспектах інструкціям, які регламентують порядок підготовки подання фінансових звітів.

Аудиторські фірми доволі успішно здійснюють аудит для вітчизняних підприємств (АТ), визначають основні засади ведення фінансового, управлінського та податкового обліку, розробляють системи управління фінансовими ресурсами підприємства (АТ), забезпечують необхідними інформаційними технологіями та корпоративними інформаційними системами.

Важливо підкреслити недосконалість процедури внутрішнього аудиту підприємств (АТ). З практики відомо, що більшість суб'єктів господарювання не створює відповідних контрольних відділів і не здійснює комплексних перевірок фінансово-господарської діяльності структурних підрозділів. Це свідчить про відсутність сучасного фінансового менеджменту управлінського персоналу, а у більшості випадків – про незацікавленість засновників та основних акціонерів у проведенні внутрішнього аудиту. Зокрема, часто діяльність спостережних рад та ревізійних комісій підприємств (АТ) має відверто декларативний характер.

У сучасних умовах господарювання відсутні законодавчі норми та професійні вимоги, які б забезпечували юридичну незалежність проведення внутрішнього аудиту від впливу керівництва підприємства (АТ), тому варто звернутися до досвіду Інституту міжнародних аудиторів (Institute of International Auditors, IIA), який склав етичний кодекс поведінки внутрішніх аудиторів, підготував стандарти щодо професійної практики ведення внутрішнього аудиту та положення зі стандартів внутрішнього аудиту. Основним завданням цих заходів є виключення ризиків прийняття непрофесійних рішень.

У міжнародній практиці професійної служби внутрішнього аудиту контролюють не лише інформацію щодо бухгалтерської звітності, а й інші економічні питання, здійснюють відповідний моніторинг діяльності

підприємства (АТ). Крім цього, вони стежать за дотриманням законодавства, розробляють рекомендації з підвищення ефективності управління, перевіряють ведення бухгалтерського обліку, достовірність бухгалтерської та оперативної інформації та ефективність програмного забезпечення. Ступінь об'єктивності та незалежності внутрішнього аудиту дає змогу співпрацювати із зовнішніми аудиторами, що підвищує професійний рівень і компетенцію оцінки підприємства (АТ). У більшості випадків вони коригують плани спільної роботи, розробляють програму співпраці на тривалий період (щодо питань обсягів і термінів роботи тощо).

Про перспективність розвитку консалтингової діяльності в Україні свідчить надання аудиторськими фірмами платних послуг з питань впровадження відповідних схем у відносинах підприємств (АТ) з бюджетом та державними цільовими фондами (досвід бартерних операцій, використання векселів), можливості формального дотримання багатьох нормативних документів та правильності відображення операцій бухгалтерського обліку.

Історія аудиту в Україні свідчить про доцільність становлення офіційного інституту радників із податків. Більшість підприємств (АТ) сплачують податки та платежі відповідно до національних законів. Проте постійно виникають питання щодо податкових пільг, відтермінування платежів та узгодження відносин з податковими інспекціями (адміністраціями). Так, відповідно до фінансового законодавства Німеччини (Finanzrechtsweg, Steuerberatergesetz) та відповідних нормативних документів Європейського Союзу в інтересах правового захисту юридичних та фізичних осіб ефективно діє система подаєткових радників, а також видано велику кількість спеціалізованої літератури щодо правомірності сплати податків<sup>1</sup>.

Становлення вітчизняного аудиту відбувається поступово і цивілізовано, що сприяє вирішенню багатьох проблем, які виникають при складанні бухгалтерської звітності підприємствами (АТ). Практика свідчить, що іноземні фінансові інституції (потужні корпорації) перш, ніж укласти значні інвестиції в економіку іншої країни, звертаються до консалтингових фірм чи спеціальних компаній-дистриб'юторів, які спочатку ретельно вивчають економічну ситуацію, а потім здійснюють цільові інвестиції у систему внутрішньої торгівлі й резервують частину прибутків материнських компаній. Водночас досліджують всі можливості не тільки управління підприємством, а й досягнення повного контролю над ним. Як правило,

<sup>1</sup> Franz Konz. 1000 ganz legale Steuertricks. Für alle, die zuviel Lohn- und Einkommensteuer zahlen. Mit neuen Tips und Tricks. – Droemersch Verlagsgesellschaft Th. Knaur Nachf., München, 1991. – 980 с.

промислові корпорації (компанії), які приходять на український ринок, здійснюють не лише вкладення капіталу в підприємства, сумісні за технологічним циклом, а й впроваджують передові технології, ноу-хау, досвід та експертизу, забезпечують доступ до освоєних ринків збуту. Зрозуміло, що інвестори вимагають достатньо кваліфікованої й відповідальної оцінки від консалтингових фірм.

В Україні створено необхідні умови для налагодження консалтингової діяльності. На початку приватизації виник великий попит на управлінські структури, пов'язані зі створенням і функціонуванням недержавних ділових структур у ринкових умовах. Початок приватизації зумовив виникнення консалтингових служб щодо незалежної оцінки і компетентних експертів з операцій із нерухомістю, системи фінансових посередників (довірчих товариств та інвестиційних компаній, фондів), аудиторських фірм тощо. Розробка та впровадження інвестиційного проекту дає змогу заробити консалтинговій фірмі 1–5% від суми залучених інвестицій. Дослідження ринку фінансового капіталу в Україні тільки розпочалося, а тому, щоб залучати значні інвестиції, необхідно створити базу даних і послуг, які б відповідали світовим стандартам.

Особливий інтерес виник у приватних структур до фірм, які займаються наданням консалтингових послуг із зовнішньоекономічної діяльності. Проте на даному етапі реформування економіки попит значно перевищував пропозицію, що зумовило зростання цін на ці послуги. Велика кількість кваліфікованих спеціалістів не мають змоги реалізувати себе, тому що їхня діяльність загалом жорстко регламентована чинним законодавством, а необхідні умови для переходу на роботу в недержавні структури ще не створено, оскільки недостатньо розвинута мережа сервісних центрів і малих приватних консультаційних фірм. У статутній діяльності консалтингових служб слід також передбачити перелік консультаційних робіт з освітянської й добродійної діяльності. Це сприятиме розширенню фінансових можливостей консалтингових фірм, вони матимуть змогу залучати банківські кредити для проведення ґрунтовних наукових досліджень відповідно до укладених угод.

Міжнародна практика свідчить, що впродовж останніх років спостерігається тенденція до засновницького відокремлення консалтингової діяльності. Деякі аудиторські компанії (фірми) приймають рішення щодо розподілу діяльності у сфері аудиту і консалтингу. Це зумовлено зміною стратегії підприємств (корпорацій) у співпраці з сучасною інституцією

---

<sup>1</sup>Кассел Брайан-Лоу. Советы дороже аудитора // Украинская Инвестиционная Газета. – 2002. – № 16. – С. 10.

аудиту. У січні 2002 р. відома компанія Walt Disney відмовилася оплатити консалтингові послуги аудиторській компанії, яка здійснювала їй аудит, хоча ще у 2001 р. вона заплатила PriceWaterhouseCoopers 8,7 млн. дол. США за аудит і 43 млн. дол. США за інші послуги. Подібне рішення прийняв банк J. P. Morgan Chase, який за надані послуги заплатив 104 млн. дол. США, у тому числі за аудит – 18,4 млн. дол. США<sup>1</sup>. Керівництво компаній стверджувало, що поєднання двох видів діяльності (аудит і консалтинг) загалом не вплинуло на незалежність оцінок PriceWaterhouseCoopers як аудитора. На нашу думку, цю тенденцію варто врахувати й вітчизняним аудиторським фірмам при складанні засновницьких документів.

Підсумовуючи викладене, наголосимо, що логіка і послідовність процесу створення ринку фінансового капіталу вимагають дослідження діяльності підприємств (АТ). Акціонерні товариства стають найпоширенішою формою виробничо-фінансових відносин, оскільки мають наступні суттєві переваги акціонерної форми організації, а саме:

- по-перше, чітким і зрозумілим є питання про власність – акціонерне товариство є різновидом підприємства з колективною формою власності: держателем акцій може бути держава, інші підприємства та окремі фізичні особи;

- по-друге, в акціонерних товариствах можливе ефективне поєднання економічних інтересів менеджменту та акціонерів; навіть маючи власний невеликий капітал, менеджер може керувати значними коштами акціонерів у межах акціонерного товариства; з іншого боку, власники акцій отримують прибутки від своєї власності, ризикуючи лише акціями, які вони, як правило, завжди можуть перевести в готівку;

- по-третє, хоча акціонери є власниками товариства, загалом вони відіграють незначну роль в оперативному і стратегічному управлінні; використовуючи своє право голосу, вони обирають правління, яке й здійснює безпосереднє керівництво акціонерним товариством. Якщо його рівень управління акціонерів не задовольняє, то вони можуть змінити менеджерів;

- по-четверте, перевагою акціонерних товариств є неперервність існування; якщо інші господарські товариства відповідно до чинного законодавства можуть припинити діяльність у зв'язку з виходом з товариства одного із засновників чи зміною правонаступництва, то дані обставини не впливають на існування акціонерних товариств. Отже, акціонерне товариство може існувати незалежно від зміни складу акціонерів;

- по-п'яте, структурно-правова форма акціонерного товариства не

### **3.3. Методи виходу підприємств на ринок фінансового капіталу**

Стратегія виходу підприємства (АТ) на ринок фінансового капіталу характеризується наступною процедурою діяльності:

- визначають цілі, види діяльності та основні якісні й кількісні показники розвитку фондových операцій підприємства;
- представляють проект фінансово-економічної структури підприємства, що забезпечує його діяльність на ринку фінансового капіталу;
- здійснюють оцінку необхідного матеріально-технічного, інформаційно-методичного і кадрового забезпечення виходу підприємства на ринок фінансового капіталу;
- пропонують перспективну програму (з погодженим календарним планом) створення фінансової інфраструктури підприємства, здійснення фінансових операцій з цінними паперами;
- визначають і втілюють заходи щодо управління, контролю та удосконалення діяльності підприємства на ринку фінансового капіталу.

Розглянемо цілі, завдання і напрямки діяльності підприємства, а також вибір фінансової політики та операції на ринку фінансового капіталу.

Цілі виходу підприємства на ринок фінансового капіталу залежать від його основних завдань і напрямків поточної діяльності та перспектив розвитку. Документальною основою для визначення згаданих цілей можуть стати:

1 – плани і програми розвитку підприємства стосовно економічної діяльності, поліпшення фінансового стану, реструктуризації, приватизації, інвестування тощо;

2 – державні та міжнародні програми стосовно даного підприємства, зокрема: у сфері інвестування найперспективніших напрямків, освоєння новітніх технологій і створення нових робочих місць, перепрофілювання застарілих і небезпечних виробництв тощо;

3 – програми соціально-економічного розвитку, прийняті на регіональному (обласному) і муніципальному (місцевому) рівнях;

4 – галузеві програми, зокрема санації та реструктуризації підприємств, реформування галузевої структури управління, загальногалузева програма розвитку;

5 – науково-дослідні розвідки, аналітико-економічні огляди і доповіді про діяльність підприємства впродовж останніх років (ринкові сегмент

і кон'юнктура, продукція і ресурси, фінансовий стан, інвестиційні проекти тощо);

6 – річна звітність (бухгалтерська, фінансово-господарська, інвентаризаційна тощо) і відповідні пояснювальні записки до неї;

7 – поточна звітність (матеріали великих інвестиційних проектів, приватизаційні документи, накази і протоколи засідань, у яких зазначено важливі рішення і настанови, що визначають стан підприємства й перспективи його розвитку).

Важливою особливістю фінансової стратегії виходу підприємства на фондовий ринок є його величина. При цьому слід враховувати й галузь виробництва, розташування, структуру, наявність партнерів і чисельність працівників та інші характеристики підприємства як цілісної економічної моделі.

Дослідження та аналіз перелічених документів і поточної економічної інформації дає змогу визначити головні напрямки діяльності й найважливіші проблеми, які потрібно вирішити підприємству, і це виокремлює об'єкти для подальшого інвестування (вкладення фінансових ресурсів). Наступний крок – розрахунок загальної потреби у фінансових ресурсах для виконання зазначеної програми розвитку, виокремлення частини, яка може бути забезпечена за рахунок ресурсів (фондів), що не стосуються ринку фінансового капіталу, а саме фінансування з державного чи місцевого бюджетів, власні обігові кошти, отримання пільгових кредитів із відсотком, нижчим від існуючого на фондовому ринку тощо.

Таким чином остаточно визначено нагальні фінансові проблеми підприємства, тому є змога оцінити дефіцит фінансових коштів, який можна покрити при виході підприємства на ринок фінансового капіталу. Зауважимо, що конкретизація загальних соціально-економічних завдань, які потрібно вирішити підприємству, сприяє успішному виходу на ринок фінансового капіталу, незважаючи на недоліки, успадковані від командно-адміністративної системи управління економікою – складання довготермінових програм і проектів, які не виконуються і часто змінюються впродовж їхнього втілення; недостатнє опрацювання їхньої фінансової частини та джерел надходження коштів; відсутність (інюді майстерно прихована) реальної стратегії розвитку підприємства.

У сучасних умовах завдання діяльності підприємства при виході на ринок фінансового капіталу стосуються насамперед створення дієвої системи протидії швидкозмінним умовам адміністративного та економічного законодавства, поступовою (останнім часом й цілковитою) відмовою від бюджетного фінансування і самостійним вирішенням

власних проблем діяльності та розвитку.

На нашу думку, підприємству доцільно зосередитися на вирішенні наступних питань, відкоригувавши завдання своєї діяльності:

1 – реформування діяльності (зокрема, диверсифікація) з огляду на стан ринку (зменшення фінансово-економічної залежності від державних інституцій);

2 – реконструкція та оновлення основного виробництва (видів діяльності);

3 – впровадження сучасної системи управління і реструктуризація, що допоможуть позбутися збиткових і неперспективних підрозділів підприємства та поєднати ринкові вимоги господарювання та вплив адміністрації (власників) підприємства;

4 – забезпечення необхідних обігових коштів і платоспроможності одночасно зі збереженням висококваліфікованих працівників і сприятливого соціально-економічного клімату для виходу на ринок фінансового капіталу.

Успішне вирішення перелічених завдань можливе при знаходженні ринкових джерел фінансування, що залучаються замість раніше широкого застосовуваного бюджетного фінансування. Водночас, при закритті збиткових підприємств (АТ), здійсненні проектів державної значимості з тривалими термінами окупності, виконанні певних соціальних програм визначальним є державне (бюджетне, позабюджетне) фінансування, що існує поряд із ринковими джерелами і забезпечує рівень добробуту суспільства загалом.

Суттю появи ринку фінансового капіталу є не тільки спекуляції, перерозподіл власності й фінансування державного боргу, а й створення фінансового механізму залучення інвестицій для повноцінного функціонування вітчизняної економіки. Ринок фінансового капіталу виконує роль ринку економічного розвитку, оскільки певною мірою зрівноважує вплив державного ринку з відчутною перевагою державних цінних паперів і грюндерського ринку з великою кількістю нових емітентів. Емісія цінних паперів здійснюється дуже повільно, тому що не всі підприємства усвідомлюють, що залучення інвестицій ускладнюється саме нерозвиненістю їхньої діяльності на фондовому ринку. Проте вихід є – підприємствам, особливо великим, потрібно створювати або власні, або уповноважені фінансові структури (навіть дочірні фінансові інституції).

Розглянемо можливості ринку фінансового капіталу та його стосунки щодо діяльності підприємства, визначивши цілі підприємства при виході на фондовий ринок. До основних цілей, як правило, належать залучення



грошових ресурсів, формування структури власності та сучасної (ринкової) системи управління.

Залучення грошових ресурсів покликано усунути коротко-, середньо- і довготермінові дефіцити коштів. Причинами короткотермінового дефіциту можуть бути коливання у доходах і видатках (сезонні; спричинені тривалими циклами виробництва продукції, надання послуг тощо); періодична (квартальна, річна тощо) неритмічність виробництва, реалізації продукції, надходженні сировини і матеріалів; розбіжності щодо потреб у коштах і термінах фінансових надходжень (з бюджету, державних цільових фондів, від партнерів та інвесторів); форс-мажорні обставини (обставини непереборної сили), які впливають із коливань кон'юнктури на фінансовому ринку, тимчасових ускладнень при виконанні фінансових операцій тощо.

Середньо- і довготерміновий дефіцити грошових ресурсів пов'язані, як правило, із фінансуванням обігових засобів та інвестицій. Фінансування обігових засобів спрямовують насамперед на відновлення (покриття нестачі) обігових коштів, а також на ринкову зміну структури джерел обігових засобів (зниження частки банківського кредиту, збільшення частки фінансування за рахунок випуску власних цінних паперів).

На нашу думку, фінансування інвестицій повинно спрямовуватися на реформування і диверсифікацію діяльності підприємства: створення нових непрофільних дочірніх компаній або структурних підрозділів (створення нових робочих місць для кваліфікованих працівників); перепрофілювання (часткове чи повне) наявних виробничих потужностей і сфери послуг; вдосконалення торгово-збутової діяльності з основною продукцією; здійснення операцій з нерухомістю (майном і земельними ресурсами); пріоритетний розвиток фінансової інфраструктури і фінансових операцій (залучення коштів для підприємства, диверсифікація доходів тощо). В основному, реструктуризація полягає у закритті збиткових і неперспективних підрозділів та дочірніх підприємств; з реформуванням (злиттям, розподілом, виокремленням тощо) та з фінансовим аспектом реструктуризації – покриттям збитків, викупом збиткових активів та ін.

Фінансування інвестицій стосується реконструкції та оновлення основного виробництва (видів діяльності): модернізація, ремонт і введення в дію нових потужностей, що забезпечують основне виробництво та інфраструктуру підприємства і здійснення соціальних проектів (житлове і культурно-побутове будівництво, екологічні та медично-оздоровчі проекти).

Важливою метою підприємства при виході на ринок фінансового капіталу є формування структури власності та сучасної (ринкової) системи управління. Характерними рисами цього процесу є оформлення нового організаційно-правового статусу підприємства – створення акціонерного товариства (акціонерних товариств – для потужних багатопрофільних підприємств); створення дочірніх компаній і систем горизонтального партнерства; створення управлінських структур через довірче управління портфелями акцій та їх консолідацію; сучасна система управління на основі маркетингових та оргтехнічних засобів і підходів, що зміцнює стосунки і сприяє обміну частками в акціонерному капіталі, тобто дає змогу управляти підприємством та його розвитком через управління акціонерним капіталом; у більшості випадків – вплив на довірче управління пакетом акцій, що є у власності держави, в інтересах підприємства, тому й участь у підготовці та продажу цього пакету.

Серед інших цілей і завдань виходу підприємства на ринок цінних паперів слід відзначити:

1 – фінансовий інжиніринг (поєднання декількох видів фінансових інструментів та угод, у тому числі операції з цінними паперами, в єдину фінансову схему для розв'язання всього комплексу фінансових проблем підприємства; використання цінних паперів, зокрема векселів, для оформлення нефондових – кредитних, лізингових тощо – угод);

2 – заохочення (стимулювання) працівників (інвестиційні плани створення «власності працівників», винагорода керівництва акціями чи опціонами на акції, інвестиційні плани працівників під вкладення на розвиток підприємства чи з метою підвищення їх особистої прибутковості тощо);

3 – зниження загального рівня оподаткування за рахунок використання схем роботи з цінними паперами, що дають змогу отримати податкові пільги;

4 – забезпеченість (сек'юритизація) активів, зокрема при реструктуризації фінансової діяльності підприємства;

5 – арбітражна і спекулятивна діяльність з метою підвищення прибутковості (спекулятивні емісії, що збільшують прибутки від маржі між отриманими й виплаченими відсотками тощо);

6 – хеджування ризиків (операції з похідними цінними паперами);

7 – використання цінних паперів для отримання дефіцитних ресурсів (нерухомості, товарів, послуг, інформації тощо), цінних і податкових пільг, що сприяє зниженню загальних витрат підприємства.

Зробимо кілька зауважень щодо фінансування короткотермінового дефіциту грошових ресурсів, відновлення обігових засобів (коштів) і платоспроможності, а також асигнування з бюджету – державного, реґіонального чи місцевого. Як правило, підприємство здійснює фінансування короткотермінового дефіциту грошових ресурсів за рахунок банківського кредиту, кредиторської заборгованості чи авансування засобів (коштів) споживачам, а на міжнародному рівні – випуску короткотермінових цінних паперів.

Відновлення обігових засобів (коштів) і платоспроможності відбувається шляхом фінансування збитків, нагромаджених у процесі діяльності, і не може здійснюватися через ринок фінансового капіталу, зокрема через нові емісії. Проте великий обсяг неплатежів спричинює появу можливості для вексельних операцій, що полегшують поточний фінансовий стан (організація вексельних взаємозаліків, створення вексельних центрів, облік або застава векселів для отримання банківського фінансування тощо). Зазначимо, що частина асигнувань з бюджету може здійснюватися у вигляді цінних паперів (казначейські зобов'язання, казначейські векселі), це дає змогу створити підґрунтя для налагодження підприємством операцій з державними цінними паперами, які надходять для заміни грошового фінансування. Саме тому продаж державних зобов'язань із дисконтом та облік казначейських векселів у банках сприяють надходженню коштів на підприємство.

У поточній діяльності підприємства слід враховувати кон'юнктурні зміни структури джерел обігових засобів (коштів), наприклад, за нашими спостереженнями, якщо на початку ринкових перетворень економіки (середина 1980-х рр.) приблизно 65% джерел фінансування підприємств формувалося безпосередньо за рахунок банківського кредиту, відповідно 25% – статутний фонд, 10% – сальдо-нетто кредиторської заборгованості, то зараз, у ринкових умовах (2003 р.), ця структура має наступне співвідношення: приблизно 50% – акціонерний капітал, відповідно маємо 50% – за рахунок емісії облігацій, банківського кредиту й сальдо-нетто кредиторської заборгованості у різних співвідношеннях останніх трьох позицій (наприклад, 1:1:1 або 2:2:1 тощо). Так, частка активів підприємства, вкладених у цінні папери може досягати 20%, тому з огляду на стан фондового ринку підприємство змушене використовувати емісію цінних паперів, яка є доцільнішою, ніж залучення банківських кредитів із непомірними відсотками (особливо у нинішніх умовах).

Важливо забезпечити реконструкцію та оновлення основного виробництва (сфери послуг). Виходячи з існуючих умов

господарювання, реконструкція та оновлення основного виробництва (сфери послуг) великого підприємства потребує багатомільйонних затрат, хоча, за нашими підрахунками, із бюджетів усіх рівнів забезпечується не більше 15% заявок підприємств на цільові інвестиції, причому, намітилася тенденція до значного скорочення цього виду фінансування. Більшість підприємств загалом або збиткові, або їм бракує власних коштів для інвестування. Проте навіть на збитковому підприємстві є прибуткові виробництва, галузі діяльності чи сфери послуг, які на місцевому рівні забезпечують рентабельність, а при належному фінансуванні можуть дати поштовх для розвитку й самого підприємства. Тому вкрай необхідне відновлення інвестиційно-фондового циклу як на них, так і згодом на всьому підприємстві.

Розглянемо інвестиційно-фондовий цикл на такому у прикладі: існують науково-дослідні інститути та експериментальні лабораторії, що раніше, до початку 1990-х рр., розробляли технологію і техніку для певного виробництва, а нині (2004 р.) фактично простояють через відсутність достатнього фінансування. Крім цього, є заводи і виробничі об'єднання, які раніше використовували згадану технологію і випускали продукцію, проте нині вони не завантажені роботою, оскільки не створюються нові проекти, відсутнє фінансування, немає замовлень. Нарешті, є споживачі, яким потрібна нова продукція і техніка, проте вони не можуть придбати їх і змушені звертатись до іноземних партнерів, таким чином сприяючи розвитку зарубіжних виробництва та економіки.

За експертними оцінками, у такому стані (розірваних фінансово-економічних ланок) перебувають три з чотирьох вітчизняних підприємств. Відновити повноцінну діяльність тих із них, які ще можуть бути рентабельними, започаткувати поступове піднесення економіки можна тільки при новітніх фінансових впливах і засобах для таких інвестиційно-фондових циклів. Таким чином, підприємство змушене застосувати дієву політику для відновлення рентабельних інвестиційно-фондових циклів для виходу на ринок фінансового капіталу з метою відшкодування затрат на власну діяльність за рахунок створення нових акціонерних товариств, розширення наявного на підприємстві акціонерного капіталу, залучення довготермінових облігаційних позик, іноземного капіталу для втілення проектів, що мають достатній для інвесторів рівень прибутковості.

Відзначимо основні групи можливостей для операцій з цінними паперами при здійсненні проектів реконструкції та оновлення основного виробництва чи сфери послуг, ліквідації збиткових підрозділів і закритті підприємств-банкрутів.

Частина бюджетних асигнувань для цього може надходити у вигляді державних цінних паперів (казначейських зобов'язань, казначейських векселів тощо), тому операції з переліченими цінними паперами повинні стати частиною фондової діяльності підприємства.

Кошти для ліквідації збиткових підрозділів і закриття підприємств-банкрутів можна знайти, використавши боргові зобов'язання міністерств і відомств, державних корпорацій та акціонерних товариств, що випускаються під урядові гарантії, із подальшим врахуванням цих зобов'язань і відсотків за позики у податкових платежах інвесторів. У свою чергу, уряд зацікавлений у наявності подібних боргових зобов'язань, оскільки їх випуск визначає, перш за все, відкладені видатки, а потім вже опосередковано – й зниження прибуткової основи (дохідної бази). Галузі також зацікавлені в емісії цінних паперів у вигляді саме боргових зобов'язань, оскільки таким чином підприємства позбавляються збиткових підрозділів, а галузь у цілому – підприємств-банкрутів, й отримує можливість своєчасного доступу до державного фінансування. Як правило, підготовка емісії таких цінних паперів здійснюється у межах програми санації (оздоровлення) підприємства, є однією з важливих функцій для фондового відділу підприємства з урахуванням потреб майбутніх інвесторів, які можуть надати перевагу вкладанню коштів спочатку в облігації, а згодом, коли ризик зменшиться, – в акції підприємства, що здійснює реструктуризацію.

Програми санації (оздоровлення) підприємства можуть бути зумовлені придбанням, злиттям чи виокремленням рентабельних виробництв (сфер послуг) зі складу підприємства під час реструктуризації, що неминуче призводить до емісій та операцій щодо зміни структури акціонерного капіталу.

Зупинимося на проблематиці диверсифікації. З досвіду відомо, що велике підприємство (виробниче об'єднання) є багатопрофільним конгломератом різних виробництв, маючи у розпорядженні матеріально-технічні, трудові та інші ресурси, нерухомість, земельні ділянки тощо, які використовуються (навіть у сучасних скрутних умовах) для різних господарських цілей. Тому ще одним важливим способом розгортання діяльності підприємства в умовах кризи, при різких кон'юнктурних коливаннях ринку (структурних змінах у споживанні основної продукції (сфері послуг)), є диверсифікація (урізноманітнення) його діяльності.

Наявність рентабельніших, із швидшою обіговою виробництв (сфер послуг) дає змогу підтримувати основний технологічний цикл підприємства, що потребує довготермінових інвестицій. Загалом диверсифікація сприяє формуванню фінансово-промислових груп,

міжгалузевих холдингів, зберігаючи як економічну, так і організаційно-структурну незалежність підприємств при отриманні вагоміших фінансових та організаційних переваг під час об'єднання ресурсів і зусиль у виході на ринок фінансового капіталу. Суттєвим недоліком, що проявляється при реформуванні підприємства, є прагнення адміністрації зберегти свій вплив на величезні матеріально-технічні й кадрові ресурси підприємства, використовуючи консервативне мислення і підходи до вирішення нагальних питань із позицій централізовано-планової економіки часів соціалізму.

Тому розвиток підприємства відбувається завдяки його поступовому перетворенню у диверсифікований багатопрофільний конгломерат, у якому основна продукція чи послуги займають до 60% обсягів виробництва чи діяльності. Переважна більшість видатків (на нашу думку, близько 80%) на ринкове реформування повинна фінансуватися через ринок фінансового капіталу на основі вільного вибору інвестиційних проектів, що стосуються різних аспектів діяльності. Досвід останніх п'яти років доводить, що саме через фондовий ринок залучаються величезні кошти вітчизняного та іноземного походження. Підприємства повинні вести конкурентну боротьбу за ці гроші як з державними, так і з комерційними структурами, які, на відміну від підприємств, не завжди мають реальні активи, здатні вплинути на результат протиборства на ринку фінансового капіталу.

Під час реформування економіки, зокрема підприємства, на ринкових засадах відбувається зменшення впливу держави та командно-адміністративних важелів у структурі власності та у джерелах фінансування підприємницької діяльності. При цьому виникає потреба зміцнення підприємства (виробничого об'єднання) як єдиного цілого, що має різнопрофільні структурно-виробничі складові, за допомогою сучасних відносин перехресної власності, відповідної зміни керівництва (створення правління, ради директорів тощо) та спільних фінансових інституцій. Надалі слід вирішити питання про збереження сфери впливу (сегменту ринку) і забезпечення майнових інтересів вищого менеджменту (власне керівництва) підприємства. Такими діями підприємство заохочує прояв тенденції до кооперування і співпраці з іншими підприємствами за відповідними напрямками діяльності – фінансовими, виробничими, інвестиційними, галузевими тощо.

Перелічені питання найліпше вирішувати шляхом створення фінансово-промислових груп, холдингових компаній та інших структур конгломератного походження, виходячи з емісії акціонерного капіталу, потім – через його консолідацію, обмін частками, передачу в довірче

управління – все це є можливим тільки при наявності ринку фінансового капіталу.

Особливо гостро постає питання управління акціонерним капіталом новостворених акціонерних товариств (шляхом приватизації державних підприємств чи створення цілком нових), впливу в інтересах підприємства на довірче управління портфелем акцій, що є у власності провідних акціонерів або держави, а також участь у підготовці купівлі-продажу зазначених акцій і відповідних портфельів.

Відновлення виробництва та економічний розвиток підприємства відбуваються одночасно як зі збереженням висококваліфікованих кадрів, так із залученням нових. Проте можуть виникати й проблеми, успішне вирішення яких стосується нашої тематики, зокрема:

1 – забезпечення житлом (випуск житлових сертифікатів або облігацій; здійснення програм переселення працівників ближче до місця роботи й поліпшення їхніх житлово-побутових умов);

2 – соціальний захист заощаджень, втілюючи відносно ризиковані програми вкладень у цінні папери та інші фінансові засоби (пенсійні, страхові, пільгові поліси) під гарантію підприємства;

3 – використання заощаджень працівників підприємства (інвестиційні плани працівників під цілі цілі розвитку підприємства), витісняючи інші фінансові інституції у розпорядженні цими коштами («внутрішнє фінансування»).

Враховуючи, що на балансі багатьох підприємств (особливо приватизованих державних) досі є соціальна інфраструктура, що потребує певних затрат (житлові будинки, культурно-освітні та оздоровчо-медичні заклади, дороги тощо), виникає завдання не лише передачі майна органам місцевого самоврядування, а й виокремлення під емісію цінних паперів у соціально-побутовій сфері тих структурних одиниць та інвестиційних проектів, які можуть дати прибуток, бути зданими в оренду, використовуватися в операціях із нерухомістю, тобто із заснуванням дочірніх акціонерних товариств та емісією фінансових засобів саме під згадані проекти.

Як доповнення до вищепереліченого, представимо інші цілі. Прикладами фінансового інжинірингу є:

1 – оформлення авансу, що перераховує підприємство (одноразового кредиту, що видає підприємство), векселем із подальшим його обліком у банку;

2 – поєднання емісії житлових облігацій для працівників підприємства з іпотечним кредитуванням працівників через уповноважений банк, який одночасно є генеральним агентом із розміщення житлових облігацій;

3 – змішана схема фінансування інвестиційного проекту: емісія, пряме грошове кредитування, лізинг обладнання, бюджетне фінансування у вигляді казначейських зобов'язань із подальшими операціями з останніми тощо;

4 – об'єднання емісії облігацій з випуском термінових товарних контрактів на постачання продукції з погашенням цих зобов'язань;

5 – зменшення сплати податків за рахунок купівлі векселів банків замість розташування коштів на депозитах;

6 – зменшення сплати податків за рахунок інвестицій у банківські векселі для зниження прибутку від основної діяльності та підвищення прибутку від вексельних операцій, що обкладаються пільговою ставкою тощо.

Розглянемо поняття сек'юритизації активів, що відбувається наступним чином. У більшості підприємств існують збиткові активи, тобто ті, що не приносять прибутку або втрачені через ті чи інші причини, зокрема так звана безнадійна дебіторська заборгованість, яку слід списувати на збитки тощо. При погіршенні фінансового стану портфелі таких активів швидко зростають, перетворюючись спочатку на ознаку, а згодом й на основну причину банкрутства. Природно виникає бажання уникнути подібної ситуації й зберегти, «сек'юритизувати» ці активи, перетворивши їх в обігові боргові зобов'язання – у векселі безнадійних позичальників, в їхні облігації чи навіть в акції (при конверсії боргових паперів в акції) – з метою продажу перелічених цінних паперів на ринку, можливо, із зиском, наприклад, із великим дисконтом для ризикових інвесторів, які приділяють увагу саме підприємствам-боржникам. Подібну практику широко застосовують на міжнародному ринку фінансового капіталу, і маємо впевненість, що з часом нею скористаються повною мірою й вітчизняні підприємці.

Потрібно використовувати доступ через цінні папери до дефіцитних ресурсів, оскільки наша економіка, на жаль, все ще залишається здебільшого дефіцитною (майновими правами на перспективні об'єкти власності, нерухомості, землі тощо). Тому емітенти, які не можуть забезпечити високої прибутковості за своїми цінними паперами, застосовують їхній випуск із товарним погашенням, наданням цінних і податкових пільг, пільг за оренду, участі у придбанні нерухомості тощо, щоб зацікавити своїми цінними паперами інвесторів і таким чином збільшити попит на фондовому ринку. Інвестиції та операції з цінними паперами, які мають товарне погашення, можуть стати провідним напрямком інвестиційної політики підприємства, що сприятиме зниженню його затрат, розширенню доступу до дефіцитних ресурсів і



забезпеченню стабільності його діяльності.

Розглянемо приклади і завдання діяльності підприємства при виході на ринок фінансового капіталу, враховуючи наступні положення і послідовний виклад нагальних проблем підприємства (I), оцінки потреби підприємства у коштах (II), можливих джерел фінансування (III), зокрема бюджету та централізованих кредитів за пільговими ставками (III.1) і через ринок фінансового капіталу (III.2). Наведені нижче приклади ґрунтуються на використанні даних дійсного стану справ, властивого промислового підприємству (підтримка випуску основної продукції, диверсифікація, ринкове реформування й створення сучасної системи управління, соціальні цілі).

Числові значення у прикладах мають умовний характер і не стосуються фінансової звітності певного підприємства, проте можуть бути доволі точно визначені на підставі «Основних напрямків реструктуризації і фінансової санації підприємства» (такий чи подібний документ повинно мати підприємство, що прагне на довготерміновій основі успішно працювати в ринкових умовах). Наведені приклади містять й узагальнюючу оцінку, яка завершує оцінку фінансових потреб і можливостей випуску цінних паперів, тому при дотриманні даної методики вони можуть бути застосовані не тільки для промислових підприємств, а й для інших сфер підприємницької діяльності, зокрема при наданні послуг, виконанні науково-дослідних та аналітичних розробок.

### 1. *Ї жò ðèì èà àèì óñéó î ñí î áí î ç î ðí äóééóç;*

#### 1.1. *Ї жò ðèì èà î èàò î ñí ðí î î æ î ñò ³ ³ ó ç àí ñí áí ã ñò àí ó*

I. Підтримка поточної платоспроможності та належного фінансового стану, забезпечення гарантованого оптимального обсягу продажу і запасів готової продукції.

II. 5–6 млн. грн. на початок 2001 р. для відновлення поточної платоспроможності і структури джерел коштів на рівні 1991 р. Орієнтовний підрахунок представимо наступним чином: частка власних джерел коштів знизилася з 26% у 1991 р. до 1% на початок 2001 р. при зростанні кредиторської заборгованості з 10% до 47% і дебіторської заборгованості

– з 15% до 52%. При сумі балансу 20 млн. грн. на 1 січня 2001 р.

відновлення обігових коштів потребуватиме 5 млн. грн.  $\left( \frac{20 \times (26 - 1)}{100} \right)$

III.1. Цільовим чином отримати з бюджету приблизно 4,5–5 млн. грн. для відновлення втрачених власних обігових коштів і покриття збитків,

нагромаджених за останніх два роки. Додатково необхідно 0,5–1 млн. грн. централізованих кредитів за пільговими ставками, що є доволі проблематичним у теперішніх умовах. Тому можна розраховувати на отримання частини коштів, зокрема у вигляді асигнувань, на закриття неперспективних підприємств (підрозділів), що сприяє поліпшенню поточного фінансового стану.

III.2. Фінансування відновлення втрачених власних обігових коштів і нагромаджених збитків не може здійснюватися через ринок фінансового капіталу (нові емісії). Зазначимо, що коли частина асигнувань із бюджету буде здійснюватися у вигляді цінних паперів (податкових пільг, векселів), то подібним чином створюється база для підприємства щодо виконання операцій з державними цінними паперами, що надходять для заміщення грошового фінансування. Відновлення задовільного фінансового стану підприємства вимагає капіталізації частини прибутку, фактичного управління акціонерним капіталом через ринок фінансового капіталу.

1.2. *Заєднано до урядової бази (і дані до асигнувань є) і які є до неї*  
(і які є до неї)

I. Закриття збиткових підприємств (підрозділів) або тих, що поступово стають нерентабельними і втрачають свою економічну ефективність.

II. Видатки на здійснення програми закриття збиткових підприємств (підрозділів) упродовж трьох років: 2001 р. – 2 млн. грн., 2002 р. – 2 млн. грн., 2003 р. – 1,5 млн. грн. (у цінах за станом на 1 січня 2001 р., враховуючи «Основні напрямки реструктуризації і фінансової санації підприємства»).

III.1. Підприємство повинно мати не менше 1,5–2 млн. грн. щорічно у 2001–2004 рр., тому слід врахувати можливість отримання вказаного фінансування з галузевих і державних цільових фондів.

III.2. Подібно до попереднього прикладу, фінансування на згадані цілі не може здійснюватися через ринок фінансового капіталу, оскільки останній передбачає прибутковість вкладень (інвестицій) у фондові засоби (інструменти). Ці видатки покривають за рахунок держави (бюджетне фінансування, пільгові державні кредити тощо), державних цільових фондів, а також за рахунок збитків кредиторів та акціонерів-власників неперспективних підприємств. Проте (як у першому прикладі) якщо частина бюджетних асигнувань буде здійснена у вигляді цінних паперів (казначейських зобов'язань, векселів тощо), то це створить основу для організації операцій підприємства з державними цінними паперами, що надходять на заміщення грошового фінансування.

### 1.3. *Î îî âêâî î ò à ðâêî î ñò ðóêóÿ î ïî ðèòî ñò âà*

I. Введення у дію нових потужностей з метою підтримки рівня випуску основної продукції (надання послуг); технічно виправдана реконструкція діючих перспективних потужностей з одночасними оновленням і реконструкцією суміжних підрозділів і служб.

II. Приблизно 10–12 млн. грн. (у цінах за станом на 1 січня 2001 р.) згідно з розрахунками до «Основних напрямків і програми реструктуризації і фінансової санації підприємства».

III.1. У 2001 р. з бюджету виділено 2 млн. грн., тому підстав для отримання додаткового фінансування немає, крім можливості отримання пільгових централізованих кредитів.

III.2. Маємо щорічну невідповідність у межах 8–10 млн. грн. між розмірами необхідного і фактичного фінансування. Характер видатків передбачає можливість покриття значної частини зазначеної потреби у фінансових коштах за рахунок створення при підприємстві нових акціонерних товариств (або перетворенні власне підприємства в акціонерне товариство), що дає змогу розширити дієвість наявного акціонерного капіталу, залучити облігаційні позики та іноземні інвестиції для проектів, які забезпечують належний рівень прибутковості. Водночас кошти державної підтримки спрямовують вибірково на рентабельні проекти, що, можливо, не задовольняють рівень прибутковості, достатній для іноземних інвесторів. Частина бюджетних асигнувань може здійснюватися у вигляді цінних паперів, державних інвестицій у портфелі цінних паперів підприємства (це є спільним із прикладами 1.1 і 1.2).

### 2. *Äêââðñèð ïàòÿ äÿÿëîî î ñò ð î ïî ðèòî ñò âà*

#### 2.1. *Ñò âî ðâîî ÿ îî âèð î ïî ðèòî ñò â*

I. Створення нових підприємств дає нові робочі місця при скороченні чи ліквідації виробництва у нерентабельних підрозділах, враховуючи умови місцезнаходження й діяльності підприємства.

II. У 2001–2004 рр. потрібно не менше 3 млн. грн. для створення 600 нових робочих місць згідно з Державною програмою підтримки вітчизняного товаровиробника. Проте у підрозділах, що належать до категорії неперспективних чи збиткових, працює понад 1000 осіб за станом на 1 січня 2001 р. Одночасно відбувається поступове вивільнення персоналу підприємства, наприклад, порівнюючи з другим півріччям 1999 р., скорочення працівників у 2000 р. становило 500 осіб. Тому можна вважати, що загалом потреба у коштах є недооціненою. Якщо за основу прийняти, що за розрахунками підприємства видатки на створення, забезпечення та утримання одного робочого місця

становлять 5 тис. грн. у цінах за станом на 1 січня 2001 р., чисельність зайнятих на підприємстві повинна скоротитись на 1,6 тис. осіб, то підприємству потрібно на цей час понад 8 млн. грн. для створення 1,5–1,6 тис. нових робочих місць і підвищення власної фінансової стійкості за рахунок диверсифікації діяльності.

III.1. У сучасних умовах негативною є оцінка можливості отримання бюджетного фінансування понад 2–3 млн. грн. (кошти соціальної підтримки для програми відкриття нових робочих місць).

III.2. До 75% зазначених цілей повинно фінансуватися через ринок фінансового капіталу, використовуючи вільний вибір придатних інвестиційних проектів стосовно різних видів діяльності підприємства – як основної для підприємства, так і допоміжної. Як наслідок маємо забезпечення повного самофінансування підприємства на перелічені цілі та відмову від залучення бюджетних асигнувань. Досвід останніх п'яти років показав, що цьому сприяє широке залучення акціонерного та облігаційного капіталів, належна організація управління інвестиційним процесом та його фінансуванням через ринок фінансового капіталу. Таким чином залучають грошові резерви як населення, так інших підприємств, тому відповідає потреба віддавати їх різним комерційним структурам, тим більше останні, як правило, не мають достатньої кількості реальних активів і чітко визначених сфер впливу.

2.2. *Àèí àðàäæàþ -èé ðí çàèèð í è ó ¶ àí ñí àèè ï í àðàèöæ ò à âæíí í âæíí í ç  
¶ ó ðàñò ðóèè óðè í æíí ðè'òí ñò àà*

Випереджаючий розвиток фінансових операцій та відповідної інфраструктури підприємства є нагальною потребою сьогодення, необхідною умовою повноцінної діяльності.

I. При такому підході підприємство забезпечує виконання наступного:

I.1 – реалізація зазначених цілей у теперішніх умовах;

I.2 – отримання додаткових надходжень фінансових ресурсів і грошових доходів;

I.3 – реформування структури управління підприємством через взаємну участь у власності, фінансово-промислових групах та інших спілках;

I.4 – у своєму фондовому центрі створюють великі й складні портфелі цінних паперів для отримання поточних прибутків від фінансових операцій як нового спеціалізованого виду діяльності підприємства;

I.5 – в операціях із державними цінними паперами (казначейськими векселями та зобов'язаннями, що надходять на заміщення грошового бюджетного фінансування) використовуються тимчасово вільні бюджетні та інші кошти.

II. У 2001–2004 рр. 90–100 тис. грн. (у цінах за станом на 1 січня 2001 р.) спрямувати для формування установчих капіталів і матеріально-технічної бази фінансових інституцій, що працюють разом із підприємством.

III.1. Перелічені видатки не можуть бути профінансовані з бюджету та інших централізованих джерел.

III.2. Їх фінансують винятково через ринок фінансового капіталу, тобто через створення акціонерних товариств, випуск облігаційних позик під місцеві грошові нагромадження і заощадження працівників підприємства.

### 2.3. *Дел ел аа дао і ді оааі і ү і жї дèòì ñò аа*

Ринкове реформування підприємства полягає у пристосуванні його діяльності до сучасних ринкових умов при збереженні керованості підприємством та його цілісності як суб'єкта господарювання. Втілення цього завдання стосується як загальних завдань діяльності підприємства, так і можливих його цілей на ринку фінансового капіталу. До завдань підприємства належать:

1 – поступове зменшення частки держави у структурі власності підприємства, управління акціонерним капіталом, чим забезпечується збереження технологічної цілісності та керованості підприємства;

2 – вплив на комерційне управління портфелем акцій приватизованого підприємства, що є у власності держави, сприяння у продажу їх інвесторам після закінчення терміну перебування акцій у державній власності (як правило, 1–5 років), враховуючи застереження пункту 1 та підвищуючи ефективність діяльності підприємства;

3 – щорічне зменшення частки держави у структурі джерел фінансування;

4 – створення власної ринкової інфраструктури (фінансові інституції, маркетинг тощо).

Можливі цілі підприємства на ринку фінансового капіталу наступні:

1 – формування ліквідного біржового й позабіржового ринку акцій та інших цінних паперів підприємства з поступовим «скиданням» через нього більшої частини пакетів акцій, що є у власності держави, а також участь у грошових аукціонах (торгах);

2 – щорічне часткове заміщення бюджетного фінансування запозичуваннями з ринку фінансового капіталу, включаючи залучення валютних ресурсів;

3 – створення мережі інвестиційних інституцій, уповноважених на операції з цінними паперами підприємства;

4 – формування інформаційної бази для аналізу та управління кон'юнктурою цінних паперів підприємства на фондовому ринку;

5 – співпраця з установами та організаціями, які здійснюють довірче управління портфелем акцій підприємства, що є у державній власності; управління акціонерним капіталом приватизованого підприємства з метою збереження його керованості й недопущення конфліктних ситуацій в інтересах інвесторів.

Підкреслимо, що видатки на перелічені вище цілі не можуть фінансуватися з бюджетних та інших централізованих джерел, проте їх слід мати на увазі при ринковому реформуванні підприємства (див. 2.2).

#### *2.4. Nò âî ðáí í ý ñó-âñí î çðèí êî âî çñèñò àì è óí ðàâêç í ý í çîí ðè°ì ñò âîí*

Створення сучасної ринкової системи управління підприємством спрямоване на забезпечення вимог керованості, його цілісності як суб'єкта господарювання, зростання виробництва та надання послуг, залучення інвестицій. До завдань підприємства належать:

1 – збереження сфери впливу і забезпечення майнових інтересів керівництва (вищого менеджменту) підприємства через безпосередню участь в акціонерній власності та довірче управління портфелями акцій підприємства;

2 – акціонерна участь у вищестоящих структурах управління акціонерних товариств і холдингових компаній, що володіють акціями підприємства; здійснення впливу на рішення, які приймаються у цих органах;

3 – вибір суміжних і фінансових партнерів підприємства, створення умов для перехресної участі у власності, перехресних директоратів (правлінь), спільних фінансових інституцій і дочірніх компаній, комерційних і збутових служб та підрозділів тощо;

4 – подолання фінансово-інвестиційної кризи на підприємстві, комерційне управління впровадженням нових інвестиційних програм, створення нових акціонерних товариств і залучення фінансових ресурсів на зазначені цілі; апробація і реалізація програм залучення короткотермінових грошових ресурсів із ринку фінансового капіталу для задоволення поточної потреби підприємства в коштах.

Можливим цілями підприємства на ринку фінансового капіталу є:

1 – участь у створенні фінансово-промислових груп, холдингових компаній та інших структур конгломератного типу на основі емісії акціонерного капіталу, використовуючи його консолідацію, передання

у довірче управління;

2 – створення й координація роботи дочірніх фінансових інституцій для фондових та інвестиційних операцій.

Підкреслимо, що видатки на перелічені вище цілі не можуть фінансуватися з бюджетних та інших централізованих джерел, проте їх слід мати на увазі при ринковому реформуванні підприємства (див. 1.2.2, 1.2.3). В умовах скорочення бюджетних асигнувань і централізованих інвестицій, після припинення через певний термін (1–5 років) довірчого управління пакетом акцій, що належить державі, запропонований варіант інфраструктури дає змогу зберегти контроль (у тому числі фінансовий) за переважною часткою поки що наявних на підприємстві матеріально-технічних і кадрових ресурсів. У цьому випадку навколо підприємства утворюється конгломерат комерційних організацій, зміцнений не дотаційно-розподільчими, а справжніми відносинами власності, з єдиними фінансовими потоками та узгодженою діяльністю.

## 2.5. *Nî ôžëúí ³í ðí ãðàì è*

Виконання підприємством соціальних інвестиційних програм (реконструкція житлового фонду, будівництво нового житла для своїх працівників, забезпечення життєдіяльності соціально-побутової сфери тощо) оцінимо за попередньо розробленою схемою, врахувавши, що зміст підрозділу I є власне соціальними програмами.

II. Інвестиційні проекти у соціальній сфері у 2001–2004 рр. потребують не менше 60–80 млн. грн., тобто 10–20 млн. грн. на рік згідно з розрахунками до «Основних напрямків реструктурування і фінансової санації підприємства».

III.1. З бюджету 2001 р. для цього виділено 1 млн. грн., і немає жодних підстав очікувати збільшення бюджетного фінансування чи отримання пільгових централізованих кредитів. Передбачається, що підприємство може отримати 6–10 млн. грн. упродовж 5 років (у цінах за станом на 1 січня 2001 р.).

III.2. Щорічна невідповідність між розміром необхідного і фактичного фінансування на вказані цілі становить 10–20 млн. грн., причому, тільки на 6–10% покривається власними коштами згідно з програмою реструктуризації. Характер видатків передбачає можливість покриття більшої їх частини за рахунок залучення грошових ресурсів і заощаджень населення й працівників підприємства (наприклад, випуск житлових сертифікатів будівництва житла на пайових засадах).

2.6. Підсумковий розрахунок дефіциту фінансових ресурсів підприємства, який можливо покрити при виході на ринок цінних паперів. Інші варіанти фінансування

На основі аналізу основних фінансових проблем підприємства, що виникають у зв'язку з підтриманням поточного рівня виробництва (надання послуг) та його реструктуризацією у 2001–2004 рр. (див. 1.2.1–1.2.5), і розрахунків, що стосуються фінансової санації підприємства, можна визначити головні кількісні показники участі ринку фінансового капіталу у розв'язанні цих завдань. Довопнимо характеристики для оцінки потреби підприємства у коштах впродовж 2001–2004 рр. з можливих джерел фінансування (III), зокрема, бюджету та централізованих кредитів за пільговими ставками (III.1), через ринок фінансового капіталу (III.2), ще власними джерелами (III.3) – амортизація, фінансування з прибутку, доходи від реалізованого майна, залишкова вартість тощо. Розглянемо шість основних проблем.

1. Відновлення в ласних обігових коштів, поточної платоспроможності, структури джерел коштів на рівні 1991 р. (як базового): усього – 5–6 млн. грн., з них: III.2 – 2,5–3 млн. грн. (капіталізація прибутку в акціонерних товариствах), III.3 – 1,5–3 млн. грн.

2. Закриття збиткових (нерентабельних) підрозділів (підприємств): усього – 5,5 млн. грн., з них: III.1 – 4,5–5 млн. грн., III.3 – 0,5–1 млн. грн.

3. Підтримка виробництва (надання послуг) на діючих потужностях, ввід у дію нових виробництв, реконструкція перспективних структурних одиниць і підрозділів: усього – 60–70 млн. грн., з них: III.1 – 10–12 млн. грн., III.2 – 30–50 млн. грн. (враховуючи відповідні об'єми інвестицій привабливих проектів), III.3 – 20–30 млн. грн. (збільшивши частку фінансування за рахунок власних коштів від 5–10 % до 13–25 %).

4. Диверсифікація діяльності підприємства (створення нових структурних одиниць, дочірніх компаній і нових робочих місць у галузях неосновного профілю виробництва (надання послуг) перепрофілювання, комерційне використання наявних матеріально-технічних, земельних і трудових ресурсів): усього – 8–9 млн. грн., з них: III.1 – 1–5 млн. грн., III.2 – 7–7,5 млн. грн.

5. Створення підприємством сучасної системи управління, ринкової і фінансової інфраструктури, розвиток фінансових операцій для зростання і диверсифікації прибутків: усього – 90–100 тис. грн., з них: III.2 – 40–50 тис. грн., III.3 – 50–40 тис. грн.

6. Втілення інвестиційних проектів у соціальній сфері (соціальних програм): усього – 6–8 млн. грн., з них: III.1 – 0,7–1 млн. грн., III.2 – 4,6–



50,5 млн. грн., III.3 – 7–15 млн. грн. (збільшивши частку фінансування за рахунок власних коштів від 5–10 % до 17–25 %).

Основний варіант (B0) розрахунку потреби підприємства у фінансуванні має вигляд: усього – 85–100 млн. грн., з них: III.1 – 16–20 млн. грн., III.2 – 47–51 млн. грн., III.3 – 22–29 млн. грн.

Зауважимо, що кошти 47–51 млн. грн. (із підрозділу III.2) визначають ємність ринку фінансового капіталу підприємства, а не показники щодо залучення джерел фінансування. У нашій моделі початкового стану підприємства таке припущення ґрунтується на кількох передумовах: наявності у підприємства матеріально-технічних та інших ресурсів на суму 35–40 млн. грн. (що є привабливим для потенційного інвестора як один із факторів стабільної діяльності підприємства, обраного для втілення інвестиційного проекту), відносно низької частки власних коштів у фінансуванні, залежності підприємства від бюджетних асигнувань і відсутності можливості отримання ним довготермінових банківських кредитів на інвестиційні цілі.

При реструктуризації підприємства виникають інші варіанти фінансування, зокрема при можливості довготермінових банківських кредитів на інвестиційні цілі (III.4) і при наявності непокритої потреби у фінансуванні (III.5). Тоді основний варіант (B0) матиме певні різновиди:

B1 – врахування можливості довготермінового банківського кредиту: усього – 85–100 млн. грн., з них: III.1 – 16–20 млн. грн., III.2 – 35–38 млн. грн., III.3 – 22–29 млн. грн., III.4 – 12–13 млн. грн.;

B2 – збільшення частки власних джерел фінансування (до 30%), відсутність довгострокового банківського кредиту: усього – 85–100 млн. грн., з них: III.1 – 10–15 млн. грн., III.2 – 47–50 млн. грн., III.3 – 28–35 млн. грн.;

B3 – зменшення частки бюджетних асигнувань, відсутність довготермінового банківського кредиту (інші показники вважаються сталими): усього – 85–100 млн. грн., з них: III.1 – 16–20 млн. грн., III.2 – 35–38 млн. грн., III.3 – 22–29 млн. грн., III.5 – 11–13 млн. грн. (тут III.5 визначає дефіцит фінансових ресурсів);

B4 – недостатність інвестиційно привабливих проектів для фінансування підприємства через ринок фінансового капіталу, відсутність довгострокового банківського кредиту: усього – 85–100 млн. грн., з них: III.1 – 5–8 млн. грн., III.2 – 23–40 млн. грн., III.3 – 22–29 млн. грн., III.5 – 23–35 млн. грн. (тут III.5 визначає дефіцит фінансових ресурсів).

На моделі сприятливого розвитку фінансового стану підприємства

оцінимо структуру джерел фінансування в часовому аспекті. Фінансування через ринок фінансового капіталу повинно стати одним із життєво необхідних джерел фінансування підприємства при його реструктуризації у 2000–2003 рр., що дає змогу відшкодувати 25–50 % потреби у додаткових джерелах грошових ресурсів.

Підсумовуючи сказане, підкреслимо, що діяльність підприємства на ринку фінансового капіталу дасть змогу диверсифікувати прибутки, підвищити фінансову стійкість підприємства, тому важливими напрямками у цьому є:

- створення фінансової інфраструктури (дочірня чи уповноважена брокерсько-дилерська мережа; інституційні інвестори, пов'язані з підприємством; депозитивно-розрахункова й реєстрова інфраструктури тощо);
- розробка схем і засобів привернення фінансових ресурсів через ринок фінансового капіталу для вирішення наріжних і поточних завдань підприємства;
- створення інформативної та нормативної баз, що забезпечують ведення фондових операцій на підприємстві;
- тривале керування виходом підприємства на ринок фінансового капіталу, створення управління (відділу) цінних паперів як невід'ємної складової сучасного штатного розкладу підприємства.

Втілення перелічених цілей, завдань і напрямків виходу підприємства на ринок фінансового капіталу є, по суті, великим проектом діяльності, який потребує певних видатків, ґрунтового матеріально-технічного та організаційно-кадрового забезпечення і чіткого бажання керівництва підприємства досягти успіху в сучасних умовах господарювання. Подальший виклад матеріалу здійснюватиметься як конкретизація висловлених положень з точки зору фінансово-економічного й модельного підходів.

3.1. *Іїєѳ еѳа аѳіі аі іѳі дѳі ні аа і а дѳі і е о ѳ аі ні аі аі  
ѳаі ѳ аѳі ѳ бадаѳѳ аѳѳі еѳѳ е ні ааѳаі і ѳ аі і аі ѳаѳаі еѳѳ аа  
іѳі дѳі ні аі і . Еѳѳ аѳѳ аѳаі ѳі і і єѳ еѳѳ*

Цілі, завдання і напрямки діяльності підприємства на ринку фінансового капіталу, розглянуті в 1.1 та 1.2, втілюють за допомогою політики, вибраної керівництвом, тому її називають реальною (дійсною) політикою. До недавнього часу у вітчизняних умовах вона визначалася традиційно-поміркованим (у ліпшому випадку) і консервативним проявами, тобто невеликий обсяг (або відсутність) операцій з цінними паперами, вибір джерел фінансування поза фондовим ринком та очікувальна позиція щодо менш ризикових і більш гарантованих форм

і проявів вітчизняного ринку фінансового капіталу.

За останні роки в Україні активізувалась діяльність фондових та інших бірж, тому підприємство (в першу чергу, в особі свого керівництва) неминуче повинно визначитися щодо трьох її основних видів – усталена (консервативна), поміркована (звичайна), наступальна (агресивна). На нашу думку, політика підприємства є похідною від можливостей, характеру та інтелектуальних здібностей його керівництва, особливо першої особи – директора, голови правління тощо. Таким чином, враховуючи ці суб'єктивні особливості та об'єктивний стан підприємства, етап його життєвого циклу та перелік цілей, можна запропонувати узагальнений критерій вибору. Суть узагальненого критерію вибору політики у наступних характеристиках:

1 – ділові якості та характер керівника (керівників);

2 – етап життєвого циклу підприємства (наприклад, сучасний стан – становлення, швидке зростання, поступове зростання, усталення (стабілізація), сповільненого зростання, застій (стагнація), поступове припинення діяльності, банкрутство);

3 – перелік і масштабність цілей і завдань, напрямки діяльності, характерні та бажані для даного підприємства з урахуванням його структури і партнерських стосунків;

4 – сучасна концепція управління й діяльності підприємства, виходячи з його можливостей (збільшення чи зменшення кількості відповідальних осіб, засновників, акціонерів; сприйняття персоналом і партнерами регулятивних обмежень при перетворенні на відкрите чи закрите акціонерне товариство; готовність підприємства піти на великі видатки, що не принесуть швидкої віддачі, для створення організаційних-кадрових, матеріально-технічних і технологічних систем для успішної роботи на ринку фінансового капіталу тощо).

Наведемо приклади видів політики підприємства залежно від етапу його життєвого циклу:

1 – становлення, швидке зростання – наступальна (агресивна) політика або поєднання останньої з поміркованою (звичайною) політикою;

2 – поступове зростання, усталення (стабілізація) – усталена (консервативна) чи поміркована (звичайна) політика;

3 – сповільнене зростання, поступове припинення діяльності – усталена (консервативна) чи наступальна (агресивна) політика, остання, наприклад, доцільна при спробі рекапіталізації і відновленні швидкого зростання (див. етап 1).

Залежно від концепції управління підприємством визначають такі види фондової політики підприємства:

I – усталена (консервативна) політика характерна для випадку, коли підприємство повинно бути під контролем вузького кола фізичних та юридичних осіб (великих засновників, афілійованих осіб тощо); капітал підприємства належить тільки крупним власникам; виконавчі органи (директорат, правління) підприємства мають значення в тих межах, у яких їхні дії збігаються з консолідованими рішеннями засновників;

II – поміркована (звичайна) політика характеризується врівноваженим поєднання відкритого громадського контролю і впливу великих засновників, клієнтів, афілійованих осіб; інформацію про підприємство вивірено розкривають з урахуванням інтересів перелічених осіб; значення виконавчих органів (правління, директорату або директора) підприємства у прийнятті рішень збалансовано поєднується з впливом, який мають середні й великі власники;

III – наступальна (агресивна) політика проводиться тоді, коли підприємство повинно перебувати під відкритим громадським контролем, надаючи якнайповніший доступ до інформації; вплив поважних засновників, клієнтів, афілійованих осіб непомітний (де-юре і де-факто); велике навантаження в управлінні припадає на виконавчі органи (правління, директорат) у зв'язку з тим, що власність на підприємстві максимально роздрібнена (у даному випадку).

### 3.2. *Ī ī ōāī yēūr 3 āāāēō ādēñō ēēē ò à īñī āēēāī ñō 3 āēāā ī ī ēē ēēē*

Наведемо деякі характеристики та особливості при порівнянні трьох основних видів фінансової політики, враховуючи введені позначення (I, II, III):

Методи розширення ресурсної бази підприємства:

I – відмова від швидкого розширення ресурсної бази за рахунок випуску акцій, облігацій та інших боргових зобов'язань; випуск цінних паперів має неусталений вигляд і зумовлюється вимогами регулятивних інстанцій, зокрема вимогою збільшення мінімального акціонерного капіталу;

II – помірне й збалансоване за ризиками розширення ресурсної бази підприємства за рахунок зростання акціонерного та інших видів капіталу, випуску боргових цінних паперів; у ресурсній діяльності надають перевагу традиційним кредитним операціям, у тому числі випуску цінних паперів традиційного переліку (акції, облігації) згідно зі стандартними умовами; епізодична участь у випуску нових фінансових засобів (похідних, сурогатних цінних паперів), комерційних паперів тощо;

III – швидке, пов'язане з прийняттям високих ризиків розширення ресурсної бази за рахунок постійно зростаючої частки випуску цінних паперів (порівняно з кредитами та іншими ресурсами); масове засто-

сування випуску фінансових засобів (похідних, сурогатних цінних паперів), комерційних паперів; стратегічно застосовують агреговане розширення акціонерного капіталу як основу для збільшення вихідної бази операцій підприємства на ринку.

Методи інвестування коштів:

I – підприємство діє як консервативний інвестор, що орієнтується на високу надійність і ліквідність цінних паперів та найменші ризики, пов'язані з діяльністю на ринку; часто практикують відмову від політики придбання контрольних пакетів акцій фінансових та інших підприємств;

II – підприємство діє як інвестор, що орієнтується на поєднання помірної ризику з достатньою надійністю, ліквідністю й прибутковістю цінних паперів; обачне придбання високоризикованих цінних паперів, часток у портфелях венчурних підприємств при активній участі на ринку високоліквідних державних зобов'язань (взаємна компенсація ризиків); підтримує постійну або повільно зростаючу частку вкладень у цінні папери;

III – підприємство діє як агресивний інвестор, що приймає високі рівні ризиків, швидко розширює частку цінних паперів у структурі вкладень, інтенсивно працює з цінними паперами венчурних підприємств, з новими видами цінних паперів і на нових фондових ринках.

Співпраця підприємства з підконтрольними фінансовими інституціями і непрофільними партнерами, участь у ланцюгових групах, холдингах, фінансово-промислових компаніях, застосовуючи механізми ринку фінансового капіталу:

I – здійснюється у винятково вигідних і надійних випадках, враховуючи високий рівень впевненості в успіху конкретного проекту, що гарантується відповідним ресурсним забезпеченням; всю фондову діяльність зосереджують у новоствореному відділі цінних паперів підприємства;

II – поступове створення низки фінансових інституцій, пов'язаних з підприємством; виважене зростання системи перехресної участі із засновниками, банками та іншими приватизованими підприємствами; виокремлення з відділу цінних паперів спеціалізованих підприємств для виконання окремих видів фондових операцій;

III – агресивне, розраховане на швидке розширення підконтрольних фінансових інституцій (інвестиційних і пенсійних фондів, брокерських фірм, інвестиційних і страхових компаній тощо); створення холдингових структур для управління діяльністю непрофільних підприємств; формування ланцюгових груп; оточення базового підприємства

численними компаніями, що виконують різні профільні операції (наприклад, перетворення складових підрозділів і виробництв на підприємстві в дочірні компанії).

Диверсифікація доходів за рахунок здійснення операцій з цінними паперами за договорами з клієнтами (андеррайтинг, брокерські операції, інвестиційне консультування, контрактні заощадження і спільне інвестування, трастове управління, депозитарні та клірингові функції тощо):

I – фондові операції обслуговують тільки діяльність підприємства і дочірніх компаній, підвищуючи якість послуг і поглиблюючи спеціалізацію; впровадження нових технологій на основі їхнього залучення після позитивної апробації іншими фінансовими інституціями;

II – фондові операції обслуговують переважно підприємство і дочірні компанії, поступово розширюються операції з цінними паперами за договорами з клієнтами; підприємство обережно просувається на нові ринки, пропонуючи нові фінансові продукти і послуги; виважене впровадження нових технологій і продуктів, віддаючи перевагу апробованим і тим, що дають порівняно з іншими віддачу в короткий і середній терміни;

III – агресивне і швидке розширення власної ніші на різних видах ринків, у різних реґіонах, залучаючи нових клієнтів і партнерів; це, перш за все, проявляється у здійсненні агресивних маркетингових кампаній, пропонування нових видів послуг і фінансових продуктів, випереджаюче впровадження нових технологій, не рахуючись з видатками, а розраховуючи на потужну віддачу та окупність у довготерміновій перспективі.

### 3.3. *Í áí áæáí í ŷ, áèèè äŷëúí î ñò ³ ò à î î áðàð³; î ʒí ðè°í ñò áá í à ðèí éó ó ʒ àí ñí áí ä éáí ʒ àèó*

Під час діяльності на ринку фінансового капіталу підприємство має справу із зовнішніми обмеженнями, пов'язаних з тим, що цінні папери – складний фінансовий інструмент (знаряддя), що має підвищений рівень ризику для фінансової безпеки реального сектору, створює особливу вузькоспеціалізовану сферу професійної діяльності і характеризується жорстким протиборством інтересів. До зовнішніх обмежень діяльності на ринку фінансового капіталу належать:

- ліцензування професійних видів діяльності;
- атестація професіоналів, які постійно працюють на ньому;
- винятковість діяльності професіоналів (вузька спеціалізація);
- заборона участі підприємств-непрофесійних учасників фондового

ринку у створенні певних інституцій ринку фінансового капіталу, зокрема бірж;

- обмеження участі підприємств у створенні інституцій ринку фінансового капіталу, що повинні бути незалежними від емітентів з точки зору нагляду за їхньою діяльністю й захисту прав інвесторів;

- обмеження участі підприємств з великою часткою капіталу, що перебувають у державній власності, як спосіб обмеження комерційної й засновницької діяльності держави стосовно тих учасників фондового ринку, які повинні бути насправді незалежними;

- антимонопольні обмеження на участь у створенні інституцій ринку фінансового капіталу.

Види професійної діяльності та операцій на ринку фінансового капіталу наступні:

1. Емісія власних цінних паперів підприємством: акції, облігації, житлові сертифікати, векселі, похідні цінні папери (ф'ючерси, опціони, варанти), коносаменти.

2. Інвестиції у цінні папери за власний рахунок: за винятком власних цінних паперів (крім їхнього викупу з метою погашення) та інвестицій з метою котирування.

3. Продаж цінних паперів: за винятком продажу власних цінних паперів на вторинному ринку та продажу цінних паперів з метою котирування.

4. Безкоштовна поставка (безкоштовне отримання) цінних паперів, інші угоди, що приводять до переведення майнових прав на цінні папери від підприємства до його контрагента: у випадках дарування, відкриття-закриття рахунку, передачі цінних паперів у спадщину, їхньої передачі між рахунками підприємства, здійснення платежу цінними паперами при внесенні коштів у статутні фонди, задоволення вимог кредиторів.

5. Брокерська діяльність: укладання угод із цінними паперами на основі договорів комісії та доручення (ліцензована професійна діяльність).

6. Дилерська діяльність: укладання угод купівлі-продажу цінних паперів від свого імені та за власний рахунок шляхом відкритого (публічного) оголошення цін купівлі й продажу цінних паперів із зобов'язанням купівлі й продажу цінних паперів за оголошеними цінами (ліцензована професійна діяльність).

7. Андеррайтинг – посередництво в організації випуску і первинному розміщенні цінних паперів: розробка документації та умов випуску, попередня оцінка паперів; реклама, супровід реєстрації випусків у державному органі, що регулює ринок фінансового капіталу; підбір

інвесторів, первинне розповсюдження за дорученням; гарантування купівлі цінних паперів в обсязі повного або часткового їхнього випуску, створення групи купівлі (емісійного синдикату) і групи продажу; видавання позик чи авансування емітента до надходження коштів за придбані цінні папери; складання звітності про випуск, опублікування підсумків відкритої передплати тощо (ліцензована професійна діяльність).

8. Інвестиційне консультування (поки що не входить у перелік видів професійної діяльності, що потребують ліцензування); інформативне, методичне, правове, аналітичне обслуговування, послуги із супроводу операцій з цінними паперами (реєстрація їхнього випуску, організація допуску на фондову біржу тощо), причому, операції здійснюються як із власними, так і паперами інших емітентів:

- аналіз ринку фінансового капіталу (аналіз можливості здійснення конкретних угод, вивчення і прогнозування кон'юнктури, консультації щодо використання чинного законодавства, організація і супровід допуску цінних паперів на біржу);

- розробка методичної й нормативної документації для операцій з цінними паперами, відповідних процедур діяльності, професійне навчання;

- розробка загальної портфельної стратегії, поточне планування й контроль за управлінням портфелем цінних паперів, податкове планування, розробка окремих стратегій (зокрема, дивідендна політика, створення «власності працівників», програми швидкого розширення капіталу тощо);

- аналіз та оцінка стану портфеля з точки зору досягнення його цілей, рівня ризиків і ліквідності.

9. Діяльність щодо організації торгівлі цінними паперами – надання послуг, що сприяють укладанню угод із цінними паперами між учасниками ринку фінансового капіталу (ліцензована професійна діяльність).

10. Управління акціонерним капіталом підприємства й залучення грошових ресурсів на основі боргових цінних паперів, включаючи й власне управління підприємством;

- управління структурою власності, підготовка й здійснення приватизації, участь у післяприватизаційному продажу акцій державою;

- підготовка й проведення зборів акціонерів, забезпечення процесу прийняття рішень, передача довіреній особі повноважень щодо голосування при щорічному опитуванні акціонерів на основі розсилання доручень акціонерними товариствами, реалізація (здійснення) згаданих повноважень;



- запобігання «недружнім загарбанням», підготовка злиттів, придбань, виокремлень та інших форм реорганізації, опрацювання тендерних пропозицій;

- захист прав акціонерів, розкриття інформації про діяльність АТ, управління соціальною складовою капіталу;

- входження підприємства у холдинги, ФПГ та інші зовнішні структури.

Капітальна політика та управління залученими ресурсами:

- управління фінансовим та операційним левериджем;

- дивідендна й відсоткова політика;

- регулювання структури акціонерного капіталу й боргу за видами цінних паперів та інших боргових зобов'язань;

- інвестиційне проектування та емісія під проекти цінних паперів, управління вкладенням залучених коштів, прибутковістю проектів і відповідним фінансовим навантаженням від емісій.

У пункті 10 перелічено функції стосовно управління власністю, збереження керованості підприємства, захисту прав акціонерів та інвесторів, а також функції щодо фінансового менеджменту (управління фінансовим та операційним левериджем, дивідендна й відсоткова політика, залучення коштів під інвестиційні проекти тощо); нижче представлено технічні функції управління акціонерним капіталом.

11. Реорганізація емісій (технічні функції управління акціонерним капіталом і борговими емісіями):

- дроблення акцій – розщеплення, збільшення кількості акцій без зміни величини акціонерного капіталу;

- заміна цінних паперів при зміні назви акціонерного товариства;

- обмін цінних паперів при поділі компанії (наприклад, акції старої компанії, на вибір, на акції довільної з кількох нових компаній, що утворилися зі старої);

- обмін цінними паперами між акціонерними товариствами (частками участі), обмін на акції інвестиційних фондів під час приватизації;

- «спін-оф» – виокремлення з компанії структурного підрозділу і створення на його основі нового акціонерного товариства;

- конверсія у звичайні акції конвертованих привілейованих акцій та облігацій;

- виплата акціями дивідендів (у відсотках до кількості акцій).

12. Погашення емісій:

- погашення цінних паперів при настанні терміну погашення;

- часткове чи повне повернення відкличних облігацій, привілейованих акцій у випадку їхнього відізвання емітентом до терміну

погашення, здійсненого в інтересах інвестора;

- анулювання цінних паперів.

13.Управління портфелем цінних паперів підприємства (реалізація стратегій щодо досягнення цілей портфельів при підтриманні необхідного рівня ризику й ліквідності):

- визначення стратегії, планування, аналіз та оцінка портфеля, регулювання його складу, податкове планування;
- ведення управлінської документації й підтримка інформаційних систем, надання користувачам даних про здійснені операції, робота з персоналом тощо.

Технічні функції управління портфелем розглянемо нижче.

14.Управління дочірніми акціонерними компаніями; здійснення впливу на управлінські рішення в комерційних організаціях, де підприємство володіє частками; лобювання інтересів підприємства у ФПГ, холдингах і вертикально-інтегрованих компаніях; вертикальні зв'язки, оформлені участю в акціонерному капіталі.

15.Економічні роботи з цінними паперами, фінансовий інжиніринг, створення фінансових схем, що поєднують цінні папери й застосування інших фінансових засобів (наголосимо, що перелічені операції слід виконувати переважно для підприємства та його дочірніх компаній і не потрібно подавати їх як масову клієнтську послугу, що є основним джерелом прибутків відділу цінних паперів підприємства):

- передача прав вимоги за цінними паперами, індосування;
- гарантування і спільне прийняття зобов'язань за цінними паперами;
- авалювання векселів;
- реінвестування дивідендів і приросту курсової вартості;
- створення інвестиційних планів;
- хеджування і страхування ризиків, пов'язаних із цінними паперами;
- надання та отримання позичок цінними паперами, отримання грошових позичок під операції з цінними паперами;
- розміщення цінних паперів у заставу;
- сек'юритизація активів (перетворення проблемної дебіторської заборгованості в обігові стандартні боргові контракти і продаж їх із дисконтом тощо);
- використання прав купівлі й варантів (похідних цінних паперів, що дають акціонерам пільгове право на придбання акцій компанії);
- довірче управління портфелями цінних паперів інших осіб.

16.Виконання функцій номінального держателя цінних паперів,

випущених підприємством чи іншими емітентами.

Зауважимо, що номінальний держатель – це особа, яка, не будучи власником цінних паперів, занесена до реєстру власників іменних цінних паперів і тримає їх в інтересах іншої особи, тому стосунки, пов'язані з життєвим циклом цінних паперів, підтримуються між емітентом, його реєстратором і номінальним держателем.

17. Технічні (адміністративні, документальні, інформативні, облікові тощо) функції, здійснення платежів за цінними паперами:

- ведення бухгалтерського обліку й складання звітності за операціями з цінними паперами;

- внутрішній контроль та аудит операцій з цінними паперами;

- виконання податкових розрахунків, належних посередникам, інвестиційним консультантам та інші за операції з цінними паперами (комісійних, оплати послуг тощо);

- заміна цінних паперів при їхньому псуванні, крадіжці, втраті тощо, включаючи юридичні, документальні та організаційні процедури, пов'язані із заміною;

- зберігання, охорона, перевезення й пересилання цінних паперів, що перебувають на підприємстві;

- розрахунки і кліринг за цінними паперами і грошовими коштами, що виконують за тими фондовими операціями, розрахунки і кліринг за якими проходять через спеціалізовані розрахунково-депозитарні організації й клірингові палати.

18. Діяльність трансфер-агента (трансфер-агент – юридична особа, професійний учасник ринку фінансового капіталу, що виконує за договором з реєстратором функції прийому від зареєстрованих осіб і передачі реєстратору інформації і документів, необхідних для операцій у реєстрі, а також функції прийому від реєстратора і передачі зареєстрованим особам інформації й документів, отриманих від реєстратора).

19. Діяльність із ведення й зберігання реєстру власників іменних цінних паперів (реєстр – сукупність даних, що забезпечують ідентифікацію зареєстрованих осіб та облік їх прав стосовно цінних паперів).

20. Депозитарна діяльність (ліцензована, професійна) – діяльність щодо зберігання цінних паперів та/або обліку прав на них.

21. Розрахунково-клірингова діяльність щодо цінних паперів (ліцензована, професійна) – діяльність щодо визначення взаємних зобов'язань та/або щодо поставки (переказу) цінних паперів учасників операцій з цінними паперами.

22. Розрахунково-клірингова діяльність щодо грошових коштів

(ліцензована, професійна) – діяльність щодо визначення взаємних зобов'язань та/або щодо поставки (переказу) грошових коштів у зв'язку з операціями з цінними паперами).

Перелічені види діяльності на ринку фінансового капіталу можливі

для підприємств при наявності власного відділу – відділу фінансового капіталу (пункти 5–22), а також варіант стосовно укладання угоди з неабатемним (ліцензованим, професійним) учасником фондового ринку (пункти 5–17, 19–22).	створення власного відділу – відділу фінансового капіталу (пункти 5–22), а також варіант стосовно укладання угоди з неабатемним (ліцензованим, професійним) учасником фондового ринку (пункти 5–17, 19–22).	створення власного відділу – відділу фінансового капіталу (пункти 5–22), а також варіант стосовно укладання угоди з неабатемним (ліцензованим, професійним) учасником фондового ринку (пункти 5–17, 19–22).	у складі підприємства (пункти 5–22), а також варіант стосовно укладання угоди з неабатемним (ліцензованим, професійним) учасником фондового ринку (пункти 5–17, 19–22).
компанії – ліцензованого професійного учасника фондового ринку (пункти 5–22), а також варіант стосовно укладання угоди з неабатемним (ліцензованим, професійним) учасником фондового ринку (пункти 5–17, 19–22).	компанії – ліцензованого професійного учасника фондового ринку (пункти 5–22), а також варіант стосовно укладання угоди з неабатемним (ліцензованим, професійним) учасником фондового ринку (пункти 5–17, 19–22).	компанії – ліцензованого професійного учасника фондового ринку (пункти 5–22), а також варіант стосовно укладання угоди з неабатемним (ліцензованим, професійним) учасником фондового ринку (пункти 5–17, 19–22).	компанії – ліцензованого професійного учасника фондового ринку (пункти 5–22), а також варіант стосовно укладання угоди з неабатемним (ліцензованим, професійним) учасником фондового ринку (пункти 5–17, 19–22).
Бюро з надання послуг учасників фондового ринку на території банків (пункти 5–8, 10–13, 16, 21, 22); фінансові брокери – комерційні організації, що мають ліцензію на брокерську діяльність – (пункти 5, 8, 10–13); дилерські компанії – комерційні організації, що мають ліцензію на дилерську діяльність – (пункти 6–8, 10, 13), брокерсько-дилерські компанії – комерційні організації, що мають ліцензію на брокерську і дилерську діяльність – (пункти 5–8, 10–13); компанії, які надають консультаційні послуги, зокрема щодо інвестування (пункти 8, 10, 11, 13); фондові біржі, фондові відділи бірж, організовані позабіржові системи, з якими згідно з угодами підприємство налагоджує «особливі» стосунки, «уповноважує» їх, намагаючись саме в цих торгових системах створити ліквідні ринки своїх цінних паперів (пункти 9, 10–13, 15, 17); підприємство-емітент, якщо кількість власників іменних цінних паперів не перевищує 500 осіб або спеціалізований реєстратор, будучи ліцензованим професійним учасником ринку фінансового капіталу, здійснює свою діяльність на винятковій основі (пункт 19); спеціалізовані депозитарії і розрахунково-депозитарні організації (пункти 20–22); клірингові палати та інші кредитні установи (пункти 21, 22).	Бюро з надання послуг учасників фондового ринку на території банків (пункти 5–8, 10–13, 16, 21, 22); фінансові брокери – комерційні організації, що мають ліцензію на брокерську діяльність – (пункти 5, 8, 10–13); дилерські компанії – комерційні організації, що мають ліцензію на дилерську діяльність – (пункти 6–8, 10, 13), брокерсько-дилерські компанії – комерційні організації, що мають ліцензію на брокерську і дилерську діяльність – (пункти 5–8, 10–13); компанії, які надають консультаційні послуги, зокрема щодо інвестування (пункти 8, 10, 11, 13); фондові біржі, фондові відділи бірж, організовані позабіржові системи, з якими згідно з угодами підприємство налагоджує «особливі» стосунки, «уповноважує» їх, намагаючись саме в цих торгових системах створити ліквідні ринки своїх цінних паперів (пункти 9, 10–13, 15, 17); підприємство-емітент, якщо кількість власників іменних цінних паперів не перевищує 500 осіб або спеціалізований реєстратор, будучи ліцензованим професійним учасником ринку фінансового капіталу, здійснює свою діяльність на винятковій основі (пункт 19); спеціалізовані депозитарії і розрахунково-депозитарні організації (пункти 20–22); клірингові палати та інші кредитні установи (пункти 21, 22).	Бюро з надання послуг учасників фондового ринку на території банків (пункти 5–8, 10–13, 16, 21, 22); фінансові брокери – комерційні організації, що мають ліцензію на брокерську діяльність – (пункти 5, 8, 10–13); дилерські компанії – комерційні організації, що мають ліцензію на дилерську діяльність – (пункти 6–8, 10, 13), брокерсько-дилерські компанії – комерційні організації, що мають ліцензію на брокерську і дилерську діяльність – (пункти 5–8, 10–13); компанії, які надають консультаційні послуги, зокрема щодо інвестування (пункти 8, 10, 11, 13); фондові біржі, фондові відділи бірж, організовані позабіржові системи, з якими згідно з угодами підприємство налагоджує «особливі» стосунки, «уповноважує» їх, намагаючись саме в цих торгових системах створити ліквідні ринки своїх цінних паперів (пункти 9, 10–13, 15, 17); підприємство-емітент, якщо кількість власників іменних цінних паперів не перевищує 500 осіб або спеціалізований реєстратор, будучи ліцензованим професійним учасником ринку фінансового капіталу, здійснює свою діяльність на винятковій основі (пункт 19); спеціалізовані депозитарії і розрахунково-депозитарні організації (пункти 20–22); клірингові палати та інші кредитні установи (пункти 21, 22).	Бюро з надання послуг учасників фондового ринку на території банків (пункти 5–8, 10–13, 16, 21, 22); фінансові брокери – комерційні організації, що мають ліцензію на брокерську діяльність – (пункти 5, 8, 10–13); дилерські компанії – комерційні організації, що мають ліцензію на дилерську діяльність – (пункти 6–8, 10, 13), брокерсько-дилерські компанії – комерційні організації, що мають ліцензію на брокерську і дилерську діяльність – (пункти 5–8, 10–13); компанії, які надають консультаційні послуги, зокрема щодо інвестування (пункти 8, 10, 11, 13); фондові біржі, фондові відділи бірж, організовані позабіржові системи, з якими згідно з угодами підприємство налагоджує «особливі» стосунки, «уповноважує» їх, намагаючись саме в цих торгових системах створити ліквідні ринки своїх цінних паперів (пункти 9, 10–13, 15, 17); підприємство-емітент, якщо кількість власників іменних цінних паперів не перевищує 500 осіб або спеціалізований реєстратор, будучи ліцензованим професійним учасником ринку фінансового капіталу, здійснює свою діяльність на винятковій основі (пункт 19); спеціалізовані депозитарії і розрахунково-депозитарні організації (пункти 20–22); клірингові палати та інші кредитні установи (пункти 21, 22).

Відзначимо деякі особливості стосовно діяльності підприємства на ринку фінансового капіталу:

1 – підприємство не може бути засновником фондових бірж, фондових відділів товарних і валютних бірж, проте немає обмежень щодо участі підприємств у створення організованих позабіржових систем, за винятком правил саморегульованих організацій, що можуть мати такі обмеження; дочірні компанії підприємства можуть влаштовувати одноразові позабіржові аукціони при обслуговуванні первинного розміщення цінних паперів підприємства (до пункту 9);

2 – документальні й реєстраційні функції виконуються трансфер-агентом і реєстратором, а зміни з'являються прав на цінні папери та їх зберігання – депозитаріями (до пунктів 11, 12);

3 – немає заборони на заснування підприємством трансфер-агента

### 3.4. Інституційне забезпечення функціонування підприємств на ринку фінансового капіталу

Обсяг ресурсів, який потрібно залучити через ринок цінних паперів для поточної підтримки діяльності й реструктуризації підприємства, за нашими оцінками, може сягнути 50 млн. грн. (станом на 1 січня 2004 р.), тому, щоб повернути такі кошти підприємству потрібно насамперед створити власну фінансову інфраструктуру, головними функціями якої будуть:

- потокова розробка інвестиційних проектів для вирішення завдань, перелічених у підрозділі 3.3;

- послідовне використання механізму фінансування зазначених проектів, головним чином через ринок цінних паперів;

- управління структурою власності (створення вертикальних частей, перехресний обмін частками тощо), що дає змогу зберегти господарську цілісність підприємства (у випадку, коли воно є доволі великим), відтворити його як конгломерат, пов'язаний не тільки технічними і технологічними засобами, а й відносинами власності;

- участь у галузевому сегменті вторинного ринку фінансового капіталу: підтримання стабільності й ліквідності цінних паперів підприємства, забезпечення їхньої інвестиційної привабливості тощо;

- розв'язання на професійній основі технічних питань, пов'язаних із цінними паперами: ведення реєстру, розрахунки, кліринг тощо;

- захист інтересів підприємства у стосунках із галузевим центром, що здійснює комерційне управління портфелем акцій приватизованого підприємства, що є у державній власності;

- соціальний захист працівників підприємства від фінансових і технічних ризиків, пов'язаних із володінням цінними паперами, випущеними підприємством тощо;

Як правило, штатні ресурси, що виділяються підприємством для вирішення зазначених проблем (власне апарат підприємства) є недостатніми, зокрема 9–17 осіб, причому їхня діяльність має багатоцільовий, бюджетний характер, і тому залишається незавершеною послідовність «стратегічні цілі підприємства → фінансові ресурси залучення грошових засобів через ринок цінних паперів створення фінансової інфраструктури (організаційної структури для виконання фінансових операцій) підприємства».

### 3.4.1. Створення фінансових інституцій підприємства

Відразу зауважимо, коли мова йде про фінансові інституції підприємства, то дане підприємство вважається або великим, або спроможним їх утримати. Це пов'язано не стільки зі платоспроможністю чи загальним економічним станом підприємства, а з тим, що, по-перше, відомо про високий рівень ризику дочірніх фінансових інституцій; по-друге, немає іншого способу подолати інвестиційну кризу, загальноприйнятую у фінансових колах України прихильність тільки до державних цінних паперів; по-третє, можливість подолати сумну традицію, коли грошові кошти підприємства спрямовують на виплату заборгованості із заробітної плати та інші соціальні виплати, на покриття дефіциту бюджету або у венчурні компанії.

Єдиним виходом з такої зацикленої незручності у діяльності підприємства є створення сучасної фінансової інфраструктури, здатної вплинути на наступний цикл розвитку: інвестиційні проекти вихід на ринок цінних паперів нагромадження грошових ресурсів розвиток матеріально-технічної й виробничої бази отримання прибутку, достатнього для покриття витрат і залучення нових інвестицій (повторення циклу на рівні, вищому від початкового). Важливою рисою такого вдосконалення фінансової діяльності є реальна можливість захистити інтереси підприємства у стосунках із галузевим центром, який здійснює комерційне управління акціями, що є у державній власності, або з правлінням, яке відстоює інтереси основних інвесторів, але не піклується про розвиток підприємства як фінансово-економічної одиниці. Водночас фінансова інфраструктура для діяльності на ринку фінансового капіталу забезпечує кращі можливості для залучення портфельних інвестицій держави у цінні папери підприємства, зміцнюючи таким чином стійкість роботи підприємства у сучасних умовах. Додатковою перевагою нової фінансової інфраструктури є те, що вона сама здатна давати прибуток за допомогою диверсифікації дохідної бази підприємства у кризовий період.

За попередніми розрахунками, створення мережі фінансових інституцій та її підрозділів (на місцях у реґіонах) становить приблизно 450 тис. грн. (за станом на 1 січня 2003 р.), проте вони зможуть – при відповідній професійній підготовці та узгодженості дій – залучити

грошові ресурси у відношенні 1:1100 (на вкладену 1 грн. припадає 1100 грн. надходжень).

### **3.4.2. Перелік основних варіантів структури**

До завдань, які повинна виконати новостворена фінансова інфраструктура підприємства належать:

- формування зовнішньої групи уповноважених банків і небанківських інвестиційних інституцій, що не є дочірніми відносно даного підприємства, які б за договорами з підприємством виконували необхідні фінансові операції;

- створення дочірньої компанії – професійного учасника ринку фінансового капіталу та інших фінансових інституцій, які б за своїми функціями охоплювали всі етапи стратегічного управління, інвестиційного і фондового циклу на підприємстві (від розробки стратегії підприємства, інвестиційних проєктів і програм, емісії цінних паперів на вказані цілі до участі у підтримці ліквідного біржового й позабіржового ринку фінансового капіталу підприємства, ведення реєстрів держателів цінних паперів, забезпечення депозитарних та інших функцій);

- створення управління (відділу) цінних паперів підприємства й надання йому повноважень щодо діяльності на ринку фінансового капіталу.

Залежно від можливостей підприємства регулюють кількість дочірніх фінансових інституцій і чисельність власного управління (відділу) цінних паперів, наприклад, на початку доцільним є варіант, коли 3–5 працівників фінансового відділу підприємства займаються цінними паперами, але при умові, що з іншими організаціями – професійними учасниками ринку фінансового капіталу укладено угоди на обслуговування поточних потреб підприємства.

### **3.4.3. Фінансова група підприємства**

Дана модель розроблена для випадку великого підприємства, щоб, при потребі (у випадку підприємства малої чи середньої величини), можна було просто розглянути спрощений (виокремлений і скорочений) варіант, зокрема певні функціональні зв'язки та окремі фінансові інституції запропонованої схеми можна замінити угодами про обслуговування, укладеними з уповноваженими банками, або скасувати, усунути залежно від тих чи інших аспектів діяльності підприємства на ринку фінансового капіталу. Додатковою конкретизацією є ситуація, коли велике підприємство зі своїми підприємствами-партнерами (як по вертикальних, так і горизонтальних

зв'язках) створює юридичні особи (підприємства, інституції), що є у спільній власності.

Зауважимо, кожен із напрямків діяльності підприємства, розглянутих у розділі 1, потребує: 1) розробки власної, ґрунтовно викладеної і поетапно деталізованої програми робіт; 2) правового й нормативно-документального забезпечення; 3) засобів і ресурсів для втілення та 4) організаційної групи фахівців, яка б супроводжувала цей проект від задуму до остаточного втілення.

#### **3.4.4. Управління інвестиційної політики підприємства**

Для успішного виконання програми в цілому є необхідність створити представницьку організаційну структуру, яка ініціює й координує зусилля різних зацікавлених підрозділів підприємства, оптимально погоджує досвід, зацікавленість і компетентність його директорату (керівництва, вищого менеджменту). З цією метою, скориставшись міжнародними досвідом і практикою, створюється позаштатний орган – управління інвестиційної політики підприємства, що складається з 5–7 керівників, які відповідають за основні напрямки економічного розвитку підприємства, для об'єднання та узгодження їхніх зусиль, розробки спільної інвестиційної й фінансової стратегії та подолання конфлікту інтересів. Управління і створений при ньому відділ цінних паперів здійснюють розробку стратегії та оперативне управління інвестиційним і фондовим циклом підприємства. Як наслідок, замість очікування державних дотацій, бюджетного фінансування, пільгових кредитів тощо підприємство починає проявляти активність, шукає проекти під інвестиції, ресурси і прагне вийти з кризового стану, тому й створює свою інфраструктуру для залучення коштів, привернення уваги інвесторів, впровадження сучасних методів фінансово-господарської діяльності на ринку.

В описаній вище організаційній структурі немає нічого нездійсненого, оскільки початковий розмір фінансових резервів, необхідних для її створення (450 тис. грн.), – це відповідна сума для великого підприємства, керівництво якого хоче оновити і процеси виробництва, і методи управління. Головні труднощі виникають:

1 – при створенні чіткої програми формування фінансової інфраструктури підприємства;

2 – у кваліфікованому управлінні таким масштабним проектом;

3 – у втіленні інвестиційно-фінансового циклу подолання економічної кризи, практичному виході на ринок цінних паперів, а згодом – у постійному і дієвому контролі за нагромадженням та інвестуванням



грошових ресурсів, що стосуються реструктуризації підприємства, і нарешті – за оптимальністю віддачі залучених коштів.

З досвіду останніх років видно, що керівництву більшості підприємств не вистачає, як правило, рішучості, часу і глибокого розуміння, щоб наполегливо займатися стратегічними питаннями реструктуризації підприємства, відновлення економічного зростання, нових інвестицій і створення сучасної фінансової інфраструктури для залучення грошей для потреб виробництва й діяльності. У подальших викладках спробуємо висвітлити принципові аспекти цих питань.

### **3.4.5. Документальне забезпечення діяльності підприємства на ринку фінансового капіталу**

Виконання завдань підприємством при виході його на ринок цінних паперів і вирішенні стратегічних питань розвитку, пов'язане зі створенням методичного супроводу, підготовкою типових розв'язків і вказівок щодо поточної діяльності. У загальному йде мова про розробку або купівлю типових організаційних основ, стандартних фінансових продуктів і технологічних рішень для новоствореної фінансової інфраструктури підприємства.

#### **3.4.5.1. Планові і програмні документи**

1. Документ «Інвестиційна політика підприємства у 2000–2004 рр.», розділ «Програма діяльності підприємства на ринку фінансового капіталу»; техніко-економічні розрахунки на 2000–2004 рр. (уведення у дію нових потужностей, реконструкція і технічне переобладнання, диверсифікація діяльності тощо).

2. Наказ по підприємству, план заходів з реалізації «Програми...», затвердження «Положення про відділ цінних паперів» і «Положення про Управління інвестиційної політики підприємства».

3. Наказ по підприємству, програми (додатки до цього наказу) створення фінансових інституцій, що є у спільній власності підприємства і створених ним компаній; схема (додаток до наказу) організаційної і функціональної взаємодії фінансових інституцій і підприємств-партнерів.

#### **3.4.5.2. Установчі та реєстраційні документи компаній, заснованих підприємством для роботи на ринку фінансового капіталу**

Орієнтовний перелік стосується наступних компаній:

1. Центр інвестиційного проектування.
2. Компанія – професійний учасник ринку фінансового капіталу (брокер, дилер, інвестиційний консультант).
3. Реєстратор.
4. Інститут спільного інвестування
5. Пайовий інвестиційний фонд.
6. Фінансово-промислова компанія.
7. Промислово-фінансова група.
8. Вексельний центр.
9. Пенсійний фонд.

### 3.4.5.3. Методики і типові положення

1. *Ī ī ēī æāí ŷ ŷ ġī ī ī āđāöç öř í èì è ì àì āđàì è*

1.1 – інструктивне керівництво для посадових осіб підприємства щодо організації фондових операцій: організація роботи фондового відділу або групи спеціалістів, які відповідають за операції з цінними паперами.

1.2 – техніка емісії та організація вторинного обігу цінних паперів підприємства.

1.3 – порядок прийняття рішень і вимоги до інвестування в цінні папери.

1.4 – організація обліку і звітності за фондові операції (зокрема депозитарні, розрахунково-клірингові та реєстраторські функції).

1.5 – перелік основних нормативних актів, які регулюють роботу підприємства у цій сфері діяльності.

2. *Ī ā ò ī àèèà ñ ò āī đāí ŷ āī ÷đí ç ķ ĳī ðè ò ñ ò ā äëŷ ī đī ó āñéí ĭ đī āí ò è í à đēí éó ó ř āí ñī āī āī èāī ç àèó*

2.1 – можливі види дочірніх підприємств – інвестиційних інституцій та інших професійних учасників ринку фінансового капіталу.

2.2 – цілі, варіанти і порядок створення дочірніх підприємств стосовно різноманітних господарських обставин, у яких перебуває конкретне підприємство.

2.3 – типові організаційні структури інвестиційних інституцій та основні технологічні схеми їх діяльності.

2.4 – додаткова оцінка ресурсів, необхідних для створення дочірніх

інвестиційних інституцій.

2.5 – перелік основних нормативних актів, які регулюють їхню діяльність.

3. *Ì àò î äëèà óí ðàáëëí ÿ àëóëí áðí èì êáì ÷ àëí î ï ëí ðëòì ñò àà*

3.1 – техніка розрахунку потрібного обсягу і структури акціонерного капіталу за видами акцій, фінансового навантаження на прибуток, пов'язаних з новими емісіями;

3.2 – дивідендна політика і капіталізація прибутку;

3.3 – методика порівняльного аналізу фінансування за рахунок випуску акцій, боргових зобов'язань, залучення банківських кредитів та інших джерел фінансування;

3.4 – процедури формування та зміни акціонерного капіталу, реалізація майнових прав акціонерів;

3.5 – методи запобігання недружнім захопленням;

3.6 – перелік основних нормативних актів, які регулюють роботу підприємства у цій сфері діяльності.

4. *Ì àò î äëèà î ðàáí çàòö;çàëó-áí ÿ áðí ø î äëó ðáñòðñá á ë ááñò èóëí<sup>3</sup> ï ðí áëó è ï ëí ðëòì ñò á ø ëüóí àëí óñëó öëí èò ï áí áðëá.*

4.1 – варіанти залучення грошових ресурсів шляхом випуску цінних паперів для конкретних інвестиційних проектів і різноманітних господарських обставин, у яких перебуває конкретне підприємство;

4.2 – техніка емісії (організаційна підготовка емісії, її здійснення, організація обліку і звітності за різними варіантами емісії цінних паперів, використання досвіду);

4.3 – способи первинного розміщення різних видів цінних паперів: післяринкова підтримка цінних паперів, варіанти використання для цього різних інвестиційних інституцій.

5. *Ì àò î äëèà áí àëëó ò à î öë êë ï ëí ðëòì ñò àà-áí ÷ áí ò à*

5.1 – операційне керівництво щодо оцінки стану і перспектив емітента на ринку загалом (продукція, партнери і конкуренти, наявність ринкової ніші, маркетингова стратегія, організаційна структура, ресурсна база тощо).

5.2 – характеристика фінансово-господарського стану емітента (аналіз фінансових коефіцієнтів і грошових потоків).

5.3 – оцінка впливу перелічених фактів на величину курсу цінного паперу при його первинному розміщенні, включаючи майбутню динаміку курсу.

6. *Ì àò î äëèà î ï áðáöë ç àëóëüí è ï ëí ðëòì ñò àà í à áöëáí áí î ó é í î çà-áöëáí áí î ó ðëí êáõ.*

6.1 – техніка підтримання ліквідного ринку акцій через біржовий і

позабіржовий ринки (інформація, контракти, види стратегій, організація праці);

6.2 – техніка втримання стійкого чи зростаючого курсу акцій підприємства;

6.3 – організація протидії скуповуванню контрольного і великих пакетів акцій, а також спекулятивним стратегіям.

7. *ἄρα ἴδιον ἄλλοῦ ἢ ἑαυτοῦ ἴδιον ἢ ἄλλοῦ ἢ ἑαυτοῦ*

7.1 – положення про порядок розробки і реалізації інвестиційних програм підприємства: 7.1.1 – порядок планування, критерії відбору та оцінки об'єктів для інвестицій у контексті цілей підприємства; 7.1.2 – організація розробки інвестиційних проектів, основи їхньої оцінки; 7.1.3 – визначення характеристик емісії і фінансових видатків, пов'язаних з ними; 7.1.4 – порядок затвердження інвестиційної програми та організація її виконання тощо.

7.2 – методичні положення з вексельних операцій: 7.2.1 – основи аналізу і неплатежів, у тому числі вузлів неплатежів; 7.2.2 – основні вексельні схеми і проблеми підприємства, що вирішують на їхній основі; 7.2.3 – техніка виконання окремих вексельних операцій з використання вексельного центру тощо.

7.3 – методичні положення із створення холдингових структур, промислово-фінансових груп та інших об'єднань комерційних організацій;

7.4 – типові вимоги до договорів, що укладаються підприємствами в області цінних паперів і фондової діяльності: 7.4.1 – договори про довірче управління; 7.4.2 – договори на андеррайтинг; 7.4.3 – договори на брокерське обслуговування; 7.4.4 – договори на ведення реєстру держателів цінних паперів; 7.4.5 – договори на депозитарне обслуговування тощо.

7.5 – документація про організацію обліку і звітності підприємства за операціями з цінними паперами.

7.6 – документація щодо порядку оподаткування підприємства за операції з цінними паперами.

### **3.4.6. Ресурси для діяльності підприємства на ринку фінансового капіталу**

Спробуємо оцінити розмір початкових затрат, необхідних для створення власної фінансової інфраструктури підприємства і створення перших великих інвестиційних проектів і програм випуску цінних паперів з метою, щоб через рік зазначена діяльність була переведена на

самофінансування.

### 3.4.6.1. Структура видатків

Перелічимо основні положення початкових затрат:

1 – видатки на організаційний супровід, інвестиційне консультування і розробку нормативних документів і методичного забезпечення з інвестиційного проектування й роботи з цінними паперами (причому, частина цієї документації може бути придбана як вже готова продукція, що, як правило, знижує рівень затрат);

2 – видатки на підготовку початкової групи спеціалістів, які мають кваліфікаційні атестати на право здійснення операцій з цінними паперами;

3 – видатки на формування акціонерних капіталів дочірніх фінансових інституцій (грошовий капітал, початкове технічне оснащення, оплата праці впродовж півроку без урахування затрат на оренду приміщень, враховуючи те, що вони будуть передаватися в користування або безкоштовно, або як вклад в акціонерний капітал);

4 – створення інформаційної бази для діяльності підприємства на ринку фінансового капіталу.

№ з/п	3.4.6.2. Розрахунок орієнтовних видатків	Величина затрат, видатків
1.	Нормативні акти та документально-методичне забезпечення, інвестиційне консультування та підприємств на ринку цінних паперів і створення власної фінансової інформаційної бази	300
2.	Найфінансової структури, триконтинентальне страхуванням цін за станом на 1 січня 2004 (20 осіб)	55
3.	Створення інформаційної бази для роботи на ринку фінансового капіталу	75
4.	Створення фінансових інституцій 4.1 – центри інвестиційного проектування 4.2 – компанія з цінних паперів 4.3 – спеціалізований реєстратор 4.4 – велика фінансово-промислова компанія 4.5 – вексельний центр 4.6 – пайовий інвестиційний фонд з регіональною мережею 4.7 – страхова компанія з регіональною мережею 4.8 – пенсійний фонд з регіональною мережею	55 300 700 950 1000 300 600 600 600
	Всього	5520
	Резервний фонд забезпечення діяльності підприємства на ринку фінансового капіталу	552
	Підсумок	6072

\* Видатки розраховано з урахуванням оптимально допустимих (доцільних) внесків.

Зіставлення початкових грошових затрат на створення інфраструктури підприємства для діяльності підприємства на ринку фінансового капіталу із прогнозованим обсягом залучених на підприємство грошових ресурсів на основі випуску цінних паперів за нашою моделлю дає приблизне співвідношення 1:90, тобто на 1 грн., вкладену у створення власної фінансової інфраструктури, можна залучити 90 грн. фінансових ресурсів для розвитку підприємства. Досягнути такого показника цілком реально при нормальній роботі фінансової структури підприємства на ринку фінансового капіталу України.

#### **3.4.6.3. Розрахунок кількості залученого персоналу**

В оптимальному випадку підприємство повинно створити 9–10 нових організаційних структур – фінансових інституцій з відповідними регіональними мережами. Тут маємо справу з формуванням нової фінансової системи підприємства для сучасного забезпечення його основної діяльності. На нашу думку, кожну організаційну одиницю досить наповнити 20-30 особами у початковий період становлення, зокрема, 200–300 осіб – кадровий склад дочірніх фінансових інституцій, апарат холдингів і фінансово-промислових груп; 100 осіб – чисельність працівників філій і регіональних мереж; у підсумку маємо 300–400 осіб – персонал, зайнятий у фінансовій інфраструктурі великого підприємства (об'єднання підприємств) у початковий період її становлення у 1999–2001 рр.

Як правило, використання працівників підприємства (наприклад, з його фінансового відділу) є недостатньо ефективним, оскільки вони, як правило, зайняті поточною роботою, тому збільшення чисельності персоналу новостворюваної структури є виправданим з точки зору

високої фінансової віддачі через 1–2 роки.

### **3.4.7. Етапи виходу підприємства на фондовий ринок (програма дій)**

З досвіду відомо, що бажання створювати й удосконалювати нові довготермінові програми потрібно перетворити на практичне розв'язання конкретних проблем, спрямованих на прискорений вихід підприємства на ринок цінних паперів, тому звернемо увагу на основні етапи цього процесу:

- створити на підприємстві управління інвестиційної політики;
- створити відділ цінних паперів; якщо ж він уже існує – зміцнити його кадровий потенціал 5–10 особами; дочірнім чи афілійованим компаніям радимо створити у себе відділи цінних паперів чисельністю до 5–7 осіб;

- розробити довготермінові документи щодо інвестиційної політики підприємства, програми діяльності підприємства на ринку фінансового капіталу (на 1–3 роки);

- підготувати детальний бізнес-план для втілення зазначених інвестиційної політики підприємства, програми діяльності підприємства на ринку фінансового капіталу, у якому:

- 1 – визначити головні об'єкти і структурні підрозділи, з яких розпочнеться їх реалізація;

- 2 – визначити 1–3 великих інвестиційних проекти, під які буде випущено цінні папери підприємства;

- 3 – встановити перелік інвестиційних та інших інституцій, які буде створено у наступному році при підприємстві та у спільній власності з дочірніми і суміжними компаніями;

- 4 – сформулювати конкретні завдання розробки, придбання й розташування замовлень щодо методичного та інформаційного забезпечення, галузевих нормативних актів (проектів наказів, розпоряджень тощо);

- 5 – накреслити заходи зі створення реєстратора чи перейти на обслуговування до наявного реєстратора;

- 6 – визначити завдання щодо залучення грошових ресурсів через ринок цінних паперів;

- 7 – розробити завдання зі створення і втілення типових схем операцій з державними цінними паперами, сертифікатами й векселями, типових вимог до договорів тощо.

### **3.4.8. Стадії програми виходу підприємства на ринок фінансового капіталу**

Стадії програми виходу підприємства на ринок цінних паперів і подальша діяльність на ньому визначаються можливістю втілення поданої вище фінансової інфраструктури підприємства, тому виокремимо з них, на наш погляд, три основних стадії стосовно: 1) створення організаційної структури, 2) створення кадрового, методичного та інформаційного забезпечення і 3) здійснення окремих фінансових операцій з цінними паперами (первинний ринок, вторинний ринок, депозитарно-розрахункова і реєстраторська структури, комунікаційне і комп'ютерне забезпечення).

### **3.4.9. Створення організаційної структури для роботи на ринку фінансового капіталу**

До нової організаційної структури входить створення управління інвестиційної політики підприємства, формування мережі фінансових та інвестиційних інституцій, що є у спільній власності підприємства та його дочірніх й афілійованих компаній, зокрема це стосується центру інвестиційного проектування, компанії – професійного учасника ринку фінансового капіталу, реєстратора цінних паперів, вексельного центру, фінансово-промислової компанії, холдингових структур, регіональних і цільових фінансово-промислових груп, інвестиційного й пенсійного фондів, страхової компанії тощо. Помітну роль у нарощуванні капіталів відіграє рекапіталізація інвестиційних інституцій та інституційних інвесторів, що перебувають у сфері впливу підприємства, диверсифікація їхньої діяльності й розширення переліку послуг, які надають підприємству сторонні установи та організації.

З досвіду відомо, що управління інвестиційної політики і вексельний центр підприємства слід створити у перший рік (по можливості відразу), переважна більшість інших інституцій стає дієздатними впродовж двох років, а холдингові структури, регіональні та цільові промислово-фінансові групи формуються впродовж п'яти років; процеси рекапіталізації і диверсифікації розпочинаються на другому році діяльності нової фінансової інфраструктури підприємства і тривають до п'яти років.



### **3.4.10. Створення інформаційного, кадрового і методичного забезпечення**

Серед першочергових завдань підприємства – підготовка нормативних та організаційних актів і методичних матеріалів (планові й програмні документи, установчі та реєстраційні папери – за один рік, методики і типові положення – впродовж двох років з одночасною підготовкою початкової групи спеціалістів, які мають кваліфікаційні атестати на право здійснення операцій з цінними паперами); створення інформаційно-аналітичної бази триває до п'яти років.

### **3.4.11. Здійснення окремих фінансових операцій з цінними паперами. Первинний ринок цінних паперів**

Фінансові операції з цінними паперами передбачають:

1) створення внутрішньої системи постійної підготовки інвестиційних проектів (тривалість – за один рік);

2) втілення кількох великих пілотних проектів емісії цінних паперів під інвестиційні проекти, що стосуються реструктуризації підприємства (тривалість – два роки);

3) серійна емісія цінних паперів під інвестиційні проекти, створені у внутрішній системі постійної підготовки останніх (тривалість – з другого року діяльності впродовж наступних п'яти років);

4) координація після приватизаційних емісій з метою збереження цілісності підприємства і системи контролю за ним (тривалість – з другого року діяльності впродовж наступних п'яти років);

5) координація емісії і розподілу акцій для формування галузевих і міжгалузевих промислово-фінансових груп і холдингів, в яких бере участь підприємство (тривалість – з другого року діяльності впродовж наступних п'яти років);

6) організація проектів вексельної емісії для зниження гостроти кризи неплатежів і для залучення додаткових грошових ресурсів на основі випуску комерційних цінних паперів (фінансових векселів) – тривалість відповідно два роки і з другого року – впродовж наступних п'яти років;

7) при наявності коштів у працівників підприємства можливою стає організація випуску житлових сертифікатів та облігаційних позик для здійснення внутрішньої програми інвестицій у житлове будівництво та інші види діяльності стосовно соціальної сфери (тривалість – до п'яти років);

8) організація випуску і гарантування товарних ф'ючерсних та

опціонних контрактів під продукцію підприємства (на третьому–п'ятому році діяльності на ринку фінансового капіталу).

### **3.4.12. Вторинний ринок цінних паперів**

Створення ліквідного ринку акцій та інших цінних паперів підприємства полягає у проходженні процедур лістингу, допуску у позабіржові торгові системи, здійсненні впливу на курс акцій у межах, дозволених законодавством, робота з цінними паперами підприємств-конкурентів тощо. Відомо, що на створення біржового ліквідного ринку підприємство може розраховувати при вдалій діяльності, починаючи з другого року і в наступних три роки, а позабіржовий – впродовж усіх початкових п'яти років.

Захист інтересів підприємства у стосунках із галузевим центром, що виконує комерційне управління портфелями цінних паперів акціонерних товариств, які є у державній власності, та створення стандартних схем операцій з казначейськими зобов'язаннями та іншими державними цінними паперами, що надходять на підприємство замість безпосереднього фінансування з бюджету, здійснюються переважно впродовж двох–трьох років, а при необхідності – довше (залежно від інвестиційної стратегії підприємства).

### **3.4.13. Інвестиції у цінні папери**

Вони проявляються у трьох основних видах: 1 – створення мережі дочірніх компаній і структур, а також компаній, що перебувають у сфері виробничого впливу та пов'язані з основною продукцією підприємства; 2 – створення системи забезпечення майнових інтересів і заохочення керівництва (вищого менеджменту) підприємства; 3 – створення стандартних схем короткотермінового інвестування тимчасово вільних грошових засобів у державні та інші цінні папери, що мають високу ліквідність і достатню прибутковість; всі три види стосуються підприємства у більш-менш пропорційному представленні впродовж перших п'яти років діяльності, а потім вже визначаються ті, що найбільше відповідають специфіці підприємства зокрема.

### **3.4.14. Депозитарно-розрахункова і реєстраторська інфраструктура, комп'ютерна мережа і комунікаційне забезпечення**

Тут визначальним є входження у депозитарні та розрахунково-клірингові системи, що забезпечує виконання для підприємства адміністративно-технічних функцій під час діяльності на ринку фінансового капіталу.

### **3.5. Програма виходу і діяльності підприємства на ринку фінансового капіталу**

Дану програму готують, як правило, або у вигляді самостійного документа, або розділу в «Інвестиційній політиці підприємства».

#### **3.5.1. Основні положення програми**

Програму готують на термін 1–5 років; вона складається, як правило, з таких основних частин:

1 – цілі виходу підприємства на ринок фінансового капіталу (аналіз фінансових аспектів та особливостей господарського стану підприємства; оцінка нестачі грошових ресурсів для конкретних завдань реконструкції, реструктуризації і подальшого розвитку; аналіз можливих джерел залучення ресурсів, у тому числі через ринок цінних паперів; встановлення завдань з доходів підприємства, отриманим від інвестування коштів у цінні папери, а також із нагромадження грошових засобів для конкретних об'єктів інвестування тощо);

2 – політика підприємства на ринку цінних паперів (визначення головних засад, що відображають ступінь агресивності чи консервативності підприємства на цьому ринку; встановлення кількісних та якісних обмежень щодо інвестування коштів і зосередження ризиків, пов'язаних з подібним інвестуванням; структурування акціонерного капіталу та уточнення співвідношення акцій і боргових цінних паперів, терміновості й дохідності залучених ресурсів; визначення маржі між відсотком за борговими цінними паперами і дохідністю від інвестування грошових засобів, залучених на основі їхнього випуску, тощо);

3 – конкретні види цінних паперів та операції з ними, які здійснюватиме підприємство (вибір цінних паперів та операцій, які розвиватимуться поетапно, щоб можна було підготувати програму поступового і ритмічного розвитку діяльності відділу цінних паперів; установа заборон на види операцій і торгових інструментів, які є винятково ризикованими і не входять до сфери інтересів підприємства; окреслення спеціалізації відділу цінних паперів підприємства і тих операцій, які виконуватимуться поза його межами і будуть передані дочірнім або уповноваженим інституціям тощо);

4 – конкретні інвестиційні проекти, фінансові схеми та емісії, що впроваджують впродовж перших двох років (завдання з приросту акціонерного капіталу, вексельні схеми та завдання зі зниження платежів; визначення конкретних будівельних об'єктів під емісії;

проходження лістингу тощо);

5 – організаційна структура підприємства для роботи з цінними паперами (відділ цінних паперів; початкова і подальша чисельність його штату; функції та операції, які він виконуватиме в початковий і подальший періоди; його внутрішня структура; програма створення фінансових інституцій пов'язаних з підприємством; укладання угод з обслуговування (або визнання статусу уповноважених) з відповідними банками й брокерами з цінних паперів);

6 – методичні та розпорядні матеріали (конкретні методики, положення, накази, які слід підготувати й видати; терміни; відповідальні виконавці тощо);

7 – видатки і джерела їх покриття (кошторис видатків, необхідних для виходу підприємства на ринок цінних паперів; поквартальне його узгодження з відповідною програмою створення відділу цінних паперів, дочірніх інституцій, підготовки перших проектів тощо);

8 – основні стадії втілення програми (зведення основних робіт і проектів, вказаних у попередніх розділах, в єдиний план заходів із зазначенням відповідальних осіб і виконавців, структурних підрозділів тощо).

Програму затверджують наказом по підприємству, у якому вказують осіб і структурні підрозділи, відповідальних за її виконання; потім у ньому йтиме мова про створення управління інвестиційної політики підприємства чи іншої робочої групи для організації виконання цієї програми.

### **3.5.2. Вимоги до підготовки програми**

Суттєвими є наступні вимоги, які слід або виконати, або принаймні визначити:

1 – цілі розвитку підприємства, визначені керівництвом (розробка програм повинна починатися з аналізу задумів і планів розвитку, прийнятих на підприємстві);

2 – результати аналізу поточної нестачі фінансових засобів для підтримання діяльності підприємства, різницю між фінансовими потребами на реструктуризацію й розвиток та реально виділеними грошовими ресурсами для цих напрямків (при нагоді зазначимо, що питання фінансового забезпечення програми розвитку на більшості підприємств, як правило, не опрацьовують, тому існує розбіжність між фінансовими потребами, визначеними з точки зору керівництва (директорату), і наявними джерелами їх покриття);

3 – особливості характеру, ступінь підприємницької агресивності (консервативності, розважливості) керівника, його справжні наміри і цілі (на практиці не відображають на документальному чи тезовому рівні), його методи управління як втілення намірів і цілей (підкреслимо, що спроба створити програму діяльності підприємства на ринку цінних паперів, яка не узгоджується з психологічними характеристиками і соціальним станом керівника, є нежиттєздатною, і, більше того, може призвести не тільки до заплутаних тактичних і невизначених стратегічних напрямків діяльності підприємства, а й до безпосередніх збитків, зумовлених, наприклад, вимогою змінити керівництво для реструктуризації підприємства в сучасних умовах);

4 – майнові та інші причини конфліктів інтересів керівництва (вищих менеджерів) підприємства (дана програма повинна врівноважувати погляди керівництва різних рівнів підпорядкованості на цілі й засоби втілення основних напрямків розвитку підприємства, сприяти їхньому налагодженню в оптимальних межах, прийнятних і для керівництва, і для працівників підприємства, і для його власників).

### **3.5.3. Інформаційне та організаційне забезпечення підготовки програми**

Наявність такого забезпечення, здійсненого з використанням сучасних кадрових і технічних засобів, дасть змогу створити програму виходу на ринок цінних паперів відповідно до конкретного фінансового-господарського стану підприємства, його цілей і ресурсів. Основою гнучкого підходу є врахування на підприємстві думок і можливостей керівників різних рівнів, створення узагальненого бачення майбутньої діяльності, що повинно бути фактично відображеним у програмі як документі. На нашу думку, розширення повноважень групи керівних працівників, які дістали додаткову економічну підготовку для роботи на фондовому ринку, дає змогу наочніше визначитися іншим керівникам і залагодити сумнівні питання з колегами, а не підлаштовуватися під швидкозмінні кон'юнктурні міркування.

До інформаційного забезпечення входять:

1 – плани приватизації, визначені на головному підприємстві, дочірніх та афілійованих компаніях, для колишніх підприємств державної форми власності тощо;

2 – статuti головного підприємства, дочірніх та афілійованих компаній тощо;

3 – структура капіталу за акціонерами (чисельність і склад акціонерів як фізичних осіб, виокремлення адміністрації й керівництва акціонерного товариства та основного трудового колективу);

4 – дочірні та інші фінансові й комерційні інституції, учасником яких є підприємство, партнери як із виробництва, так і з іншої діяльності;

5 – річні бухгалтерські звіти (оптимально – за останніх п'ять років), квартальні звіти поточного року, коли готують дану програму;

6 – обсяг і структура бюджетного фінансування (якщо воно є для підприємства) за останніх три роки, а також на поточний і наступний роки (відносно згаданої програми);

7 – обсяг і структура заборгованостей і неплатежів (із відповідним переліком кредиторів і дебіторів підприємства);

8 – дочірні та афілійовані компанії, що мають статус неперспективних і підлягають закриттю, банкрути чи на межі банкрутства;

9 – власна інвестиційна програма (в оптимальному випадку її узгоджують із галузевою інвестиційною програмою, якщо така існує) із зазначенням першочергових об'єктів та об'єктів інвестицій на наступний рік і в перспективі на 3–5 років (середньо- і довготермінові показники);

10 – структура реалізації і споживання основної продукції підприємства, партнери і суміжники як із виробництва, так і з діяльності на ринку цінних паперів;

11 – вартісні показники: обсяг виробництва, прибутковість, структура джерел і вкладення коштів, неплатежі по всіх дочірніх та афілійованих компаніях і підприємствах;

12 – концепції і програми розвитку, затвержені на підприємстві;

13 – державні та регіональні програми розвитку, у яких бере участь підприємство (обсяг і види робіт, інвестицій, наявні джерела фінансування і матеріально-технічного забезпечення тощо);

14 – грошові ресурси основних споживачів продукції, партнерів і суміжників, працівників підприємства; вільні фінансові ресурси, що формуються на регіональному рівні; потенційні інвестори; оцінка грошових засобів, що можуть бути вкладені у підприємство особами, які так чи інакше пов'язані з ним як із фінансово-господарською одиницею.

На нашу думку, організаційне забезпечення, слід розпочати зі

створення постійно діючої робочої групи (5–7 осіб), до якої входять представники підрозділів підприємства, які відповідають за його розвиток, капітальне будівництво та інвестиції, фінансове забезпечення, а також інвестиційний консультант – спеціаліст, запрошений для створення й втілення програми виходу підприємства на ринок цінних паперів.

#### **3.5.4.1. Тематичний покажчик основних нормативних актів, які регулюють діяльність підприємства на ринку цінних паперів України**

Сюди відносять наступні документи:

- закони і постанови Верховної Ради України;
- укази Президента України;
- постанови Кабінету Міністрів України;
- нормативні акти (накази, розпорядження, листи тощо) Міністерства фінансів України;
- нормативні акти (листи, розпорядження, доповнення тощо) Національного банку України;
- нормативні акти (положення, розпорядження, листи тощо) Фонду державного майна України;
- нормативні акти (накази, розпорядження, рекомендації, листи тощо) інших державних органів України (зокрема, Державної комісії з цінних паперів і фондового ринку України, ДКЦПФРУ);
- нормативні акти загального порядку.

#### **3.5.4.2. Скорочений тематичний покажчик**

Види цінних паперів: акції та облігації; державні боргові зобов'язання; депозитні та ощадні сертифікати; векселі; чеки; похідні цінні папери; цінні папери в іноземній валюті; виготовлення і ввіз бланків цінних паперів.

#### **3.5.4.3. Учасники ринку цінних паперів і регулюючі органи**

До них належать:

- брокерсько-дилерські компанії;
- інститути спільного інвестування;
- банки (статус);
- фінансово-промислові групи і холдинги;
- фондові біржі і фондові відділи товарних бірж;
- депозитарії і розрахунково-клірингова мережа;

- реєстратори;
- державні органи, що регулюють ринок цінних паперів (статус);
- ліцензування й контроль інвестиційних інституцій і фондових бірж;
- атестація спеціалістів, які працюють на ринку цінних паперів;
- саморегульовані організації.

#### **3.5.4.4. Випуск та обіг цінних паперів, облік і звітність**

До них відносять:

- випуск та обіг цінних паперів у процесі приватизації (загальні питання);
- галузеві особливості випуску та обігу цінних паперів у процесі приватизації;
- випуск та обіг цінних паперів, не пов'язаних із приватизацією; захист інвесторів;
- довірчі операції;
- облік і звітність за операціями з цінними паперами.

#### **3.5.5. Орієнтовний розрахунок початкових грошових видатків, необхідних для створення власної фінансової інфраструктури і виходу підприємства на ринок цінних паперів**

1. Зробимо приблизний розрахунок видатків на організаційний супровід, розробку основних нормативних документів і методичних матеріалів, інвестиційне консультування. Припустимо, що 15 – це орієнтовна кількість нормативних актів і програм, методичних та організаційних документів, необхідних для виходу підприємства на ринок цінних паперів. Усереднена ціна одного нормативного акту в доларовому еквіваленті становить 2000 дол. США, при цьому враховано, що частина нормативних документів і методичних матеріалів купують як готовий юридично опрацьований продукт, без розробки власними силами. Тому:  $2000 \text{ дол. США} \times 15 = 30000 \text{ дол. США}$ .

Інвестиційне консультування впродовж двох років, виходячи з оплати 1–2 інвестиційних консультантів з урахуванням відрядних та інших подібних затрат, становить 1000 дол. США на місяць. Тому:  $1000 \text{ дол. США} \times 12 \text{ (і ж\у\о\ж)} \times 2 \text{ (д\і\е\е)} = 24000 \text{ дол. США}$ .

У підсумку отримаємо:  $30000 \text{ дол. США} + 24000 \text{ дол. США} = 54000$



дол. США або приблизно 286 тис. грн. (за станом на 1 січня 2004 р.).

2. Видатки на підготовку початкової групи спеціалістів, які мають класифікаційний атестат (кваліфікаційне свідоцтво) щодо операцій з цінними паперами, становитимуть 700 дол. США на особу за 90-годинний навчальний курс з урахуванням відрядних та інших подібних видатків, оплати за іспит тощо. Припустимо, для підготовки маємо 20 осіб, тоді: 700 дол. США x 20 = 14000 дол. США або приблизно 74 тис. грн. (за станом на 1 січня 2004 р.).

3. Видатки на створення початкової інформаційної бази для діяльності підрозділів підприємства на ринку цінних паперів (оплата доступу до інформаційної мережі з цінних паперів, створення інформаційного фонду, передплата спеціалізованих видань, випуск бюлетеня, видання нормативних документів і методичних матеріалів та їх розповсюдження та ін.) становитимуть за два роки, на наш погляд, 20000 дол. США або приблизно 106 тис. грн. (за станом на 1 січня 2004 р.).

4. Початкові видатки на формування дочірніх фінансових структур та їхніх акціонерних капіталів (див. параграф 3.3), а саме, щоб створити: 1 – центр інвестиційного проектування, 2 – професійного учасника ринку цінних паперів (фінансовий брокер; інвестиційна компанія, що перебуває у дочірній власності), 3 – спеціалізованого реєстратора, 4 –

№	Назва дочірньої фінансової структури (компанії)	Початковий статутний капітал, тис. грн.	Видаток, тис. грн.	Сума, тис. грн.
1	Вексельний центр	100	200	300
2	Фінансовий брокер, інвестиційна компанія	500	200	700
3	Спеціалізований реєстратор	750	200	950
4	Вексельний центр	100	200	300
5	Фінансово-промислова компанія	800	200	1000
6	Інститут спільного інвестування	500	100	600
7	Страхова компанія	500	100	600
8	Пенсійний фонд	500	100	600
	<b>Всього</b>	<b>3750</b>	<b>1300</b>	<b>5050</b>

Організаційні видатки і підтримуюче фінансування. Орієнтовні затрати представлено в таблиці 3.4

**Розрахунок початкових грошових видатків, необхідних для створення власної фінансової структури**

\* Видатки розраховано з урахуванням оптимально допустими (доцільних) внесків.

Підсумовуючи усі видатки, в межах нашого підходу до моделювання виходу великого підприємства на ринок фінансового капіталу отримаємо приблизну суму, необхідну для цього – 5 млн. 365 тис. грн. (за станом на 1 січня 2004 р.). На нашу думку, коли мова йде про м. Київ та інші великі міста, то перелічені видатки слід принаймні помножити на коригуючий коефіцієнт 1,5–2,5.

Зауважимо, що у такому вигляді представлена концепція та основні напрямки для підготовки програми виходу підприємства на ринок фінансового капіталу, зазначені принципи й стратегічні аспекти проблеми. Процес втілення нашої моделі зможе сприяти суттєвому розширенню фінансування реструктуризації та відновлення економічного розвитку підприємства.

Залучення фінансових ресурсів через ринок фінансового капіталу, створення фінансової інфраструктури підприємства, яка б сприяла залученню і концентрації грошових засобів – ось дві стратегічні лінії у діяльності підприємства на сучасному етапі з метою забезпечення поступального розвитку.

### 3.6. Оптимізація ризиків в інвестиційній діяльності підприємств

Потреба створення фондового відділу підприємства (АТ) – це відображення сучасного підходу в діяльності на ринку фінансового капіталу. Його основні функції наступні: вирішення питань викупу основних засобів, землі, вдосконалення відносин власності, а також проблеми діяльності на ринку фінансового капіталу: ефективно розміщення вільних коштів підприємства (АТ) та коштів його працівників шляхом участі в інвестуванні. У випадку, коли підприємство виходить на фінансовий ринок як суб'єкт господарювання з відповідними можливостями нарощування власності й збільшення власного майнового комплексу, першочерговою концепцією стає інвестиційний напрямок діяльності підприємства (АТ) на ринку фінансового капіталу.

Розглянемо роботу фондового відділу щодо ефективного вкладення тимчасово вільних фінансових ресурсів підприємства (АТ) для втілення власної стратегічної програми інвестицій (див.: Положення про фондовий відділ і Посадову інструкцію менеджера фондового відділу).

Основні напрямки роботи фондового відділу наступні:

- участь в аукціонах та інвестиційних конкурсах;
- формування пакетів акцій підприємств через позабіржовий ринок шляхом внутрішнього скуповування акцій у працівників підприємств та їх акціонерів;
- створення самостійних господарських одиниць з пайовою участю підприємства (АТ) з метою отримання додаткового прибутку, забезпечення диверсифікації виробництва і діяльності, розвитку достатньої соціальної інфраструктури підприємства (АТ) у місці його розташування;
- інвестиційний пошук привабливих емітентів, дослідження та аналіз фінансово-економічного стану господарських підрозділів підприємства (АТ);
- участь в управлінні компаніями, активи яких є в інвестиційному портфелі підприємства (АТ).

Сучасне підприємство, як правило, володіє великим інвестиційним портфелем, тобто пакетами акцій інших компаній, бере участь у статутному капіталі різних господарських одиниць та об'єднань, у спільних підприємства (АТ) тощо. Галузева характеристика цього портфеля доволі багатогранна: машино- і приладобудування, будівництво, постачання нафто- і газопродуктів, сфера обслуговування, транспортні перевезення та агропромислові підприємства (АТ). Саме

така диверсифікація дає змогу гнучко реагувати на кон'юнктуру ринку фінансового капіталу.

Важливою складовою діяльності фондового відділу є аналітична робота, яка дає змогу належно досліджувати фінансово-економічний стан господарських суб'єктів, пакетами акцій яких володіє підприємство, а також оптимізації можливих фінансових ризиків. Частина акцій інвестиційного портфеля використовується для спекулятивних операцій на фондовому ринку.

Управління фінансовими ризиками, пов'язаними з формуванням капіталу, передбачає: 1) ідентифікацію та оцінку рівня ризиків; 2) управління мінімізацією фінансових ризиків; в) управління страхуванням фінансових ризиків<sup>1</sup>. Ризик – це ймовірність настання події, пов'язаної з можливими фінансовими втратами чи іншими негативними наслідками для діяльності підприємства (компанії)<sup>2</sup>. Прийняття на себе ризиків за відповідну винагороду (премію за ризик) традиційно належить до сфери діяльності банків<sup>3</sup>.

М. І. Крупка досліджує класифікацію основних видів підприємницьких ризиків в інноваційній сфері – за можливостями страхування, диверсифікації, сферою виникнення, тривалістю впливу, ступенем правомірності, допустимості, природою виникнення, масштабами тощо<sup>4</sup>.

Підприємство (АТ) повинно намагатися реалізувати певну кількість інвестиційних проектів саме з власних джерел фінансування, незважаючи на те, що в сучасних умовах підприємству доволі важко створити власну систему інвестиційної діяльності, яка б дозволила відновлювати активну частину основних фондів, впроваджувати передову технологію та освоювати випуск нових конкурентоспроможних виробів і надання відповідних послуг на належному рівні.

Враховуючи, що інвестиції – це вид вкладання засобів (насамперед фінансових) для розширення і вдосконалення виробничої та іншої

---

<sup>1</sup>Бланк І. А. Управление формированием капитала. К.: «Ника-Центр», 2000. – Серия «Библиотека финансового менеджера»; Вып. 4 – С. 79.

<sup>2</sup>Алексеев Л. М. Олексієнко В. М. Економічний тлумачний словник: власність, приватизація, ринок цінних паперів (українсько-англійсько-російський). – Тернопіль: Астон, 2003. – С. 540.

<sup>3</sup>Кредитний ризик комерційного банку: Навч. посіб. / В. В. Вітлінський, О. В. Пернарівський, Я. С. Наконечний, Г. І. Великоіваненко; За ред. В. В. Вітлінського. – К.: Т-во КОО, 2000. – С. 19.

<sup>4</sup>Крупка М. І. Фінансово-кредитний механізм інноваційного розвитку економіки України. – Львів: Видавничий центр Львівського національного ун-ту імені Івана Франка, 2001. – С. 305.

діяльності підприємства (АТ), поліпшення її результативності, підприємство розпочинає цей складний процес саме з визначення потреби в інвестиціях та їх оптимального використання. З формальної точки зору, підготовка інвестиційного проекту, програми або бізнес-плану з подальшим виокремленням джерел фінансування і програми практичного втілення інвестицій є вихідними положеннями для інвестиційної процедури загалом.

Для характеристики (ранжування) інвестицій у світовій практиці використовують два критерії – цільовий і кількісний. З точки зору кількісного критерію інвестиційні проекти поділяються на великі і малі. Останні та внутрішні інвестиційні проекти, як правило, фінансуються за рахунок власних ресурсів підприємства (АТ), а за більшими – великими – слід провести цільове структурування для визначення обсягів інвестицій і рівня ризику за кожною стадією інвестиційної програми. Розглянемо три види ризиків, які суттєво впливають на терміни окупності інвестицій:

- 1 – ризик, зумовлений попитом на продукцію і послуги підприємства (АТ);
- 2 – ризик, зумовлений технологічними процесами на підприємстві;
- 3 – ризик, зумовлений непередбачуваністю дій реальних і потенційних конкурентів.

Перший вид ризику залежить від ринкової кон'юнктури та поінформованості підприємства (АТ) про її стан, другий – від можливостей підприємства (АТ) у використанні новітніх технологій на своєму виробництві, третій – від протидії конкурентів (причому, на нашу думку, в даний час такий ризик є найбільш небезпечним).

Для докладнішого розгляду ризиків можна виокремити певні чинники їхнього впливу на основі цільового опрацювання інвестиційної програми підприємства (АТ): 1) оновлення обладнання; 2) вдосконалення організації та раціоналізація виробництва і надання послуг; 3) збільшення виробничих потужностей і загальний розвиток підприємства (АТ) як господарської одиниці; 4) науково-дослідні та експериментально-конструкторські розробки; 5) диверсифікація або випуск нової продукції. Так, при оновленні обладнання маємо справу з технологічним ризиком у випадку незмінності структури та обсягів виробництва, товарного сегмента ринку для підприємства (АТ). Рівень ризику набагато вищий при інвестуванні в науково-дослідні розробки та в освоєння випуску нових виробів чи надання нових видів послуг, оскільки тут наявна так звана ринкова невизначеність щодо можливих обсягів реалізації на ринку нових товарів чи послуг. Зауважимо, що в умовах економічної

нестабільності в Україні важко оцінити інвестиційні ризики при швидкозмінному законодавчому полі підприємницької діяльності (це стосується переважно переліку податків і видів бухгалтерської звітності).

Досвід втілення кількох інвестиційних програм дасть змогу отримати результати щодо їх об'рунтованості й відповіді на запитання, наскільки вони були доцільними і наскільки їхні наслідки відповідають плановим показникам. Наприклад, програма розширення випуску товарів народного споживання не матиме сьогодні швидкої віддачі через низьку платоспроможність населення та велику насиченість вітчизняного ринку відповідною кількістю іноземної продукції. Комерційна невдача на першій стадії реалізації інвестицій, як правило, зумовлюється недостатністю реклами і зусиль щодо просування товару на ринок, проте накреслені соціально-психологічні завдання втілення даного інвестиційного проекту можна виконати завдяки створенню нових робочих місць, підвищенню кваліфікації працівників та інтенсифікації їхньої роботи.

Велике підприємство, як правило, може зважитися на придбання за власні кошти лінії чи міні-заводу з виробництва молочних, хлібобулочних і кондитерських виробів, хімчищення чи прання для задоволення потреб своїх працівників, тим більше, що ризик подібних інвестицій невеликий, а віддача – прогнозована, оскільки ціни на власні товари будуть нижчими (зокрема, немає посередницьких і торговельних націнок).

З досвіду досліджень відомо, що інвестиційна політика повинна враховувати наявність регіональних і державних маркетингових програм, що дає змогу зрозуміти і врахувати саме місцеві особливості у діяльності підприємства (АТ). В основу будь-якої стратегії закладають можливість у дечому поступитися з одночасним використанням місцевих переваг, тому визначення того, що може даний регіон запропонувати на ринок, у чому його переваги перед іншими – перший успішний крок у маркетинговій віддачі від інвестицій підприємства (АТ). Необхідні умови для цього – наявність сучасної інформаційної бази соціально-економічних і статистичних даних та вдало виконана вибірка чинників для прийняття оптимального рішення. Особливу увагу слід звернути на ринок праці та високотехнологічне виробництво регіону, на систему податкових пільг і присутність потенційних інвесторів як в регіоні, так і на державному рівні.

Важливою складовою діяльності підприємства (АТ) на фондовому ринку з метою залучення нових інвестицій є належно оформлений бізнес-план – чітко структурований документ, що описує цілі та засоби

інвестиційної політики підприємства (АТ), очікувані результати і переваги інвестування саме у це підприємство. Бізнес-план сприймається як широко відома форма ознайомлення потенційних інвесторів з проектом, у якому їм пропонується взяти участь, тобто є передумовою вдалого діалогу з інвесторами.

Бізнес-план як підстава інвестиційного проекту та комерційні інвестиційні пропозиції – це документи, важливі не тільки для зовнішніх інвесторів, а й для менеджерів підприємства (АТ), що дозволяють ліпше усвідомити та визначити власну діяльність і перспективи її розвитку, передбачити і запобігти різним кризовим обставинам. Крім цього, вони дають змогу керівництву продуктивніше управляти підприємством, оскільки і бізнес-план, і відповідні інвестиційні пропозиції конкретизують поточні й довготермінові цілі діяльності в цілому. Нам видається доречним запрошувати третіх осіб (консалтингові фірми) для оцінки готових бізнес-планів або створювати останні на конкурсних засадах, що підвищить їхню ефективність як з огляду представлення, так і подальшого втілення.

Інвестиції у збільшення обсягів виробництва товарів і надання послуг ризикують стати збитковими при недостатньому або суто формальному вивченні ринку, його потенційних ємнісних можливостей, перспектив розвитку, майбутніх запитів і потреб споживачів товарів і послуг. Тому цей розділ бізнес-плану повинен окреслити місце підприємства (АТ) на ринку, можливості появи нових конкурентів, сильні й слабкі сторони власної діяльності і конкурентів.

Перелічимо питання, на які бажано дати відповідь у бізнес-плані підприємства (АТ): 1) основні покупці й споживачі товарів і послуг; 2) чому вони купуватимуть продукцію даного підприємства (АТ), а не підприємств-конкурентів; 3) ціни та умови реалізації; 4) сукупність дій для перетворення потенційного споживача у реального покупця; 5) методи організації об'єктивної реклами для збільшення привабливості й відповідного продажу товарів і послуг підприємства (АТ).

На жаль, більшість питань стосовно стратегії маркетингу залишаються без відповіді (через обмеженість можливостей підприємства (АТ) і неспроможність залучених виконавців), тому для комерційного успіху інвестиційного проекту потрібно все таки спробувати спрогнозувати обсяг продажу в умовах невизначеності зовнішнього середовища ринку і зосередитися на апробованій стратегії, зручній саме для підприємства (АТ).

У фінансовій частині бізнес-плану подають схему повернення пози-

чених коштів (принаймні, за основними положеннями інвестицій). Їх зображують кольоровими діаграмами, цифровими таблицями, в яких висвітлені економічні показники ефективності інвестиційного проекту. Підкреслимо, що у більшості випадків ці наочні дані важко перевірити, тому для достовірності слід відобразити принаймні структуру видатків, необхідні ресурси і способи повернення залучених коштів.

Новим напрямком у діяльності підприємства (АТ) у сучасних умовах є оцінка ризиків при втіленні інвестиційних проектів і роботі на ринку фінансового капіталу. У більшості випадків оцінка ризиків відбувається на інтуїтивно-практичному рівні із зазначенням можливих несприятливих умов реалізації та відповідного їх безпосереднього чи опосередкованого впливу на терміни та обсяги виконання проекту і можливість повернення залучених коштів. Уміле впровадження принципів інвестиційної діяльності на підприємстві дасть змогу у короткі терміни оновити морально і фізично застаріле обладнання, збільшити обсяг виробництва товарів і надання послуг, спрямувати інвестиції у ті чи інші сфери діяльності, зокрема щодо обсягів амортизаційних відрахувань за активною частиною основних фондів.

Найскладнішим питанням управління фінансами підприємства (АТ) є пошук фінансових джерел інвестування діяльності, особливо після здійснення приватизації підприємства (АТ). На практиці залучення капіталу втілюється, як правило, через емісію акцій з урахуванням можливого виникнення ризику у власників і керівництва підприємства (АТ) втрати контролю над акціонерним капіталом внаслідок зміни структури акціонерів.



Крім зазначених, є ще інші інвестиційні ризики, пов'язані з визначенням ціни акцій, зміною курсу долара (євро) у період розміщення акцій, а також ризик правильного вибору інвестора, ризик напрямів і масштабів рекламної кампанії тощо. Це призводить до того, що більшість підприємств (АТ) не наважуються на другу емісію, незважаючи на стабільність у діяльності і достатню ліквідність акцій. Для успішної діяльності підприємства (АТ) його керівництву та акціонерам потрібно визначитися щодо стратегічного напрямку діяльності з опляду на те, що поступове збільшення статутного капіталу шляхом систематичних емісій акцій – важливий спосіб виходу та утвердження на ринку фінансового капіталу.

## 2. Фондовий відділ підприємства (АТ)

### 3. Положення про фондовий відділ

#### ЗАТВЕРДЖУЮ Генеральний директор

\_\_\_\_\_

(і їі єñ)

\_\_\_\_\_

(і ðçàèù à ò à ř öæéè)

\_\_\_\_\_ 200\_\_ р.

(і . і .)

### ПОЛОЖЕННЯ про відділ фондів та управління майном підприємства (АТ)

#### 1. Цілі

1.1. Відділ фондів та управління майном (далі – Відділ) створено для аналізу поточного стану фондового ринку, визначення основних напрямків інвестиційної діяльності, придбання майна і майнових прав, участі у становленні й функціонуванні нових господарських суб'єктів з метою зміцнення економічного становища і прибутковості підприємства (АТ).

1.2. Відділ вивчає стан підприємства (АТ) як суб'єкта ринкових відносин і розробляє рекомендації щодо налагодження зв'язків з іншими суб'єктами господарювання.

1.3. Напрямки діяльності Відділу ґрунтуються на комплексному фінансово-економічному аналізі наявної і модельованої систем управління підприємством (АТ) на основі розширення майнових та інших прав підприємства (АТ) в умовах сучасних ринків цінних паперів і нерухомості.

## **2. Загальні положення**

2.1. Відділ є самостійним структурним підрозділом підприємства (АТ), який перебуває у прямому підпорядкуванні генерального директора (голови правління АТ).

2.2. Керівник Відділу призначається на посаду генеральним директором (головою правління АТ).

2.3. Керівником Відділу призначається особа, яка має вищу освіту і стаж роботи у сфері організації управління не менше 5 (п'яти) років.

2.4. Діяльність Відділу регламентується законами і нормативно-правовими актами України, статутом і положеннями, що діють на підприємстві (АТ), наказами і розпорядженнями генерального директора (голови правління АТ).

2.5. Структура і штат Відділу затверджуються дирекцією підприємства (правлінням АТ).

## **3. Завдання**

3.1. Головними завданнями Відділу є:

– вдосконалення методології господарського механізму, розвиток відносин власності і підприємницької діяльності в сучасних умовах;

– створення гнучкої організаційної структури управління майном підприємства (АТ);

– формування системи взаємодії господарських суб'єктів, у заснуванні, становленні й функціонуванні яких бере участь підприємство (АТ);

– розробка положень, спрямованих на вдосконалення внутрішньої моделі фінансово-економічної діяльності підприємства (АТ), зміцнення його статусу в системі ринкових відносин;

– розробка і реалізація механізму втілення перелічених пропозицій;

– організація контролю за виконанням, спостереження та аналіз результатів втілення зазначених пропозицій.

## **4. Функції**

Відповідно до головних завдань Відділ виконує наступні функції:

4.1. Розробка нормативно-правових документів, що визначають функціонування нових форм господарської діяльності.

4.2. Вдосконалення організаційної структури управління, підвищення гнучкості та дієвості, усунення зайвого паралелізму в системі управління.

4.3. Модифікація стилю і методів керівництва, здійснення заходів щодо стимулювання трудової діяльності працівників і керівників

підрозділів підприємства (АТ).

4.4. Дослідження стану громадської думки, виконання контент-аналізів для підготовки прийняття управлінських рішень, формування сприятливого соціально-психологічного клімату на підприємстві (АТ).

4.5. Розробка методології зовнішньоекономічної діяльності підприємства, визначення форм і методів спільної діяльності із закордонними партнерами і суміжниками.

4.6. Розробка програм перебування закордонних делегацій, підготовка проектних (попередніх) контрактних та установчих документів і техніко-економічних об'рунтувань спільної діяльності.

4.7. Аналіз діяльності суб'єктів з іноземною участю, визначення основних напрямків інвестиційної політики.

4.8. Оформлення документів, спрямованих на визначення підприємства (АТ) як суб'єкту зовнішньоекономічної діяльності.

4.9. Здійснення та оформлення необхідних процедур щодо визначення надійності іноземних партнерів і суміжників.

4.10. Участь у підготовці та організація виставкової діяльності для просування продукції і послуг підприємства (АТ) на ринку, визначення сегментів товарного ринку, перспективних для підприємства (АТ).

4.11. Визначення основних напрямків маркетингових досліджень і рекламної діяльності для просування товарів і послуг підприємства (АТ) на ринку.

4.12. Участь у підготовці до видання інформаційних аудіо-, відео- і друкованих матеріалів (каталогів, проспектів) про підприємство (АТ), його продукцію і послуги.

4.13. Укладання консалтингових контрактів, організація системи перепідготовки керівників у сфері сучасного менеджменту.

4.14. Укладання договорів зі спеціалізованою організацією для здійснення перевірки і підтвердження річної фінансової звітності (зовнішній аудит).

4.15. Участь у розробці стандартів підприємства (АТ) з питань управління, підготовка пропозицій щодо розвитку автоматизації управлінської роботи і використання сучасної оргтехніки.

4.16. Діяльність на ринку фінансового капіталу і співпраця з його інституціями.

4.17. Оформлення документації та участь в аукціонах.

4.18. Вивчення складу та економічного становища емітентів та їхніх гарантів.

4.19. Аналіз кон'юнктури і специфікації ринку фінансового капіталу, диференціації видів цінних паперів, збільшення обсягів їхнього обігу і

розширення кола інвесторів підприємства (АТ).

4.20. Розробка і реалізація нових умов господарювання, спрямованих на вдосконалення відносин власності, економічної самостійності підприємства (АТ); пайова участь у діяльності та заснуванні господарських суб'єктів через придбання пакета акцій приватизованих підприємств, підприємств-емітентів цінних паперів тощо.

4.21. Співпраця з головною бухгалтерією, відділом економічного аналізу та іншими підрозділами і службами щодо питань з удосконалення системи управління та ефективного використання майна підприємства (АТ).

4.22. Облік виплат та отримання відсотків за облігаціями дивідендів за акціями та доходів за рахунок курсової різниці вартості цінних паперів.

4.23. Визначення рівня ліквідності та обіговості цінних паперів, якими володіє підприємство (АТ).

4.24. Визначення проектів (планів) власних емісій, можливості первинного розміщення цінних паперів.

4.25. Ведення облікового реєстру угод з цінними паперами.

4.26. Ведення обліку акціонерів підприємств, у заснуванні та функціонуванні яких бере участь підприємство (АТ).

4.27. Купівля-продаж майна виробничого і соціально-побутового призначення.

4.28. Визначення порядку оптимального використання майна для отримання прибутку.

4.29. Підготовка пропозицій щодо диверсифікації виробництва і діяльності підприємства (АТ) загалом.

4.30. Оформлення нормативно-правових документів господарських суб'єктів, у діяльності яких бере участь підприємство (АТ).

4.31. Внесення змін і доповнень у власні установчі документи та їхня реєстрація згідно з вимогами чинного законодавства.

4.32. Організація роботи щодо закріплення та оформлення земельних ділянок, на яких розташовані придбані об'єкти нерухомості (на підставі свідоцтв купівлі-продажу, договорів оренди та інших документів).

4.33. Організація роботи з оформлення технічних паспортів на придбані об'єкти нерухомості (у відповідних місцевих бюро технічної інвентаризації та експертної оцінки і підрозділах Фонду державного майна України).

4.34. Визначення концепцій менеджменту в господарських суб'єктах, заснованих з участю підприємства (АТ).

4.35. Підготовка проектів (планів) установчих та інших нормативно-правових документів, що визначають діяльність новостворених і діючих суб'єктів господарювання, в яких бере участь підприємство (АТ).

4.36. Ведення протокольних записів за суб'єктами, які функціонують з участю підприємства (АТ).

4.37. Підготовка програм майбутньої приватизації об'єктів, які знаходяться на балансі підприємства (АТ), оформлення відповідних документів.

4.38. Участь від імені та за дорученням керівництва підприємства (АТ) у зборах акціонерів, розробка і впровадження власної сучасної моделі управління на приватизованих об'єктах.

## **5. Повноваження**

Відділ у межах своєї компетенції має право:

5.1. Робити запити у керівників структурних підрозділів підприємства (АТ) щодо поточних і статистичних даних їхньої діяльності, планів і пропозицій.

5.2. Вимагати вирішення питань стосовно вдосконалення системи управління, які входять до компетенції Відділу, та контролювати їх виконання.

5.3. Проводити обстеження виробничих одиниць та інших підрозділів підприємства (АТ) щодо питань, які входять до компетенції Відділу.

5.4. Готувати документи, обов'язкові для виконання (накази, розпорядження), і вимагати їхнього виконання.

5.5. Систематично визначати і втілювати заходи щодо підвищення відповідальності керівників і провідних спеціалістів підрозділів за впровадження накреслених планів.

## **6. Відповідальність**

Відділ несе відповідальність за:

6.1. Втілення прийнятих напрямків вдосконалення механізму управління підприємством (АТ).

6.2. Виконання функцій, які входять до його компетенції на основі даного Положення.

6.3. Достовірність та своєчасність звітів і даних, представлених Відділом у відповідні органи для прийняття управлінських рішень на підприємстві (АТ).

(І і п̄аа̄, і д̄çа̄èù á ò à ґ ґ̄ǣè̄ è̄á̄đ̄á̄í̄ è̄è̄à̄ і̄ ґ̄đ̄í̄ ç̄ǟȫ ó̄ і̄ ґ̄ǟí̄ ð̄è̄°̄і̄ ñ̄ò̄ à̄à̄ (À̄Ò̄), ù̄ і̄ đ̄í̄ ç̄đ̄í̄ á̄è̄à̄ ò̄ à̄ í̄ ó̄ í̄ ð̄í̄ è̄à̄ à̄à̄í̄ á̄ Ĩ̄ í̄ è̄í̄ ǣá̄í̄ í̄ ý̄ à̄á̄í̄ đ̄ᶑ̄ á̄í̄ í̄ ý̄ à̄è̄đ̄á̄è̄đ̄ í̄ ð̄à̄ò̄ ó̄ і̄ ґ̄ǟí̄ ð̄è̄°̄і̄ ñ̄ò̄ à̄à̄ (і̄ ð̄à̄ǣґ̄ í̄ ý̄ À̄Ò̄) ù̄ і̄ ǟí̄ ȫǖ ǟí̄ Ĩ̄ í̄ è̄í̄ ǣá̄í̄ í̄ ý̄)

## ОЗНАЙОМЛЕНИЙ

Керівник відділу фондів та управління майном

\_\_\_\_\_

(à̄à̄ò̄ à̄, і̄ ґ̄ǟí̄ è̄ñ̄)

(і̄ д̄çа̄èù̄ á̄ ò̄ à̄ ґ̄ ґ̄̄ǣè̄è̄)

## 6. Посадова інструкція менеджера фондового відділу

**ЗАТВЕРДЖУЮ**  
Генеральний директор

\_\_\_\_\_

(і̄ ґ̄ǟí̄ è̄ñ̄)

(і̄ д̄çа̄èù̄ á̄ ò̄ à̄ ґ̄ ґ̄̄ǣè̄è̄)

\_\_\_\_\_ 200\_\_ р.

(і̄ . Ĩ̄ .)

**ПОСАДОВА ІНСТРУКЦІЯ МЕНЕДЖЕРА**  
**відділу фондів та управління майном підприємства (АТ)**

### 1. Загальні положення

1.1. Менеджер підпорядковується керівнику відділу фондів та управління майном (далі – Відділу), призначається і звільняється з посади генеральним директором за поданням керівника Відділу.

1.2. Менеджер забезпечує організацію роботи з підготовки і

придбання майна, аналіз стану майна для його раціонального використання.

1.3. Менеджер забезпечує організацію роботи з купівлі-продажу майна і майнових прав, приватизації об'єктів, здійснює аналіз їх раціонального використання.

1.4. Менеджер забезпечує діяльність на ринку фінансового капіталу, аналізує його стан для визначення рівня ліквідності та обіговості цінних паперів.

1.5. Посаду менеджера обіймає особа з вищою чи спеціальною освітою (бажане з досвідом практичної роботи не менше трьох років).

1.6. Менеджер у своїй роботі керується чинними законами і нормативно-правовими актами України, наказами генерального директора (голови правління АТ), розпорядженнями керівника Відділу.

## **2. Обов'язки**

Менеджер зобов'язаний:

2.1. Брати участь у проведенні контент-аналізів для підготовки управлінських рішень.

2.2. Брати участь у підготовці проектів (планів) попередніх контрактних та установчих документів, розробці техніко-економічних об'рунтувань спільної діяльності.

2.3. Брати участь у розробці стандартів підприємства (АТ) з питань управління, підготовці пропозицій щодо автоматизації управлінських робіт і використання сучасної оргтехніки.

2.4. Брати участь у роботі з інститутами спільного інвестування.

2.5. Оформляти документи і брати участь в аукціонах.

2.6. Вивчати перелік і фінансово-економічний стан емітентів та їхніх гарантів.

2.7. Аналізувати стан і специфікацію ринку фінансового капіталу, диференціацію видів цінних паперів, зміни в обсягах їхнього обігу та переліку інвесторів.

2.8. Брати участь у розробці нових умов пайової участі у діяльності чи заснуванні господарських суб'єктів через придбання пакетів акцій приватизованих підприємств, підприємств-емітентів цінних паперів тощо.

2.9. Враховувати виплати та отримання відсотків за облігаціями і дивідендів за акціями, отримання доходів за рахунок курсової різниці вартості цінних паперів.

2.10. Визначати рівень ліквідності та обіговості цінних паперів, якими володіє підприємство (АТ).

2.11. Брати участь у розробці та втіленні нових умов господарювання,

спрямованих на вдосконалення відносин власності та економічної самостійності; пайової участі у діяльності чи заснуванні господарських суб'єктів шляхом придбання пакетів акцій приватизованих підприємств, підприємств-емітентів цінних паперів тощо.

2.12. Вести облік акціонерів підприємств, у заснуванні чи функціонуванні яких бере участь підприємство (АТ).

2.13. Брати участь у купівлі-продажу майна і майнових прав.

2.14. Брати участь у визначенні порядку використання майна з метою отримання прибутку.

2.15. Брати участь у підготовці пропозицій щодо диверсифікації виробництва і діяльності підприємства (АТ) у цілому.

2.16. Оформляти нормативно-правові документи суб'єктів господарювання, в діяльності яких бере участь підприємство (АТ).

2.17. Вносити зміни та доповнення згідно з протоколами загальних зборів у власні установчі документи підприємства (АТ) зі здійсненням процедури реєстрації цих змін і доповнень у порядку, встановленому чинним законодавством України.

2.18. Брати участь в організації роботи із закріплення та оформлення земельних ділянок, на яких розташовані придбані об'єкти нерухомості (на підставі свідоцтв купівлі-продажу, договорів оренди та інших документів).

2.19. Брати участь у визначенні порядку використання майна з метою отримання прибутку.

2.20. Брати участь в організації роботи з оформлення технічних паспортів на придбані об'єкти нерухомості (у відповідних місцевих бюро технічної інвентаризації і підрозділах Фонду державного майна України).

2.21. Брати участь у визначенні концепцій менеджменту в господарських суб'єктах, заснованих з участю підприємства (АТ).

2.22. Брати участь у підготовці проектів (планів) установчих та інших нормативно-правових документів, що визначають діяльність новостворених і діючих суб'єктів господарювання, в яких бере участь підприємство (АТ).

2.23. Вести протокольні записи за суб'єктами, які функціонують за участю підприємства (АТ).

2.24. Брати участь у підготовці програм майбутньої приватизації об'єктів, які знаходяться на балансі підприємства (АТ), оформленні відповідних документів.

2.25. Брати участь у підготовці та організації виставкової діяльності для просування продукції і послуг підприємства (АТ) на ринку, визначенні сегментів товарного ринку, перспективних для підприємства (АТ).



## РОЗДІЛ 4. СТАНОВЛЕННЯ ТА РОЗВИТОК ВТОРИННОГО РИНКУ ФІНАНСОВОГО КАПІТАЛУ

### 4.1. Суперечності та тенденції розвитку вторинного ринку фінансового капіталу

У XVII ст. у Голландії та Великій Британії, а у XVIII ст. й у Франції виникає торгівля акціями. Вперше значення торгівлі фондовими цінними паперами було розглянуто в праці Дона Хосе де ла Веґа, яка вийшла у 1688 р. в Амстердамі<sup>1</sup>. Процес початкового нагромадження капіталу, який розпочався наприкінці XVIII ст. – початку XIX ст., тісно пов'язаний із зростанням ролі фондових бірж, появою перших акціонерних банків і промислових корпорацій, де відбувалося нагромадження багатства у формі цінних паперів.

До середини 1860-х рр. біржа відігравала у світовій економіці, як правило, другорядну роль. Основні причини полягали в обмежених обсягах ринку цінних паперів (більшу частку становили державні цінні папери, а меншу – акції банків, промислових підприємств, залізничних компаній) і недостатній розвиненості ринкових відносин (невелика кількість біржових фірм, обмежена сфера їхньої діяльності, доволі високі ставки комісій тощо). Загалом операції з цінними паперами не мали суттєвого впливу на процеси, які відбувалися в економіці, проте фондові біржі наполегливо і логічно входили в єдину систему фінансових відносин, ставали важливим елементом цілісного господарського механізму.

Якщо у першій половині XIX ст. переважала спекуляція державними цінними паперами, то у другій половині ширше використовувалися акції й облигації, які випускали акціонерні товариства. До другої половини XIX ст. торгівля акціями приватних акціонерних товариств була розвинута недостатньо. За підрахунками М. Вірта, у 1872 р. було випущено цінних паперів на суму 12641,66 млн. фр. (Франція – 3973,65 млн. фр.; США –

---

<sup>1</sup>Don Joseph de la Vega, Konfussionen, oder merkwürdige Gespräche zwischen einem scharfsinnigen Philosophen, einem umsichtigen Kaufmann und einem belesenen Aktionier über den Aktienhandel, seinen Ursprung, seine Entwicklung, seine Vorteile, sein Spiel und seinen Schwindel. – Amsterdam, 1688.

<sup>2</sup>Владигеров Т. Фиктивный капитал (изменения его в условиях современного капитализма) / Пер. с болг. А. С. Никольского и С. М. Степанова. – М.: Изд-во иностранной литературы, 1963. – С. 30–31.

2024,72 млн. фр.; Велика Британія – 1439,48 млн. фр.; Росія – 775,34 млн. фр.)<sup>2</sup>.

Вільна конкуренція забезпечувала майже необмежене переливання значних коштів із галузі в галузь через фондові біржі й сферу кредитування, минаючи механізми державного регулювання. Інтенсивне зростання промислового виробництва, що суттєво випереджало споживання, привело до значного зростання життєвого рівня населення, а також до змін ролі фінансового капіталу у системі економічних відносин. Історичні дослідження підтверджують, що у XIX ст. законодавство недостатньо регламентувало ті чи інші господарські операції на ринку цінних паперів, оскільки ще не було сформовано власне органи регулювання, а більшість угод взагалі не реєструвалася.

Міністр фінансів Росії С. Ю. Вітте, який був призначений на цю посаду після найбільшого неврожаю 1891 р., для виплати заробітної плати державним службовцям прийняв рішення випустити з «експедиції заготовлення державних цінних паперів» на 10–20 млн. кредитних білетів (зобов'язань). Цю пропозицію заперечив колишній міністр і голова Кабінету Міністрів Росії професор М. Х. Бунге, який вважав, що випуск кредитних білетів чи здійснення емісії за потребою грошей призведе у Росії до цілковитого фінансового розладу, якщо ці зобов'язання нічим не гарантовані – «ні сріблом, ні золотом, узагалі жодною реальною цінністю, загально визнаної на всіх біржах»<sup>1</sup>.

Український біржовий фондовий ринок виник одночасно з початком діяльності Київської біржі, яка діяла в 1869–1914 рр. За статусом вона була товарною (в основному цукровою), хоча здійснювала операції й на фондовому ринку. Водночас жодна провінційна біржа не могла офіційно відкрити навіть фондового відділу. Він діяв лише у столичній Санкт-Петербурзькій біржі, причому, його котирування були обов'язковими для операцій на всіх провінційних біржах, а діяльність суворо контролювало безпосередньо Міністерство фінансів Росії.

Як відомо, обіг цінних паперів відображає рівень економічного розвитку країни, він взаємопов'язаний з процесами концентрації (централізації) виробництва та кредитною експансією. Активізація процесу концентрації та централізації виробництва й фінансового капіталу відображається у даних про рух цінних паперів на біржі.

До початку XX ст. відсутність державного регулювання ринку цінних паперів призвела до появи перших фінансових пірамід, різних афер і

---

<sup>1</sup>Витте С. Ю. Воспоминания. Детство. Царствования Александра II и Александра III. (1849–1894). Том III. – Л.: Государственное издательство, 1924. – С. 297–298.

зловживань. У ході становлення ринку цінних паперів широко використовувалося маніпулювання цінами: фіктивні операції (wash sales – одночасна купівля і продаж цінних паперів з метою створення видимої фінансової активності на ринку; угод за домовленістю (matched orders) – угоди укладають за домовленою ціною з метою регулювання ринку з урахуванням власних інтересів; операції продажу без покриття (short selling) – використовували гравці на пониження – «ведмеді» – продаж цінних паперів, яких немає в даний час, на термін із зобов'язаннями поставки через певний проміжок часу.

Широко використовувалися операції – корнери (corners) – концентрація акцій у певної групи торговців, що давало їм змогу встановлювати свої ціни. Відомий фінансист Генрі Ключ, характеризуючи період після громадянської війни у США (1861–1864 рр.), зазначав, що всі великі спадщини Америки зароблені саме корнерами<sup>1</sup>.

Фінансові піраміди відомі залученням акціонерів за рахунок поширення неправдивої відкритої інформації та фальсифікації фінансової звітності. У цілому спочатку учасникам пірамід дивіденди виплачують за рахунок наступних внесків, а не прибутків, тобто за рахунок капіталу, отриманого в результаті наступної емісії. У 1920-х рр. відомою була фінансова піраміда, створена шведською компанією «Крю'ер енд Толл» з виробництва сірників. Багатомільярдна транснаціональна компанія випускала акції невеликого номіналу, які давали високі дивіденди – 20%. Проте коли фінансова піраміда розпалася, то акції за кілька тижнів знецінилися з 5 дол. США до 5 центів, тобто на 10000%.

Ріхард Левінсон (Морус) зазначив, що особливістю воєн, зокрема Першої світової війни 1914–1918 рр., було те, що завдяки їм виникали великі фінансові капітали. Знецінення грошей («повінь паперових грошей у країні затопила насамперед банки») сприяло розвитку біржі, оскільки для збереження заощаджень від остаточного знецінення населення «вдалося до біржових спекуляцій»<sup>2</sup>. Під час Першої світової війни спостерігалася також збільшення клієнтів у банках: так, у 1913 р. у Німецькому банку (Дойче Банк) було відкрито 290 тис. персональних рахунків клієнтів, а до 1919 р. їхня кількість зросла до 600 тис. Цікаво,

---

<sup>1</sup>Рубцов Б. Б. Зарубежные фондовые рынки: инструменты, структура, механизм функционирования. – М.: ИНФРА-М, 1996. – С. 109.

<sup>2</sup>Левинсон (Морус) Рихард. Перемещение капиталов в Западной Европе / Перевод с немецкого. – Л.: Рабочее издательство «Прибой», 1926. – С. 109.

<sup>3</sup>Там само. – С. 109.

що в роки інфляції банки відмовилися обслуговувати своїх постійних клієнтів, якщо ті мали на депозиті менше 6 банківських акцій.

У 1915 р. у зв'язку з інфляцією біржі обмежували кількість фондових операцій для населення, проте кількість відвідувачів фондової біржі в Берліні збільшилася вдвічі порівняно з довоєнним періодом<sup>3</sup>. У процесі становлення «фондового капіталізму» разом із короткотерміновими заставними (ломбардними) операціями, які здійснювалися при наданні позичок тільки під фонди, що котируються на біржі, все частіше кредити видавалися під фонди, які мали реальну цінність – акції, облігації<sup>1</sup>.

До 1960-х рр. біржа в багатьох економічно розвинутих країнах відіграла допоміжну роль у розвитку економіки. Обмеженість біржових операцій була зумовлена особливостями ринку цінних паперів: в основному котирувалися державні цінні папери, акції ж промислових корпорацій і фінансових установ мали лише незначну частку, невеликою кількістю бірж і складнощами організаційного характеру – реєстрацією на біржі, доволі високими комісійними тощо.

Становлення світового ринку фінансового капіталу тісно переплітається з інтернаціоналізацією фіктивного капіталу – основою системи панування, створюваної фінансовим капіталом<sup>2</sup>. У 1980-х рр. сумарна ринкова вартість акцій, що котирувалися на трьох головних фондових біржах – Нью-Йоркській, Лондонській і Токійській, становила майже 1,5 трлн. дол. США, а щорічний випуск облігацій державними і приватними емітентами промислово розвинутих країн вимірювався десятками млрд. дол. США<sup>3</sup>. У 1987 р. ринкова ціна акцій, що котирувалися на фондових біржах США і Японії, зросла до 5 трлн. дол. США. Причому ринок акцій провідних корпорацій, які брали участь у біржовій торгівлі, мав доволі високу ліквідність – у 1987 р. сукупні біржові обороти у зазначених країнах досягли 4 трлн. дол. США, тобто за рік приблизно 80% акцій за вартістю змінили своїх власників<sup>4</sup>.

Тенденції зростання фіктивного капіталу були зумовлені невідповідністю між можливостями розміщення капіталу і виробничими потужностями (використання кредиту сприяло зростанню масштабів більш ризикових операцій підприємницького характеру підприємств

---

<sup>1</sup>Лифман Роберт. Фондовый капитализм. Общества для участия и финансирования. Перевод с последнего немецкого издания Л. И. Кунина. – М.-Л.: Государственное изд-во, 1930. – С. 288.

<sup>2</sup>Мусатов В.Т. Международная миграция фиктивного капитала. – М.: Международные отношения, 1983. – С. 3–4.

<sup>3</sup>Там само. – С. 3–4.

<sup>4</sup>Павлов С.В. Фондовая биржа и её роль в экономике современного капитализма. – М.: Финансы и статистика, 1989. – С. 3.

(АТ)), а також різницею між величиною підприємницького доходу і позичкового відсотка.

За останні десятиліття ХХ ст. біржові системи постійно вдосконалюють та видозмінюють стратегію відповідно до зміни потреб ринку фінансового капіталу, зокрема: 1) формуються й розвиваються ринкові структури, які працюють з цінними паперами середніх і дрібних компаній, що не котируються на фондовій біржі; 2) зростає кількість учасників торгівлі цінними паперами, що усуває монополію фінансових посередників у здійсненні операцій; 3) застосовуються сучасні системи комп'ютеризації біржової торгівлі, що дозволяє створювати новітні системи розрахунків, обмін котируванням у режимі реального часу; 4) тенденція міжнародної інтеграції сприяє поглибленню взаємодії (зокрема, взаємопроникненню) біржових систем, а також учасників і цінних паперів.

Наприкінці ХХ ст. залучення в обіг євроакцій та єврооблігацій сприяло прискоренню розвитку світового фінансового ринку. Національні ринки фінансових активів функціонують у тісному взаємозв'язку, а тому у випуск єврооблігацій сприяв переплетенню ринків і формуванню структур первинного й вторинного ринків єврооблігацій, що розвиваються паралельно. У результаті значного зростання розмірів емісії та розміщення цінних паперів міжнародний фондовий ринок став нині важливою складовою світової економіки.

Провідний сегмент ринку фінансового капіталу – цінні папери, оскільки реальні активи беруть участь у створенні багатства, а фінансові активи являють собою права на можливість отримання цього багатства частково або в повному обсязі. Фінансові активи відображають розподіл між інвесторами прав власності на реальні активи. Цінні папери є титулами власності на реальний капітал, відображають «дублікат, тінь цього капіталу», абсорбуючи таким чином надлишковий капітал, за величиною порівнянний з усім реально діючим капіталом<sup>1</sup>. Фінансові активи можна поділити на три види: акції, облігації та похідні інструменти.

С. В. Павлов у праці «Фондова біржа та її роль в економіці сучасного капіталізму» (1989 р.) зазначав, що цінні папери – це специфічний товар, у якого практично відсутня вартість, і в той же час є споживча вартість, тому потрібно досліджувати фактори, які визначають цінність акцій і облігацій з погляду продавця й покупця<sup>2</sup>. Споживча вартість для інвесторів полягає у спроможності цінних паперів задовольняти певні

---

<sup>1</sup>Павлов С. В. Фондовая биржа и её роль в экономике современного капитализма. – М.: Финансы и статистика, 1989. – 128 с. – С. 10.

<sup>2</sup>Там само. – С. 30.

потреби вкладників шляхом можливості отримання певного доходу: виплата відсотків, дивідендів, зростання курсу акцій, а рівень доходу порівнюється з ризиком, що несе власник цінного паперу.

Згідно зі статтею 1 Закону України «Про цінні папери і фондову біржу» від 18 червня 1991 р. № 1201-XII цінні папери – це грошові документи, що засвідчують право володіння або відносини позики, визначають взаємовідносини між особою, яка їх випустила, та їхнім власником і передбачають, як правило, виплату доходу у вигляді дивідендів або процентів, а також можливість передачі грошових та інших прав, що впливають з цих документів, іншим особам<sup>1</sup>.

Акція є титулом власності – «феноменом», а не реальним капіталом, і вона дає тільки право на дохід. Акція відрізняється від державної облігації тим, що вона – представник реального капіталу, а облігація – ілюзорного, неіснуючого капіталу; державна облігація – це подвійно фіктивний капітал<sup>2</sup>. За допомогою акцій реалізується право не тільки на частку додаткової вартості, а й на сам капітал корпорації (АТ), що емітувала ці акції.

Згідно із законодавством сфери фінансових послуг у Європейському Союзі до інструментів фондового ринку – ринку інвестиційних послуг – належать: 1) цінні папери, що підлягають обігу, та інвестиційні сертифікати; 2) інструменти грошового ринку; 3) строкові контракти (ф'ючерси) та інші інструменти, що передбачають грошову форму оплати; 4) процентні строкові контракти (форварди); 5) строкові контракти на обмін (на певну дату у майбутньому) при залежності ціни від процентної ставки, валютного курсу чи фондового індексу (процентні, курсові чи індексні свопи); 6) опціони, що надають право на купівлю чи продаж будь-якого із зазначених інструментів, у т. ч. тих, що передбачають грошову форму оплати, зокрема курсових і процентних опціонів<sup>3</sup>.

Цінні папери включають: акції та подібні цінні папери; облігації та інші боргові зобов'язання; будь-які цінні папери, що підлягають обігу і надають право придбати вказані вище цінні папери шляхом передплати чи обміну, крім документів технічного характеру та деривативів небіржового походження.

---

<sup>1</sup>Закон України «Про цінні папери і фондову біржу» від 18 червня 1991 року № 1201-XII // Відомості Верховної Ради України. – 1991. – № 38. – С. 508.

<sup>2</sup>Владигеров Т. Фиктивный капитал (изменения его в условиях современного капитализма). Пер. с болг. А. С. Никольского и С. М. Степанова. – М.: Изд-во иностранной литературы, 1963. – С. 7.

<sup>3</sup>Регулювання сфери фінансових послуг у праві Європейського Союзу та перспективи адаптації законодавства України. – Харків: Консум, 2002. – С. 90.

Можна констатувати, що тенденції зростання чи зниження прибутковості цінних паперів в Україні є непрогнозованими, а тому для зниження ризиків і зростання доходності (стабілізації рівня доходів), інвестори вкладають (диверсифікують) кошти одночасно у різні цінні папери. Проте купівля акцій не означає, що зовнішній чи внутрішній акціонер матиме постійний доступ до інформації про фінансово-господарську діяльність свого товариства, оскільки згідно з чинним законодавством емітент на власний розсуд обирає форму обов'язкового надання інформації про свою діяльність – надсилає річний звіт з поштовим повідомленням кожному акціонеру згідно з Державним реєстром або розміщує річний звіт на веб-сайті інформаційного агентства<sup>1</sup>. Більшість акціонерних товариств обрали останню форму надання інформації. Так, власники великих пакетів акцій зацікавлені у заниженні реальної ціни акцій і, відповідно, у встановленні демпінгових цін при скупівлі дрібних пакетів акцій. Така ситуація характерна для періоду нагромадження фінансового капіталу, оскільки нерозв'язаність проблеми власності не створює відповідних стимулів для подальшого процесу інвестування.

Трансформація відносин власності в економіці України ще довго залишатиметься складною проблемою, а тому ускладнення доступу і навіть недопущення акціонерів на загальні збори є непоодиноким явищем. Наприклад, у червні 2002 р. компанія «Інком-2001» купила у Фонду державного майна України 35,14% акцій ВАТ «Просянський гірничо-збагачувальний комбінат». Проте несвоєчасне внесення акціонерів до реєстру, запізніле повідомлення офіційними органами правління та працівників товариства (їм належить 15,3% акцій) призвело до перенесення загальних зборів акціонерів і складнощів в узгодженні його порядку денного та інших проблем.

Розвиток ринку фінансового капіталу потребує державної підтримки надійності корпоративних та державних цінних паперів для інвесторів, а також забезпечення їх правової і фінансової безпеки. Вирішення цих проблем може стимулювати доступ ширшого кола інвесторів на ринок для здійснення колективних інвестицій, а також підтримку розвитку й використання розрахункових, депозитарних і клірингових систем.

Позитивною є тенденція активізації розвитку ринку корпоративних облігацій. Так, у 2002 р. ринок корпоративних облігацій збільшився на 671,5%, а обсяг торгів ними у Першій фондовій торговій системі (ПФТС)

---

<sup>1</sup> Див. розділ I.

<sup>2</sup> Кредит под корпоративный долг // Украинская Инвестиционная Газета. – 2003. – № 7, 18 лютого.

становив 790,73 млн. грн. (12,61% сумарної величини укладених угод)<sup>2</sup> (див. додаток 12). Передбачається законодавчо визначити корпоративні облигації як заставу при проведенні операцій рефінансування НБУ.

Оскільки корпоративні облигації – сегмент синдикуваного кредитування (формою кредитування емітентів особами, які придбали облигації), то доцільно, на нашу думку, передбачити включення в процес розміщення таких облигацій банку-андеррайтера з метою диверсифікації можливих ризиків – зміни котирувань, низької ліквідності, дотримання корпоративних інтересів тощо. Надалі у випуску корпоративних облигацій можливо буде зацікавлена більша кількість емітентів (у тому числі невеликих підприємств (АТ)) з метою залучення дешевших інвестиційних ресурсів, а тому це сприятиме розвитку ринку фінансового капіталу, підтримці ринкової вартості та ліквідності вітчизняних цінних паперів.

З історії відомо, що із середини XII ст. у Південній Італії вперше почали використовувати векселі. Поступово у фінансовій практиці поширилося застосування й інших схем (видів) векселів, і сучасне вексельне право формувалося поступово, враховуючи досвід, нагромаджений впродовж багатьох століть.

Вексель зайняв належне місце в економічному процесі й сприяв розвитку ринку фінансового капіталу. В сучасних умовах багато угод здійснюється за допомогою залучення саме векселів, оскільки більшість економічно розвинутих країн широко їх застосовують. У деяких галузях економіки, зокрема торгівлі, 90% товарних угод здійснюється за допомогою саме векселів, проте існують й певні розбіжності в умовах їхнього використання як між галузями економіки, так і між країнами.

Підписання міжнародних угод і протоколів про спільну діяльність у сфері міжнародного приватного вексельного права сприяло врегулюванню правових проблем у товарному обігу між країнами, що мають різні законодавчі положення. Вважається, що комерційний кредит можна успішно використовувати як засіб конкурентної боротьби. Так, ширше використання комерційного кредиту в умовах кризи зумовлено економічною доцільністю, оскільки банки значно зменшують обсяги активних операцій кредитування суб'єктів господарювання. Загалом, вексельні відносини доволі завуальовані – взаємозобов'язання не оголошуються і «приховані від сторонніх спостерігачів», тому зручні з огляду безпеки і конфіденційності.

Процес глобалізації фінансового капіталу сприяв розвитку

---

<sup>1</sup> Мусатов В. Т. Международная миграция фиктивного капитала. – М.: Международные отношения, 1983. – С. 27.



міжнародного ринку цінних паперів. На початковому етапі його функціонування відбувалося під впливом перерозподілу перенагромадженого фінансового капіталу в промислово розвинених країнах. Міжнародний рух цінних паперів – це доволі складна технічна процедура, яка залежить від багатьох факторів і тенденцій розвитку світової економіки. Тому фінансово-кредитні інституції, які мають достатній досвід роботи на національному ринку цінних паперів і є фінансово потужними, але не мають досвіду міжнародної діяльності, можуть зазнати суттєвих зовнішньоекономічних збитків.

В. Т. Мусатов у праці «Міжнародна міграція фіктивного капіталу» (1983 р.) зазначив, що виникнувши, фіктивний капітал починає відкидати власні тіні, породжуючи цінні папери другого й вищого порядків<sup>1</sup>. Фінансова інженерія (financial engineering) – це процес створення й розробки цінних паперів з певними властивостями, що задовольняють потреби інвесторів. При створенні нових видів цінних паперів вона спирається на розпакування цінних паперів (unbundling), тобто на поділ грошових надходжень від одного цінного паперу для створення декількох нових цінних паперів. Використовують також пакування цінних паперів (bundling) – об'єднання різних видів цінних паперів в один комбінований. Кяран Уолш зазначає, що термін «фінансова інженерія» останнім часом набув неабиякої популярності, його особливо часто застосовують у схемах, які дають змогу підвищити прибуток акціонерів за умов незмінного прибутку компанії<sup>1</sup>.

«Інженерні» розробки нових фінансових продуктів дозволяють створювати цінні папери з передбачуваними показниками ризику. Наприклад, корпорація Chubb за допомогою потужного інвестиційного банку Goldman Sachs об'єднала в один комбінований цінний папір три види первинних – акцію, облігацію і привілейовану акцію. Корпорація випускає привілейовану акцію, яку власник може перетворити на просту, яка підлягає обміну на конвертовану акцію за бажанням компанії, тобто, вказаний цінний папір поєднує властивості привілейованої акції з можливостями інших цінних паперів.

Багато похідних цінних паперів є продуктами фінансової інженерії. З цієї точки зору цінні папери досліджують як сукупність (різні можливості ризиків) грошових надходжень, яку можна диверсифікувати відповідно до потреб торговців цінними паперами і розвитку світової мережі Інтернет.

---

<sup>1</sup>Кяран Уолш. Ключові фінансові показники. Аналіз та управління розвитком підприємства / Пер. з англ. – К.: Всеуито; Наукова думка, 2001. – С. 190.

Зв'язки національних ринків фінансових цінностей зі світовою економікою виявляються у взаємозв'язку провідних країн. Реорганізація механізму торгівлі цінними паперами зумовлена розширенням комерційних операцій у світовій мережі Інтернет. Крім Інтернет-трейдерів – «електронних трейдерів» у мережі Інтернет діють інвестиційні банки: E\*Offering, Wit Capital, W. R. Hambrecht. Так, Wit Capital, створений Ендрю Кляйном, ще у 1995 р. уперше розмістив в Інтернеті цінні папери пивоварної компанії.

Деякі відомі інвестиційні банки пропонують первісне розміщення (IPOs) в Інтернеті за допомогою електронних брокерських операцій. Проте онлайніві інвестори не поспішають купувати IPO і зважено підходять до пропозицій. Приблизно 90% акцій IPOs скуповують насамперед інституціональні інвестори, а решту – VIP-клієнти інвестиційних банків. Відповідно, в процесі перепродажу зацікавлені посередники мають змогу отримати прибуток при продажу цих акцій у перший день торгів. Поки що відкритим лишається питання, чи стануть онлайніві інвестори настільки ж надійними покупцями IPO-акцій, що й інституційні інвестори.

Модернізація Інтернет-торгівлі цінними паперами сприяла суттєвому розвитку світового фондового ринку. Фінансова статистика свідчить також про зростання кількості громадян України в Інтернет-торгівлі, проте складно проаналізувати кількість українських учасників Інтернет-торгівлі саме цінними паперами, оскільки відсутність законодавчо встановленого оподаткування отриманих дивідендів звільняє їх від декларування цих фінансових операцій.

## 4.2. Взаємозв'язок вторинного ринку фінансового капіталу і реального сектору економіки

Фінансові ринки виникли й розвиваються для задоволення потреб інвесторів. В історичному аспекті приміщення, відведені для зустрічі покупців і продавців цінних паперів, перетворилися в установи, тісно пов'язані з фінансовими ринками, наприклад: паб під назвою Lloyd's у старовинному Лондоні став родоначальником потужної індустрії морського страхування; вулиця Вол-Стріт на Мангеттені відомою стала завдяки фінансовим операціям. Налагоджені зв'язки національних ринків фінансових цінностей із загальним ринком світового економічного співтовариства відслідковуємо у поглибленні глобалізаційних процесів між країнами та початком третього етапу науково-технічної революції.

Зазначимо, що фінансовий ринок – це місце, на якому здійснюється перерозподіл фінансових ресурсів, включаючи ринок грошей і ринок капіталів. Поняття фінансового ринку – дуже широке, воно охоплює не лише фінансові види, а й різні форми кредитних відносин. Приймаючи різні форми обігу грошей на фінансовому ринку, у його складі можна виокремити ринок банківських позик і ринок цінних паперів. Цінні папери є в обігу на фінансовому ринку, який забезпечує розподіл коштів між підприємствами (АТ), державою й домогосподарствами.

Діяльність фінансового ринку, як і будь-якого ринку, ґрунтується на попиті й пропозиції, а також на ціні, яка їх зрівноважує. Попит створюють учасники, яким не вистачає власних коштів для інвестицій. Кредиторами, тобто тими, хто дає гроші в кредит, є населення, підприємства (АТ) і суб'єкти господарювання, тобто ті, у кого доходи перевищують споживання. Розмір попиту визначається загальною політичною, економічною й соціальною ситуацією в країні, станом галузей (сфер) й конкретних емітентів. Розмір пропозиції залежить від соціальної структури суспільства; величини й структури доходів і потреб населення; наявності гарантій безпеки інвестування й захисту прав можливих інвесторів.

Майже триста років фінансові ринки ведуть боротьбу за довіру дрібних інвесторів. Здійснюються постійні узгодження та коригування порядку оподаткування доходів учасників як ринку цінних паперів, так і ф'ючерсного ринку; опрацьовуються стратегії привабливості вкладень і досліджуються моделі економічної поведінки потенційних учасників. Інвестори, що виховувалися в англосаксонській традиції (США, Велика Британія) вирізняються більшою схильністю до ризику,

економічного індивідуалізму, меншій підпорядкованості державі й фінансовим посередникам. Згідно з результатами досліджень, опублікованими Нью-Йоркською фондовою біржею (NYSE), частка акціонерів – фізичних осіб у США, яка приймає рівень ризику вищий за середній, становить близько 25%, а середні рівні ризиків – понад 50%<sup>1</sup>.

За останні роки провідні фондові осередки світу переживають новий етап розвитку, пов'язаний з невизначеністю їхньої інвестиційної політики з урахуванням руйнівних фінансових зловживань, тенденції зниження котирувань акцій та розширення міжкорпоративної електронної комерції (В 2 В – бізнес–бізнес, В 2 С – комерційні відносини бізнес–споживач). Відповідно конкуренція на фінансових ринках зумовлює пошук компромісів між рівнем ризику і прибутковістю. Наявність ризику свідчить, що реальна прибутковість може суттєво відрізнятись від прибутковості, очікуваної на початку інвестиційного процесу. Цінні папери з вищою ставкою прибутковості, як правило, піддають інвесторів більшому ризику.

Експерти Світового банку вважають, що на початку економічних реформ фінансова система у постсоціалістичних країнах залежала від дієвості банківської системи, але поступово зростає потреба в функціонуванні активних і ліквідних фінансових ринків, спроможних забезпечувати фінансування проєктів, пов'язаних з ризиками й потребою диверсифікувати вкладення<sup>2</sup>. На світових фінансових ринках за допомогою ринкових інструментів акумулюються кошти підприємств (населення) і спрямовуються на фінансування інвестиційних програм. За даними Національного банку України, грошова маса України (М3) за 2001 р. зросла на 42,0%, а грошова база – на 37,4%. За станом на 1 січня 2002 р. грошова маса (М3) становила 45,555 млрд. грн., а грошова база – 23,055 млрд. грн. У березні 2002 р. грошова маса (М3) зросла до 47,4 млрд. грн. порівняно з 45,03 млрд. грн. за станом на 1 березня. За цей же період грошова база зросла з 23,85 млрд. грн. до 25,1 млрд. грн. Обсяг готівки поза банками (М0) збільшився з 18,7 млрд. грн. до 19,7 млрд. грн.

Депозити юридичних осіб у банках України зросли за січень–березень 2002 р. на 5,9% і за станом на 1 квітня становили 14,6 млрд. грн., а депозити фізичних осіб у національній валюті за цей же період

---

<sup>1</sup>Миркин Я. Традиционные ценности населения и фондовый рынок // Рынок ценных бумаг. – 2000. – № 7.

<sup>2</sup>Переходной период: анализ и уроки первого десятилетия для стран Восточной Европы и для бывшего Советского Союза. Исследование Всемирного банка / Пер. с англ. – М.: Издательство «Весь Мир», 2002. – С. 151–169, 182.

зросли на 5,4% і становили 7,5 млрд. грн. Середня відсоткова ставка за депозитами у березні зменшилася до 7,7% з 9,51% у лютому. Кредитні вкладення банків у березні збільшилися на 5,1% і за станом на 1 квітня 2002 р. становили 29,7 млрд. грн., у тому числі в національній валюті – 16,7 млрд. грн. Середня відсоткова ставка за кредитами знизилася з 29,36% до 27,7%<sup>1</sup>.

Залишки коштів фізичних осіб у національній та іноземній валюті в банках України за березень 2003 р. збільшилися на 4,3% і за станом на 1 квітня 2003 р. становили 21,3 млрд. грн., з яких 12,5 млрд. грн. – у національній валюті<sup>2</sup>. Незважаючи на підвищення темпів інфляції (на 3,7% з початку 2003 р.), активи економічних агентів зростали більшими темпами: депозити фізичних осіб у банках збільшилися на 11,8%, а вимоги банків до суб'єктів господарської діяльності – на 8,8%. З метою зацікавлення вкладників банки синтезували декілька послуг (надання страхових полісів і пластикових карток, попередня виплата відсотків тощо), розширили мережу філій та активізували рекламу. Наприклад, акціонерний банк «Універсальний» до свого 10-річчя відкрив регіональну мережу, розширив спектр банківських послуг і став засновником страхової компанії «Універсальна».

У 2003 р. відоме рейтингове агентство Fitch підвищило рейтинг державних зобов'язань України до рівня В+ (стабільний), що зумовлено зростанням темпів розвитку вітчизняної економіки. Вихід на міжнародний фінансовий ринок – це тривалий процесом, успіх якого значною мірою залежить від виконання нашою державою боргових зобов'язань. Про виконання міжнародних зобов'язань свідчить і новий випуск облігацій зовнішньої державної позики (до речі, після фінансової кризи 1998 р. – це перша емісія ОЗДП). У червні 2003 р. Україна розпочала випуск міжнародних облігацій на суму 800 млн. дол. США (перша фінансова транзакція, здійснена за Положенням S/Правилом 144 А); загальна сума заявок, отриманих під час презентації, становить кілька мільярдів доларів США<sup>3</sup>. На нашу думку, варто оптимізувати можливе зростання державного боргу в цінних паперах, оскільки державне регулювання процесу розміщення цінних паперів стає важливим інструментом впливу на процеси відтворення та економічний розвиток.

---

<sup>1</sup>Інтернет: [www.liga.net](http://www.liga.net).

<sup>2</sup>Економіка України за січень–травень 2003 року // Урядовий кур'єр. – 2003. – № 114, 24 червня. – С. 6.

<sup>3</sup>Безпрецедентний успіх України на міжнародному фінансовому ринку // Урядовий кур'єр. – 2003. – № 104, 7 червня. – С. 3.

З квітня 2003 р. потужні інвестиційні фонди (хедж-фонди) змінюють структуру інвестиційних портфелів на користь євро і цінні папери країн із трансформаційною економікою, тому можна очікувати позитивних змін й у розвитку вітчизняного ринку фінансового капіталу.

Ринок цінних паперів – це частина фінансового ринку, що охоплює відносини, пов'язані з цінними паперами. Він відіграє роль гнучкого механізму зміни статусу суб'єктами власності й створення фінансового капіталу. У більшості економічно розвинутих країн ринок цінних паперів регулює сумарний платоспроможний попит, стримує спекулятивну активність частини населення, що має вільні кошти, забезпечує власникам цінних паперів додаткові джерела доходів, що набагато перевищують величину депозитного банківського відсотка. Функціонування ринку цінних паперів надає підприємствам (АТ) багатоваріантний вибір джерел фінансування та кредитування і сприяє підвищенню мобільності фінансового капіталу.

Згідно із Законом України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» від 30 жовтня 1996 р. № 448/96-ВР учасниками ринку цінних паперів є емітенти, інвестори та особи, що здійснюють професійну діяльність на даному ринку<sup>1</sup>. Ринок цінних паперів або фондовий ринок представляє систему відносин купівлі-продажу різних фінансових активів чи фондових цінностей<sup>2</sup>.

Ринок цінних паперів – це найбільш вразливий сегмент фінансового ринку, оскільки ситуація на ньому складається під впливом стану світової економіки, зовнішньоекономічної кон'юнктури й дієвості державної політики у сфері грошово-кредитного регулювання. Як правило, активні й пасивні операції на ринку цінних паперів здійснюються для досягнення наступних цілей:

– забезпечення фінансовими ресурсами діяльності суб'єктів господарювання (шляхом емісії цінних паперів для формування та збільшення власного капіталу, залучення позичкового капіталу в обіг);

– вкладення власних і залучених фінансових ресурсів у фондові активи (шляхом придбання цінностей на фондовій біржі, у торговельній системі, на позабіржовому ринку).

Варто зазначити, що крім підприємств (АТ), додаткових інвестицій потребують і державні структури, які в Україні мають порівняно з іншими

---

<sup>1</sup>Закон України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» від 30 жовтня 1996 року № 448/96-ВР // Відомості Верховної Ради України. – 1996. – № 51. – С. 292.

<sup>2</sup>Биржевая деятельность: Учебник / Под ред. проф. А. Г. Грязновой, проф. Р. В. Корнеевой, проф. В. А. Галанова. – М.: Финансы и статистика, 1995. – С. 98.

учасниками фінансового ринку набагато більше способів їх залучення. Але зважаючи на те, що прямі фіскальні вилучення мають певні межі, то держава також користується позиками, які залучає на таких самих умовах платності, зворотності та гарантованості, що й інші учасники ринку.

В основному, держава випускає цінні папери для фінансування дефіциту бюджету. Крім цього, вона випускає ощадні сертифікати, розраховані на дрібного інвестора, які дають змогу Міністерству фінансів залучити вільні кошти населення, тобто ті самі кошти, на які розраховує більша частина фінансових посередників, включаючи кошти населення, які є на депозитах у банках, а також кошти населення, що перебувають поза фінансово-кредитною сферою, і, відповідно, не беруть активної участі у розвитку економіки країни.

На початку 1990-х рр. вітчизняний ринок цінних паперів створювався як сучасний підхід для забезпечення надходжень фінансових ресурсів ззовні з метою поступового розвитку економіки – передумови інтеграції вітчизняного суспільства у світову цивілізацію. Зауважимо, що така постановка питання тільки частково себе виправдала. Навіть держава, розподіляючи майно у вигляді фіктивного капіталу (приватизаційних сертифікатів та акцій приватизованих підприємств), вкладала великі кошти у втілення процедури «народної приватизації», а отримала від цього кошти, яких вистачало тільки на утримання частини власного апарату, що займався приватизацією. Що ж до самих підприємств (АТ), то на даний час лише кілька відсотків від загальної кількості можуть вести мову про реальні інвестиції від розміщення цінних паперів, емісії акцій та облігацій. У ліпшому випадку продаж ними конвертованих облігацій призводить до того, що кошти, отримані від ф'ючерсного продажу державного пакета акцій, ідуть безпосередньо на погашення заборгованості перед державним бюджетом або виплату зарплати. Питання про ринок цінних паперів як стійкий регулятор інвестицій у вітчизняну економіку буде вирішено, мабуть, пізніше, оскільки грошовий обіг дедалі більше стає регульованим через потужну банківську систему, а на фондовому ринку сьогодні працюють, в основному, тільки великі постійні оператори.

З 1995 р. позитивним чинником став розвиток ринку державних боргових зобов'язань, зокрема державних казначейських облігацій, який створювався насамперед для банківської сфери діяльності з метою зменшення тиску ринку цінних паперів на валютний сектор. Надійність таких вкладень, гарантована державою, у поєднанні зі швидкістю розрахунків і відповідною їх прибутковістю (більшою від вкладень у будь-

яку іншу галузь вітчизняної економіки) привели до того, що велика кількість підприємств (АТ) успішно працювала на цьому ринку, забезпечуючи диверсифікованість капіталовкладень і підвищуючи власну фінансову стійкість.

З точки зору банківських операцій, державні казначейські облігації (облігації державної позики) – це високоліквідний засіб, тому саме вони можуть виконувати роль забезпечення під заставу, причому, під таку заставу банки, як правило, видають кредити, незважаючи на поточний фінансово-господарський стан підприємства. Додаткова перевага державних казначейських облігацій – можливість зниження платежів з податку на прибуток, що дає суттєвий ефект при усталеній діяльності на ринку цінних паперів.

За даними Держкомстату України за станом на 1 липня 1998 р. (перед фінансовою кризою 1998 р.) в обігу на фондовому ринку України були цінні папери номінальною вартістю 16,742 млрд. грн. Від початку 1998 р. їхній обсяг в обігу збільшився на 4,433 млрд. грн., або на 35,9%, причому, найбільше зростання стосувалося випуску акцій, кількість яких збільшилася за перше півріччя 1998 р. майже на 42% і досягла 75,5% від загального обігу цінних паперів. На нашу думку, помітне збільшення номінальної вартості акцій в обігу було спричинене індексацією основних фондів підприємств, а також продовженням процесу приватизації в Україні; серед негативних тенденцій зазначимо залишок нерозміщених акцій номінальною вартістю на суму 2,56 млрд. грн.

За перше півріччя 1998 р. іноземні інвестори придбали акції українських підприємств на суму 91,98 млн. грн., тоді як українські емітенти викупили акцій тільки на 0,3 млн. грн. У розпорядженні нерезидентів є акції на суму 279,6 млн. грн. Водночас обсяг інвестування українських підприємств у цінні папери іноземних підприємств залишається невисокими: в акції – 1,9 млн. грн., облігації – 14,5 млн. грн. Загалом за станом на 1 червня 1998 р. у власності вітчизняних підприємств були акції іноземних емітентів на суму 4,1 млн. грн., облігації – 16,1 млн. грн., векселі – 1,2 млн. грн.

За станом на початок 1999 р. в Україні найбільшу частку ринку цінних паперів підприємств займали коротко- і середньотермінові зобов'язання держави та банків, які використовувалися як платіжні засоби при оплаті рахунків партнерів і постачальників, при розрахунку з державним і місцевими бюджетами. Інтенсивність їхнього використання пов'язана з нестачею готівкових обігових коштів, тому таке застосування є не зовсім властивим саме для цінних паперів. Ефективність операцій у цьому секторі ринку стосується насамперед короткотермінових



зобов'язань Міністерства фінансів України і зумовлена можливістю конвертування їх у податкові пільги.

До кінця 1990-х рр. операції з банківськими векселями залишалися менш прибутковими, проте вони давали змогу перекладати частину видатків на кредиторів, зокрема, вексельний кредит під 25% річних або купівля місячного векселя з дисконтом 3–5% нібито відразу ж погашався поставачальником, який приймав векселі, як правило, за номінальною вартістю в рахунок оплати за поставку товарів. Особлива увага приділялася векселям підприємств, що котирувалися на ринку за 40–90% номінальної вартості, оскільки існувала можливість розрахунку цими векселями з кредиторами (підприємствами, які їх випустили), а саме при купівлі їхніх товарів з 20–40% знижки за рахунок виграшу у дисконті.

У 2002 р. на вітчизняному організованому ринку цінних паперів було укладено угод із купівлі-продажу цінних паперів на суму 4,240 млрд. грн. (за десять місяців обсяги торгів зменшилися на 27% порівняно з 2001 р.). Дана ситуація, на нашу думку, свідчить про те, що загалом в Україні завершився черговий етап розподілу власності й сформувалася доволі стійка система корпоративного управління (контрольні та великі пакети акцій є у руках зацікавлених осіб, які скупили акції у дрібних власників на позабіржовому ринку, тобто відповідно переоформили права власності). Так, у 2002 р. порівняно з попереднім роком загальний обсяг випуску акцій закритих акціонерних товариств зменшився на 2,157 млрд. грн. (33%), а відкритих – відповідно на 7,303 млрд. грн. (52 %) (див. додаток 13).

Капіталізація акціонерних товариств характеризується вартістю акцій, які становлять їхній акціонерний капітал. Структура випусків акцій, зареєстрованих центральним апаратом Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку України за десять місяців 2002 р., суттєво змінилася порівняно з аналогічним періодом 2001 р. Так, якщо за відповідний період 2001 р. найбільшу частку загального обсягу випуску акцій (55%) було зареєстровано згідно з рішенням 07-07/99 (реєстрація випуску акцій з ініціативи уповноваженого представника держави та холдинговими компаніями), то за десять місяців 2002 р. вона зменшилась й становила лише 6%. Одночасно частка випусків акцій, зареєстрованих згідно з рішенням 39/2000 (реєстрація випуску акцій відкритих акціонерних товариств, створених з державних підприємств у процесі приватизації та корпоратизації) залишилася незмінною (21%), згідно з рішенням 07-04/98 (індексация основних фондів) у 2002 р. частка збільшилася на 25%, а згідно з рішенням 07-01/98 (реєстрація випуску

акцій та облігацій) – на 16%. Таким чином, чітко видно позитивну тенденцію зростання обсягів залучення інвестицій у виробництво за допомогою саме емісії акцій.

За станом на 1 січня 2004 р. загальний обсяг випуску акцій, зареєстрованих Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку становить 98,13 млрд. грн. (номінальна вартість). За 2003 р. було зареєстровано 2403 випуски акцій на загальну суму 16,9 млрд. грн., що на 4,1 млрд. грн. більше порівняно з 2002 р. (табл. 4.1).

Однієї з причин зростання обсягів залучення інвестицій у виробництво за допомогою емісії акцій є зростаючий обсяг випуску акцій, зареєстрованих Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку.

#### **Номінальна капіталізація ринку цінних паперів України в 1998–2003 рр.\***

\***Джерело:** Статус «неорганізованого» фондового ринку не личить // Урядовий кур'єр. – 2004. – № 51, 18 березня. – С. 8.

Корпоративні цінні папери в Україні поки що не відіграють домінуючої ролі, проте зростає роль державних облігацій. На вторинному ринку у жовтні 2002 р. провідну позицію за обсягами торгів займали операції з ОВДП, на які припадало 58,6% ринку, торгівля ж акціями становила 28,5% ринку. У 2002 р. зареєстровано 80 випусків облігацій на суму 513,31 млн. грн.<sup>1</sup> За даними Першої фондової торгової системи (ПФТС), у 2002 р. 79,2% від загального обсягу торгів у цій системі припадало на державні цінні папери.

Починаючи з 2001 р., в Україні спостерігається збільшення обсягів випусків облігацій підприємств (2001 р. – 0,7 млрд. грн., 2002 р. – 4,27 млрд. грн., 2003 р. – 4,19 млрд. грн.). Протягом 2003 р. було зареєстровано 169 випусків облігацій підприємств, тобто на 61 випуск облігацій більше, ніж у 2002 р. (108 випусків) (табл. 4.2).

Однієї з причин зростання обсягів залучення інвестицій у виробництво за допомогою емісії акцій є зростаючий обсяг випуску акцій, зареєстрованих Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку.

#### **Реєстрація випусків облігацій (підприємств і місцевих позик)**

<sup>1</sup> Фондовий ринок: погода помірна // Урядовий кур'єр. – 2002. – № 217, 21 листопада. – С. 7.

## у 1999–2003 р., млн. грн.\*

\*Джерело: Искатели жемчуга // Бизнес. – 2004. – № 9. – С. 50–51.

Починаючи з 2003 р. значні за обсягом випуски облігацій здійснили потужні державні компанії Південно-західна залізниця (500 млн. грн.), «Енергоатом» (500 млн. грн.) і Укртрансгаз (300 млн. грн.). На початок 2004 р. продано облігацій на 1,4 млрд. грн. (54,3%) (див. додаток 11).

Операції з цінними паперами є, як правило, ризикованими, тому при їх проведенні потрібно щоразу узгоджувати такі поняття, як надійність і прибутковість. За останні роки збільшилася кількість емітентів, які зареєстрували випуск своїх цінних паперів (тобто зростають загальні обсяги емісій). У процесі приватизації доволі успішно були відпрацьовані схеми купівлі й перепродажу цінних паперів, а шляхом продажу через офшорні зони з України вивезено значні суми коштів: у 2000 р. – 385 млн. дол. США, у 2001 р. – 898 млн., у 2002 р. – 2,271 млрд. дол. США. У 2003 р. з метою запобігання вивозу капіталів наказом голови Національного банку України запроваджено ліцензування операцій з купівлі-продажу цінних паперів за межами держави (Положення про порядок видачі резидентам індивідуальних ліцензій на переказування іноземної валюти за межі України з метою придбання ОВДП України).

Роль і значення фондового ринку в системі ринкових відносин широко висвітлюється в сучасній економічній літературі. Так, О. М. Мозговий зазначає, що атрибутами фондового ринку є цінні папери різних типів, видів і різновидів, економічні суб'єкти, ринкова технологія, інфраструктура<sup>1</sup>. О. Г. Мендрул, І. А. Павленко вважають, що українська модель фондового ринку ґрунтується на детальних правилах і процедурах, що охоплюють майже всі аспекти діяльності суб'єктів ринку<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup>Мозговий О. М. Фондовый рынок: Навч. посібник. – К.: КНЕУ, 1999. – С. 9.

<sup>2</sup>Мендрул О. Г., Павленко І. А. Фондовый рынок: операції з цінними паперами: Навч. посібник. Вид. 2-ге, допов. та перероб. – К.: КНЕУ, 2000. – С. 22.

<sup>3</sup>Берзон Н. И., Буянова Е. А., Кожевников М. А., Чаленко А. В. Фондовый рынок: Учебное пособие для высших учебных заведений экон. профиля. – 2-е изд. – М.: Вита-Пресс, 1999. – С. 16. Биржевая деятельность: Учебник / Под ред. проф. А. Г. Грязновой, проф. Р. В. Корнеевой, проф. В. А. Галанова. – М.: Финансы и статистика, 1995. – С. 98.

Фондова біржа – це організований ринок цінних паперів, що функціонує на основі законодавчо визначених правил ведення торгівлі, а згідно зі статтею 30 Господарського Кодексу України (від 16 січня 2003 р. № 436-IV) фондова біржа – це акціонерне товариство, яке зосереджує попит і пропозицію цінних паперів, сприяє формуванню їхнього біржового курсу та здійснює діяльність відповідно до законодавства. Зауважимо, що з економічної точки зору слід розглядати фондову біржу як організований, регулярно функціонуючий ринок цінних паперів та інших фінансових інструментів<sup>3</sup>.

Синонімом поняття «ринок цінних паперів» є поняття «фондовий ринок». Фондовий ринок – це багатофункціональна система, яка сприяє акумулюванню капіталу для інвестицій у виробничу сферу, структурній перебудові економіки, позитивній динаміці соціальної структури суспільства, підвищенню добробуту громадян за рахунок володіння та вільного розпорядження цінними паперами, підготовленості населення до ринкових відносин.

На нашу думку, фондовий ринок характеризується трьома основними аспектами: 1) частина ринку позикових капіталів, де здійснюють емісію та купівлю-продаж цінних паперів (ЦП); 2) сегмент фінансового ринку, на якому купують і продають усі види фондових інструментів, зокрема цінні папери часткові (пайові) і боргові, первинні і похідні, коротко- і довгострокові; 3) сукупність суспільних відносин, що виникають та існують щодо ЦП (включаючи державне, інституційно-правове та інше регулювання)<sup>1</sup>.

В історичному розрізі процес початкового нагромадження капіталу в сучасному розумінні цього поняття розпочався наприкінці XVIII ст. – початку XIX ст. Він тісно пов'язаний зі зростанням ролі фондової біржі, появою перших акціонерних банків і промислових корпорацій. Загалом операції з цінними паперами суттєво не впливали на процеси в економіці, проте фондові біржі поступово й логічно входили в єдину систему фінансових відносин, ставали важливим сегментом усього господарського механізму держави XIX ст.

Кінець XX ст. ознаменувався стрімким розвитком фондового ринку. Діяльність у фінансовій сфері вийшла далеко за межі окремо взятої країни і навіть великі фінансові кризи не змогли вплинути на поступовий розвиток ринкової інфраструктури й підвищення мобільності фінансового капіталу. Тепер саме розвиток фондового ринку визначає макроекономічні тенденції розвитку світової економіки. Ситуація на

---

<sup>1</sup>Алексєнко Л. М., Олексєнко В. М., Юркевич А. І. Економічний словник: банківська справа, фондовий ринок (українсько-англійсько-російський тлумачний словник). – К.: Вид. будинок «Максимум»; Тернопіль: Економічна думка, 2000. – С. 214.

ньому складається під впливом стану економіки, зовнішньоекономічної кон'юнктури й активності політики органів грошово-кредитного регулювання. Особливу увагу фінансові аналітики приділяють дослідженню економічного розвитку провідних країн. Становлення національної економіки кожної країни має особливості й залежить також від політичних чинників, тому учасники фондового ринку формують портфелі цінних паперів з урахуванням фондових індексів країн, що переживаю економічний підйом.

У країнах «протестантського капіталізму» (зокрема, Велика Британія, США) становлення спільного інвестування сприяло поступовому зниженню впливу банківського кредиту і послуг, а обсяги ринків акцій стали перевищувати обсяги операцій ринків державних і корпоративних облігацій. Це сприяло створенню інноваційних фінансових продуктів і подальшому розвитку міжнародного фінансового ринку.

В сучасних умовах вільні грошові нагромадження населення мають змогу без залучення фінансових посередників відразу потрапляти на ринок цінних паперів. У даному випадку власник коштів співпрацює з біржовим маклером (брокером) і віддає розпорядження щодо кожної операції. Так, у США діє кілька фондових бірж (stock exchanges): загальнонаціональними вважаються Нью-Йоркська фондова біржа (New York Stock Exchange – NYSE, або Big Board) та Американська фондова біржа (American Stock Exchange – Amex), а регіональними – Бостонська (Boston) і Тихоокеанська (Pacific) фондові біржі.

NYSE – це найбільша фондова біржа світу, де здійснюються операції з купівлі-продажу акцій понад 3 тис. компаній. Вартість місця на NYSE збільшилася від 4 тис. дол. США у 1878 р. до 2,6 млн. дол. США у 1999 р.; на NYSE зареєстровано близько 3,3 тисячі випусків звичайних і привілейованих акцій; обсяги щоденних торгів на NYSE становили у 1999 р. в середньому 809 млн. акцій; NYSE охоплювала близько 85–90% торгів, здійснюваних на усіх фондових біржах.

Позабіржовий ринок цінних паперів NASDAQ став конкурентом NYSE. Так, частка угод на ньому з корпораціями, акції яких є у лістингу NYSE, зросла з 2,5% у 1983 р. до 8% у 1998 р.<sup>1</sup> Більше того, багато потужних корпорацій бажають користуватися послугами NASDAQ: Microsoft, Intel, Apple Computer, Sun Microsystems, MCI Communications, оскільки саме їхні акції і котируються у NASDAQ.

---

<sup>1</sup>Боди Зви, Кейн Алекс, Маркус Алан. Принципы инвестиций, 4-е издание / Пер. с англ. – М.: Издательский дом «Вильямс», 2002. – 984 с.

<sup>2</sup>Жуков Е. Ф. Новые тенденции в мировой экономике // Финансы. – 2002. – № 5. – С. 61–63.

Негативний фінансовий вплив відчув ринок цінних паперів США після теракту 11 вересня 2001 р. – насамперед Нью-Йоркська фондова біржа (NYSE), яка була закрита з 11 до 17 вересня 2001 р. Втрати від її закриття та припинення операцій досягли 400 млрд. дол. США. При відновленні роботи біржі падіння курсів акцій у середньому становили 5–6%. В основному постраждали авіаперевізники і страхові компанії, хоча й зріс курс акцій харчових та фармацевтичних компаній, а також нафтових корпорацій США у зв'язку зі зростанням цін на нафту до 29 дол. США за барель. Боротьба з міжнародним тероризмом була використана США та іншими західними країнами у власних інтересах з метою подолання економічних труднощів. За оцінками американських економістів, використання військово-політичної ситуації сукупне фінансове стимулювання розвитку економіки США оцінюється близько 100–150 млрд. дол. США.<sup>2</sup>

Зауважимо, що порівняно зі США та Європою, стриманіше ставляться до фондового ринку в ісламських країнах (характерна риса – розвинута ієрархічність у суспільстві) та Японії (висока норма заощаджень населення).

Головними учасниками фондового ринку є емітенти – юридичні особи, які мають потребу у вільних коштах під визначену діяльність (програму), інвестори – фізичні чи юридичні особи, які мають умовно вільні кошти та фінансові посередники – фізичні чи юридичні особи, які організують процес взаємодії між емітентами та інвесторами. Важливу роль у регулюванні та законодавчому забезпеченні фондового ринку відіграє держава, а також саморегульовані організації, які здійснюють ринкову оцінку законодавчих актів. Основними завданнями державних інституцій є наступні: сприяння становленню цивілізованого та безпечного фондового ринку; запобігання можливим ризикам, захист наявних та потенційних акціонерів тощо.

Фондовий ринок – це важливий регулятор світової економіки. Сповільнення світового економічного розвитку, фінансові кризи, фінансова паніка, викликана представленням недостовірної публічної фінансової звітності та інформації відомими корпораціями (аудиторськими фірмами), неконтрольований обіг похідних цінних паперів негативно впливають на ділову активність на фондовому ринку.

---

<sup>1</sup>Алексєенко Л. М. Ринок фінансового капіталу в умовах трансформації економіки: стан та перспективи // Економічні проблеми ринкової трансформації України. Тези доповідей Всеукр. на ук.-практ. конф. – Львів: ЛБІ НБУ, 2002. – С. 16–17.

<sup>2</sup>Павлов С.В. Фондовая биржа и её роль в экономике современного капитализма. – М.: Финансы и статистика, 1989. – С. 4.

Це призвело до сповільнення й обмеження функціонування важливих сегментів фінансового капіталу. Зниження мобільності фінансового капіталу може спричинити суттєве затягування стадії економічного спаду, а також модифікації самого капіталу: у деяких випадках він починає виконувати функції грошей тощо<sup>1</sup>.

В інвестиційній стратегії виграють ті учасники, які використовують оптимальні позиції, що дають дохід навіть при падінні курсів цінних паперів на фондових ринках. Це свідчить про їхній професіоналізм і зміцнює економічний імунітет в умовах несподіваних змін на світових фінансових ринках. Відомо, що біржові фіаско негативно впливають на економіку загалом. Так, під час біржової кризи у жовтні 1987 р. за шість із половиною годин було знецінено ринкову вартість акцій американських корпорацій на 500 млрд. дол. США. Зазначимо, що водночас біржові потрясіння сприяють зростанню впливу фінансових посередників на процеси мобілізації й перерозподілу фінансових ресурсів. Так, у 1988 р. дванадцять американських брокерів зуміли збільшити власний капітал, який перевищив 1 млрд. дол. США<sup>2</sup>.

Історія сучасного фондового ринку України налічує вже понад десять років. Ринок почав своє становлення одночасно з фондовими ринками інших країн СНД, і вторинний ринок, зокрема «позабіржовий», мав доволі стихійний характер. Закон України «Про цінні папери і фондову біржу» від 18 червня 1991 р. № 1201-XII не давав чіткої класифікації фізичних і юридичних осіб – учасників фондового ринку, а особливо – фінансових посередників. Отже, в законодавстві не було заборони на торгівлю на дилерському ринку, а також не конкретизувалася роль банків на фондовому ринку України. Все це не обмежувало можливості прогнозувати перспективи розвитку ринку цінних паперів, тому стихійно почали виникати інвестиційні компанії й фонди, що мали відповідні дозволи, і почали здійснювати операції з цінними паперами як на біржовому, так і на позабіржовому ринках.

Можна констатувати, що за цей період не вдалося створити потужну біржову інфраструктуру, у технологічному плані адекватну торговим осередкам економічно розвинених країн. Більшість фінансових аналітиків слушно вважає, що це пов'язано з недосконалістю законодавства й незацікавленістю певних осіб у становленні цивілізованого фондового ринку в Україні. На нашу думку, основною причиною можна вважати відсутність взаємозв'язку між фінансовим і реальним секторами економіки країни.

Світова практика свідчить, що більшість перспективних компаній, цінні папери яких користуються підвищеним попитом, мають історію

становлення й лідирування у певних галузях економіки. Їхня діяльність формувалася фінансовими менеджерами і зацікавленими особами на тривалу перспективу. В Україні, що почала ринкові перетворення одночасно з перетворенням загальнодержавної форми власності, тільки в окремих галузях (харчовій, переробній, енергетичній) було впроваджено новітні методи корпоративного управління, що сприяло радикальному підвищенню мобільності фінансового капіталу й прийняттю стратегічних рішень у сфері інвестування.

Оскільки більшість підприємств харчової промисловості було приватизовано в процесі масової приватизації, то на даному етапі вони вирішують свої корпоративні, маркетингові та соціальні проблеми. Приватизація продовжується і її представники – основні учасники на фондовому ринку.

За оцінками фінансових аналітиків інвестиційної компанії «КІНТО», спалах ділової активності в березні 2002 р. не приніс особливо великих обсягів торгів у Першій фондовій торговій системі (ПФТС) і реєстрації угод, укладених раніше. Заслужували на увагу 27 березня угоди за двома енергокомпаніями – Львівобленерго (LVON) і Чернігівобленерго (СНЕОН) – із значним зростанням цін (+325,7% і +624,9%).

Наприклад, 28 березня 2002 р. на ринку переважно продавалися акції, а лідером за обсягами був концерн «Стирол» (STIR) (42,4% загальних торгів). Блакитними фішками торгували Центренерго (СЕЕН), Київенерго (КІЕН) і Укрнафта (UNAF) (з 3002 акцій 2310 було продано на «ринку заявок»). Угоди пройшли за чотирма енергокомпаніями: Полтаваобленерго (POON), Рівнеобленерго (ROEN), Крименерго (KREN) і Львівобленерго (LVON).

Практично у всіх торгах цінними паперами 28 березня 2002 р. спостерігалось значне коливання у той чи інший бік цін трансакцій порівняно з попередніми днями, проте майже всі ціни тримались у межах спреду відповідних котирувань ПФТС (зауважимо, що за деякими компаніями відсутні пропозиції як на купівлю, так і на продаж).

Тривало зростання котирувань на купівлю за більшістю блакитних фішок. Так, 27 березня 2002 р. спостерігалось значне зростання цін на купівлю за енергокомпаніями: Київенерго (КІЕН) (+7,1%), Дніпроенерго (DNEN) (+4,0%) і Західенерго (ZAEN) (+3,8%). За Дніпроенерго відзначалося зниження на 2,2%<sup>1</sup>. Короткий аналіз торгів у ПФТС свідчить про присутність обмеженої кількості учасників і фінансових інструментів.

Оскільки фондовий ринок – це важлива сферою економіки, то його становленню держава повинна приділяти належну увагу і виступати

---

<sup>1</sup>Інтернет: [www.liga.net](http://www.liga.net).



активним учасником ринку державних цінних паперів. До кінця 1990-х рр. основна функція ринку державних цінних паперів полягала у фінансуванні дефіциту бюджету і за підтримкою держави проводилися активні операції. Проте у 2001 р. значно знизилися обсяги операцій з цими цінними паперами.

На аукціоні з первинного розміщення дисконтних ОВДП 12 лютого 2002 р. розмістили тримісячні облігації на суму 3,49 млн. грн. при прибутковості 13,5% річних. Зниження інтересу учасників фінансового ринку до ОВДП було зумовлено тим, що Національний банк України (НБУ) змінив вимоги до обов'язкового резервування і відповідно впав попит на безготівкову гривню. Динаміка нічних ставок міжбанківських кредитів (ставок «овернайт») свідчила про наявність в обігу достатньої кількості гривні. Оскільки встановлення, як правило, низьких ставок за державними облігаціями сприяють залученню інвестицій у реальний сектор, то, на наш погляд, потрібно розробити механізм повернення довіри учасників до цих сегментів фінансового ринку.

На розвиток фондового ринку істотно впливають процеси реструктуризації власності найбільших компаній-емітентів. Так, одним з учасників торгів є стратегічний об'єкт приватизації – ВАТ «Укртелеком». Фонд державного майна України в 2002 р. вважав за доцільне об'єднати пакет акцій цього товариства у розмірі 37%, що планувався до продажу на конкурсі, і пакет акцій (близько 6%), що залишився непроданим при пільговому розміщенні акцій. Це рішення було прийнято з метою підвищення привабливості акцій і, відповідно, воно повинно було зацікавити стратегічного інвестора й забезпечити доволі високу ціну<sup>1</sup>. Проте продаж залишку пакета на фондовому ринку (на чому наполягали його учасники) може призвести до невиправданого заниження курсу акцій торговцями цінними паперами, що, в свою чергу, значно знизить вартість конкурсного пакета<sup>2</sup>.

Процес приватизації в Україні триває вже понад десять років і його затягування негативно впливає на фондовий ринок. В умовах політико-бюрократичного ставлення до вирішення питання приватизації стратегічно важливих об'єктів («пошуку дієвого власника») страждає суспільство.

Наприклад, у Російській Федерації складається достатньо сприятлива внутрішня макроекономічна ситуація для розвитку

---

<sup>1</sup>Інтернет: [www.wallstreet.com.ua](http://www.wallstreet.com.ua).

<sup>2</sup>Див. параграф 2.2. монографії.

<sup>3</sup>Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2002 год // Деньги и кредит. – 2001. – № 12. – С. 25.

фондового ринку. У 2001 р. збільшилися обсяги операцій на ф'ючерсному валютному ринку на ММВБ і фондовій біржі «Санкт-Петербург», зросли обсяги торгів на строковому позабіржовому ринку<sup>3</sup>. Проте обсяги операцій на цьому сегменті, як і в Україні, не зіставні з обсягами операцій на касовому сегменті валютного ринку. Розширення обсягів строкових угод обмежується дією певних чинників, серед яких наявність невикористаних форвардних валютних контрактів, укладених до серпня 1998 р. (фінансового дефолту), відсутність зацікавленості в строкових угодах з боку клієнтів та адекватної правової регламентації розрахункових форвардних угод.

Без відповідного державного контролю й активної самоорганізації учасників фондового ринку в умовах розвитку капіталізації дедалі складніше уникнути фінансових криз і панік. У США, наприклад, діє дворівнева система регулювання ринку цінних паперів: державне регулювання (Комісія цінних паперів і бірж та спеціальні органи регулювання в штатах) та саморегульовані організації професійних учасників ринку цінних паперів (фондові біржі, Національна асоціація фондових дилерів (NASD)).

За повідомленнями FinPort.net, Токійська фондова біржа (TSE) і Нью-Йоркська фондова біржа (NYSE), що входять до найпотужніших світових бірж, розглядають питання про можливість об'єднання своїх зусиль у проведенні моніторингу угод для усунення можливості проведення незаконних фінансових операцій. У майбутньому Комісія з цінних паперів і бірж США та аналогічне відомство в Японії обмінюватимуться й слідчою інформацією про незаконні угоди<sup>1</sup>.

На нашу думку, при прогнозуванні розвитку ринку цінних паперів особливу увагу варто приділити можливостям впливу на курс цінних паперів спекулятивних, суб'єктивних чи непрогнозованих чинників. В Україні, з огляду на ментальність і відносно низький рівень доходів у більшості громадян, важко очікувати підвищення активності на фондовому ринку. У сучасних умовах залишається відкритим питання щодо привабливості вкладення коштів фізичними особами в цінні папери, хоча приблизно 80% громадян України має цінні папери, придбані в умовах масової приватизації. Оскільки купівля-продаж цінних паперів і нині здійснюється стихійно, то аналіз їхнього руху є ускладненим, незважаючи на доволі жорстке регулювання корпоративних прав чинним законодавством.

В Україні громадяни більше довіряють і віддають перевагу готівковій чи депозитній формі грошових заощаджень. Проте вже зараз активно

---

<sup>1</sup> Інтернет: [www.wallstreet.com.ua](http://www.wallstreet.com.ua).

діють афілійовані особи, які скуповують великі й контрольні пакети акцій юридичних осіб, і саме вони, на нашу думку, залишаються основними учасниками фондового ринку, оскільки зацікавлені у його розвитку, зокрема боргових цінних паперів, і контролем над усіма сегментами фінансового ринку.

У теперішніх умовах виразно бачимо недостатню ліквідність вітчизняного фондового ринку. Так, із системи індикативного квотування цінних паперів Російської торговельної системи (РТС; RTS Board) у жовтні 2002 р. було вилучено акції 7 українських підприємств: ВАТ «Центренерго», «Донбас-енерго», «Західенерго», «Донецькобленерго», «Київенерго», ВАТ «Нафтопереробний комплекс «Галичина», «Укрнафта». Фінансові аналітики вважають, що це свідчить про відсутність економічної зацікавленості з боку російських торговців цінними паперами до українського фондового ринку, оскільки за період розміщення вищезгаданих акцій у цій системі не було зареєстровано жодної угоди з ними. Крім цього, торговельна система РТС не має змоги перевірити юридичний статус українських підприємств, подані дані про випуск цінних паперів, і, відповідно, гарантувати достовірність наданої інформації.

Зазначимо, що цінні папери в системі індикативного квотування РТС розміщують переважно для того, щоб визначити, чи становлять вони інтерес для учасників ринку. Так, у 2002 р. було виставлено квотування на акції та довготермінові цінні папери 243 емітентів, до системи підключено понад 400 російських інвестиційних компаній. За даними Першої фондової торгової системи (ПФТС, Україна), за 9 місяців 2002 р. котирування з купівлі акцій «Укрнафти» зросли у ціні на 40,11%, «Центренерго» – на 454,79%, «Західенерго» – на 232,61%<sup>1</sup>. Таким чином, відсутність зацікавленості російських торговців цінними паперами можна пояснити, на нашу думку, наявністю укладенням угод на позабіржовому у ринку цінними паперами або очікуваннями іноземних інвесторів.

Отже, фондовий ринок забезпечує організований рух фінансового капіталу, сприяє залученню вільних коштів у вигляді інвестицій для розвитку виробництва і покриття дефіциту державного бюджету. Проте відсутність усталеного розвитку фондового ринку залишає фінансовий капітал без «середовища існування». Отже, основне завдання фондового ринку – використання економічно доцільних і відпрацьованих механізмів залучення різноманітних інвесторів.

---

<sup>1</sup>RTS отказалась от украинских акций // Украинская Инвестиционная Газета. – 2002. – № 43.

### 4.3. Роль фінансових посередників та їхній вплив на ефективність функціонування ринку фінансового капіталу

Фінансові посередники відіграють важливу роль у функціонуванні фондового ринку промислово розвинутих країн. Фінансові посередники – це інвестиційно-кредитні інституції, що нагромаджують кошти індивідуальних інвесторів для використання їх при інвестуванні чи кредитуванні. Глава 35 «Особливості правового регулювання фінансової діяльності» Господарського Кодексу України від 16 січня 2003 р. № 436-IV визначила, що фінансовим посередництвом є діяльність, пов'язана з отриманням та перерозподілом фінансових коштів, крім випадків, передбачених законодавством. Фінансове посередництво здійснюють банки та інші фінансово-кредитні установи та організації.

Згідно із законодавством Європейського Союзу у сфері фінансових послуг суб'єкт інвестиційної діяльності головними учасниками фондового ринку є юридичні особи, основний вид діяльності яких – надання інвестиційних послуг для третіх осіб на професійній основі<sup>1</sup>.

Можна виокремити чотири групи фінансових посередників за інституційною ознакою: 1) банківські; 2) інвестиційні; 3) страхові; 4) пенсійні. За рахунок коштів дрібних інвесторів, які вкладають у ці фінансові інституції, виникають багатомільярдні грошові потоки на фондових ринках світу. Тепер помітно зростає кількість інвесторів, які купують та продають цінні папери через Інтернет. У цей процес поступово залучаються і громадяни України, які самостійно виходять на фондові ринки з метою купівлі-продажу акцій, обліг акцій чи розміщення готівкових коштів, незважаючи на те, що одночасно виникає і ризик втратити вкладені кошти.

С. М. Ільясов особливу увагу приділяє дослідженню стійкості банківської системи і впливу на неї різноманітних чинників – мікросередовища<sup>2</sup>; В. Т. Голишев, А. Д. Голубович – банківським операціям з урахуванням сучасних тенденцій розвитку економіки; Н. Є. Єгорова, А. М. Смулов досліджують моделювання взаємодії підприємств з банками. В. Т. Голишев зазначає, що сучасний етап переосмислення інституту кредитування загалом, зумовив необхідність по-новому оцінити потенціал банківського сектору, який забезпечує рівнозначне

---

<sup>1</sup>Регулювання сфери фінансових послуг у праві Європейського Союзу та перспективи адаптації законодавства України. – Харків: Консум, 2002. – С. 91.

<sup>2</sup>Ильясов С. М. Устойчивость банковской системы: механизмы управления, региональные особенности. – М.: Юнити, 2001. – С. 6–7.

<sup>3</sup>Голышев В. Т. Сделки в кредитной сфере. – М.: МЗ Пресс, 2003. – С. 6–7.

розуміння закону і формує правові засади практики в цілому<sup>3</sup>. Так, імітаційна динамічна система має наступні особливості: розглядається динаміка розвитку банку згідно з визначеною перспективою; діяльність банку досліджується комплексно на ринках депозитів; розглядаються різні варіанти реалізації стратегій розвитку банку<sup>1</sup>.

Банківська система в Україні розвивалася у тісному зв'язку з російською банківсько-кредитною системою. Наприкінці XVIII ст. в Україні і Росії більшість кредитних операцій здійснювали іноземні банкіри. У 1797 р. Павло I заснував облікові (ескортні) контори для проведення кредитних операцій у Петербурзі, а в 1806 р. вони були відкриті у Москві, Архангельську, Таганрозі й Феодосії. У першій половині XIX ст. комерційний кредит видавали приблизно під 10% річних.

У XIX ст. кредитні відносини за участю казенних і приватних банків не відігравали суттєвої ролі в мобілізації торгового капіталу для організації мануфактурної промисловості. Вважалося, що в умовах кріпосництва мала місце тенденція «омертвіння» капіталів. Спочатку приватні банки організовували як міські банки. У 1809 р. був створений перший міський банк у місті Слобідському В'ятської губернії, а в 1818 р. – другий – у місті Осташкові Тверської губернії.

Згідно з Маніфестом від 7 травня 1817 р. був заснований Комерційний банк і йому було «даровано» казенний капітал на суму 30 млн. руб. й передано кошти, що належали обліковим конторам. Комерційний банк видавав позички під заставу товарів у розмірі 50–80% їхньої вартості і на термін не більше 9 місяців. Облікові операції даного банку зростали, і в 1818 р. він обліковував векселі на суму 10955091 руб. сріблом, у 1819 р. – відповідно на 20920 тис. руб., у 1821 р. – на 46336572 руб., до 1845 р. він коливається в межах від 9 до 12 млн. руб. на рік<sup>2</sup>. Цікаво відзначити, що банківські ресурси (капітали) не користувалися попитом, хоча промисловість і потребувала банківського кредитування. У 1856 р. внески учасників становили 241,1 млн. руб., і Комерційний банк зобов'язаний був виплачувати дивіденди. Для поліпшення економічного стану банк фінансував державну скарбницю.

Банки відігравали важливу роль у розвитку системи кредитування промисловості. До 1860-х рр. банки в Росії були державною монополією, було заборонено організовувати комерційні банки, тому комерційний

---

<sup>1</sup>Егорова Н. Е., Смулов А. М. Предприятия и банки: Взаимодействие, экономический анализ, моделирование: Учеб.–практ. пособие. – М.: Дело, 2002. – С. 245.

<sup>2</sup>Полянский Ф. Я. Первоначальное накопление капитала в России. – М.: Изд-во социально-экономической литературы, 1958. – С. 98–101.

кредит був недостатньо розвинутим. Для задоволення зростаючих потреб у комерційному кредиті почали створювати приватні банкірські контори, з'являлися дисконтери (так називалися лихварі, які приймали до дисконту векселі), невеликі нелегальні банки, які також здійснювали грошові операції лихварського характеру.

У період падіння кріпосного права царський уряд змушений був відмовитися від державної монополії в кредитно-банківській системі, проте намагався зберегти пануючі позиції у фінансовій сфері. У 1860 р. у Росії був заснований Державний банк і на Україні діяли три контори Державного банку – у Києві, Одесі, Харкові та 20 відділень в інших великих містах. Обсяги фінансових операцій відділень Державного банку на Україні значно перевищували операції місцевих комерційних банків.

У 1890 рр. зросла роль кредитування Державним банком промисловості й торгівлі. Так, у Київській конторі Державного банку суми позик під товари на початку 1896 р. становили 2,6 млн. руб., у 1897 р. – 3,2 млн., у 1898 р. – 4,8 млн. руб. Крім Державного банку, в державному підпорядкуванні були дві великі установи іпотечного кредиту – Селянський земельний банк, заснований у 1882 р., і Дворянський банк, заснований у 1885 р. На Україні функціонувало 7 філій Дворянського і 9 філій Селянського земельного банку. За позику стягувалися відсотки в розмірі від 7,5 до 8,5% на рік<sup>1</sup>.

У 1860-х рр. основними формами організації кредиту були приватні акціонерні банки, міські комерційні банки, товариства взаємного кредиту і позичково-ощадні товариства. У 1864–1873 рр. акціонерні банки особливо інтенсивно розвивалися в період так званої засновницької гарячки. На Україні діяли 10 з 39 акціонерних банків: Київський приватний комерційний банк (1868–1918 рр.), Харківський торговий банк (1868–1901 рр.), Одеський комерційний банк (1870–1878 рр.), Київський промисловий банк (1871 р., з 1896 р. – Південноросійський промисловий, у 1908 р. було включено до складу Об'єднаного банку), Миколаївський комерційний банк (1872–1884 рр.), Катеринославський комерційний банк (1872–1901 рр.), Кременчуцький комерційний банк (1872–1894 рр.), Кам'янець-Подільський комерційний банк (1873–1879 рр.), Одеський обліковий банк (1879–1918 рр.), Одеський торгово-промисловий банк (1888 р., у 1893 р. перетворений в Одеське відділення банку для зовнішньої торгівлі).

---

<sup>1</sup>История Украинской ССР. Украина в период разложения и кризиса феодально-крепостнической системы. Отмена крепостного права и развитие капитализма (XIX в.). В десяти томах. Том 4. – К.: Наукова думка, 1983. – С. 350.

Поряд з акціонерними банками діяли товариства взаємного кредиту і міські банки. Обсяги їхніх операцій з кредитування промисловості й торгівлі до 1890-х рр. часто перевищували операції акціонерних банків. Основний капітал фінансових посередників формувався за рахунок внесків їхніх учасників. Товариства взаємного кредиту здійснювали переважно невеликі банківські операції та участь у фінансуванні промисловості у більшості випадків закінчувалася невдачами для невеликих товариств. Наприклад, Полтавське товариство взаємного кредиту (1871 р.) мало фінансові труднощі внаслідок невдалої кредитної операції.

Міські банки створювалися за рахунок коштів міських товариств і здійснювали операції під контролем міських дум. До кінця XIX в. на Україні нараховувалося 33 міських банки, які видавали позичку під заставу нерухомої власності й кредитували переважно місцеву промисловість: київські банки – рафінадно-цукрові й борошномельні підприємства; харківські банки – кам'яновугільну та металургійну промисловість. Приватні земельні банки видавали довготермінові позички землевласникам під заставу маєтків, земельних ділянок і міського нерухомого майна. Земельні банки, як і державні іпотечні банки, кредитували діяльність і розвиток поміщицького землеволодіння. Серед клієнтів земельних банків було багато міських жителів. М. Грушевський звертався в листі від 18 жовтня 1901 р. до С. Єфремова: «... напишіть, який тепер курс – себто скільки Ашкеназі<sup>1</sup> платять за Київські закладні листи земельного банка (4,5%). ... мені здається прийдеється продати кілька закладних листів ... рублів на 3–4000»<sup>2</sup>.

Особливістю розвитку банків був процес їх ранньої концентрації. Державний банк підтримував переважно потужні столичні банки і губернії. У 1898 р. загальний баланс місцевих комерційних банків на Україні становив 36,9 млн. руб. – 2,9% балансу всіх комерційних банків Російської імперії<sup>3</sup>. Класики марксизму писали, що банкірська справа ... полягає в тому, щоб концентрувати в своїх руках великими масами позичковий грошовий капітал, так що замість окремого грошового

---

<sup>1</sup>Ашкеназі – київський банкір.

<sup>2</sup>Листування Михайла Грушевського. Упорядник Галина Бурлака. Українське істор. тов-во. Серія: Епістолярні джерела Грушевськознавства. Том. 1. – Київ–Нью-Йорк–Париж–Львів–Торонто, 1997. – С. 142.

<sup>3</sup>История Украинской ССР. Украина в период разложения и кризиса феодально-крепостнической системы. Отмена крепостного права и развитие капитализма (XIX в.). В десяти томах. Том 4. – К.: Наукова думка, 1983. – С. 350.

<sup>4</sup>Маркс К. Капітал. Критика політичної економії. – К.: Вид-во політичної літератури України, 1982. – С. 624.

кредитора промисловим і комерційним капіталістам протистоять банкіри як представники всіх грошових кредиторів<sup>4</sup>.

Потужні київські банки були зацікавлені в кредитуванні різних галузей промисловості. Так, Російський банк для зовнішньої торгівлі й Азово-Донський банк кредитували цукрову промисловість, а Російсько-Азійський банк співпрацював із вугільною промисловістю. Відомі українські підприємці Алчевський, Бродський, Терещенко, Харитоненко, Ярошинский і Ясюкевич не лише входили до складу правлінь і рад національних банків, а й були членами рад російських банківських об'єднань.

У 1890-х рр. російські банківські установи ще не мали достатньо можливостей для здійснення порівняно великих емісій акцій і залучали до їхнього випуску й розміщення іноземні інституції. С. Ю. Вітте, характеризуючи діяльність найбільшого грюндерського банку (Санкт-Петербурзького міжнародного банку), зазначав, що банк займається розміщенням у Росії й за кордоном у великих обсягах цінних паперів, причому, необхідні для цього кошти він залучає переважно шляхом використання іноземних кредитів<sup>1</sup>. Основною причиною була не стільки відсутність у країні вільних капіталів, а, в основному, нерозвиненість внутрішнього грошового ринку і, відповідно, складність подальшого розміщення великих емісій акцій серед його учасників.

Банки брали активну участь у створенні та розвитку промислових підприємств, виступаючи в більшості випадків ще й ініціаторами. Всебічна підтримка банківською системою підприємств сприяла масштабному нагромадженню промислового капіталу й перетворенню більшості підприємств в акціонерні товариства. Наприкінці XIX ст. промислове піднесення, зростаюча концентрація промислового капіталу й створення синдикатів сприяли концентрації й централізації капіталів у банківській справі. Стрімке нагромадження фінансового капіталу привело до загострення міжбанківської конкуренції й зацікавленості банків у залученні акціонерів (пайовиків), оскільки значно зріс попит і на вільні капітали. С. Ронін у монографії «Іноземний капітал і російські банки. До питання про фінансовий капітал у Росії» (1926 р.) констатував, що «солідність банку й довіра до нього вкладників при інших умовах залежали, головним чином, від величини його капіталу. Конкурентна боротьба,

---

<sup>1</sup>Ронин С. Иностранный капитал и русские банки. К вопросу о финансовом капитале в России. – М.: Издательство коммун. ун-та им. Я. М. Свердлова, 1926. – С. 31–32.

<sup>2</sup>Там само. – С. 106.



що точилася між майже рівними за силою суперниками, штовхала банки на шлях до об'єднання й згоди»<sup>2</sup>.

Одним з основних чинників, що також сприяв концентрації фінансового капіталу, був загальний світовий вплив на даний процес, а оскільки більшість російських банків (а через них і підприємств) були тісно взаємопов'язані з іноземними банками (капіталами), то ця тенденція не оминула й економіку Росії. Варто зауважити про доволі неоднозначне ставлення держави до концентрації банківського капіталу. У 1906 р. на одній з нарад у справі «поляковських» банків представник Міністерства фінансів П. Л. Барк рішуче висловився проти створення з 3-х установ одного великого банку, посилаючись на сумний приклад банку «Ліонський Кредит», «з яким французькому уряду доводиться рахуватися».

Вагоме місце в економіці західноукраїнських земель займав австро-угорський фінансово-банківський капітал. На початку ХХ ст. у Східній Галичині функціонувало 10 філій Австро-Угорського державного банку і 14 філій приватних віденських і празьких банків<sup>1</sup>. Так, Австро-Угорський державний банк «Вінер банк ферейн» та інші потужні іноземні банки вкладали значні капітали в розвиток економіки Буковини. Їхня роль особливо зростає напередодні й у період економічної кризи 1900–1903 рр., коли зазнали краху Львівський кредитний, Буковинський торговий та інші місцеві банки. Австрійський банківський капітал сприяв розвитку лісопильної й деревообробної галузей промисловості.

У 1918 р. на базі колишнього Державного банку і націоналізованих приватних комерційних банків був створений Народний банк РРФСР, що виконував функції єдиного кредитного, розрахункового і касового центру Російської республіки. 7 жовтня 1921 р. Декретом ВЦВК був утворений Державний банк РРФСР, що з 16 листопада 1921 р. почав здійснювати кредитні, розрахункові й касові операції. У липні 1923 р. Держбанк РРФСР перетворений у Державний банк СРСР, який став служити інтересам зміцнення Союзу РСР.

У Віснику «Державна статистика УРСР (її досягнення і перспективи) 1921–1925 рр.» зазначалося, що система кредиту не брала безпосередньої участі в перерозподілі національного доходу, тому що кредит, наданий окремим підприємствам та особам, створює відповідні зобов'язувальні відносини; але здійснюваний в цьому порядку

---

<sup>1</sup>История Украинской ССР. Украина в период империализма (Начало XX в.). В десяти томах. Том 5. – К.: Наукова думка, 1983. – С. 290–292.

<sup>2</sup>Государственная статистика УССР (ее достижения и перспективы) 1921–1925 г. – Харьков: Центральное статистическое управление УССР, 1925. – С. 69.

перерозподіл грошей і матеріальних благ має велике значення для розвитку народного господарства і вимагає спеціального вивчення у зв'язку з роботами зі складання балансу народного господарства<sup>2</sup>.

До речі, основними завданнями Центрального банку Радянського Союзу були: забезпечення централізованого планового управління грошово-кредитною системою країни; підтримання стабільного грошового обігу і купівельної спроможності рубля; координація й нагляд за діяльністю банків відповідно до Закону СРСР «Про банки».

Функціонування ефективної кредитної системи в сучасних умовах – це головна умова для нагромадження фінансового капіталу, оскільки саме у кредитно-фінансових інституціях відбувається нагромадження грошового капіталу. Так, кредитні установи економічно розвинутих країн за останнє століття закумулювали достатньо коштів, що й зумовило зниження відсоткових ставок. Це сприяло залученню довготермінових банківських кредитів у виробничу сферу, що сприяло поступовому розвитку промисловості та економіки у цілому.

На нашу думку, слід погодитися з С. Тігіпком, який зазначає, що глобалізація суперечливо впливає на банківський бізнес. З одного боку – відкриває нові можливості, а з іншого – посилює тиск колишніх, традиційних і нових конкурентів, змушує одночасно конкурувати на багатьох сегментах фінансового ринку не лише між собою, а й з іншими фінансовими інституціями, а отже, вимагає нестандартних, швидких рішень стосовно стратегії розвитку банківського сектору<sup>1</sup>.

В Україні правовий статус банків регулює Господарський Кодекс України від 16 січня 2003 р. № 436-IV, де зазначено, що банки – це фінансові установи, функціями яких є залучення у вклади грошових коштів громадян та юридичних осіб, розміщення зазначених коштів від свого імені, на власних умовах і на власний ризик, відкриття та ведення банківських рахунків громадян та юридичних осіб.

Банки здійснюють кредитні операції в межах кредитних ресурсів, які вони утворюють у процесі своєї діяльності. Щодо банківського капіталу (bank capital), то його основними формами є субординований борг, привілейовані акції і звичайні акції<sup>2</sup>. У вітчизняній літературі банківський капітал визначають як грошові кошти та виражену у грошовій формі частку матеріальних, нематеріальних і фінансових ресурсів, що перебувають у розпорядженні банків і використовуються ними для

<sup>1</sup>Тігіпко С. Світовий економічний простір: стратегія для України // Вісник Національного банку України. – 2003. – № 10. – С. 5.

<sup>2</sup>Вулфен Чарльз Дж. Енциклопедія банківського дела / Пер. с англ. – М.: Корпорация «Федоров», 2000. – С. 603.

<sup>3</sup>Алексєєнко М. Д. Капітал банку: питання теорії і практики: Монографія. – К.: КНЕУ, 2002. – С. 31.

здійснення операцій з розміщення коштів і надання послуг з метою отримання прибутку<sup>3</sup>.

Основні загальноприйняті функції банківського капіталу наступні: захист незастрахованого вкладника на випадок неплатоспроможності й ліквідації; компенсація за непередбачені збитки з достатнім запасом (маржею), щоб підтримувати довіру до банку, якщо він опиниться в скрутному становищі; придбання приміщень та їхнє технічне оснащення для надання банківських послуг; застосування як нормативного обмеження на випадок невинуватого збільшення активів.

Динаміка зростання економіки сприяла активізації монетарної політики і змінила характер взаємозалежності між основними макроекономічними параметрами. Змінилося співвідношення динаміки ВВП, темпів зростання грошових агрегатів та інфляції. Відповідно виокремилася тенденція залучення грошей в економіку. Так, якщо у 2000 р. при зростанні ВВП на 5,9% монетарна база збільшилася на 40%, а рівень інфляції становив 25,8%, то у 2001 р. – відповідно 9,1%, 37,4% і 6,1% (див. додаток 9).

Комплексною програмою розвитку банківської системи України на 2003–2005 рр. середньорічний приріст капіталу передбачається на рівні

Роки	Обсяг, млн.	Темп зростання, %	Обсяг, млн.	Темп зростання, %	Обсяг, млн.	Темп зростання, %
1998	12,5	48,5	1,173	20,13	2013	128,07
1999	18,5	48,5	1,173	20,13	2013	128,07
2000	26,0	43,8	1,173	20,13	2013	128,07
2001	7967	123,52	39263	128,60	47229	128,07
2002	9981	125,28	53943	137,39	63992	128,07
2003*	10908	109,29	69087	128,07	79995	128,07

Динаміка капіталу, зобов'язань та активів банків України за 1998–2003 рр.

\*Джерело: Сугоняко О. Капіталізація банків: нова тенденція // Вісник Національного банку України. – 2003. – № 10. – С. 35.

Дані свідчать, що середньорічний темп зростання капіталу становив 19,5%, зобов'язань – 37%, активів – 33%. Середньорічні темпи зростання активів у 1,7 разу перевищували темпи збільшення капіталу.

Позитивна макроекономічна динаміка останніх років сприяла розвитку банківського сектору і зростанню активних операцій банків в Україні. Загальні активи банківської системи України за період 1998–2002 рр. збільшилися більш ніж у три рази – на 51,46 млрд. грн., а кредитний портфель банків України – на 37,52 млрд. грн., що становить 407%, досягнувши на початок 2003 р. 46,7 млрд. грн.

Відбулося суттєве здешевлення кредитних ресурсів: облікова ставка НБУ знизилась у 5 разів – з 35% на початок 1998 р. до 7% у 2003 р., а середньозважена відсоткова ставка комерційних банків – з 43,8% до 19,5%. Основними складовими зобов'язань банків у 2002 р. були кошти суб'єктів господарювання (37%) та вклади фізичних осіб (35%). Прибуток комерційних банків за станом на 1 січня 2003 р. становив 684,52 млн. грн.<sup>1</sup>

Підприємства (АТ) в умовах стабільності фінансування спрямовують виробничі інвестиції на впровадження інноваційних технологій і зростання конкурентоспроможності продукції. Незважаючи на відносно високий рівень самофінансування підприємств (АТ), їхні внутрішні ресурси, як правило, не можуть забезпечити весь обсяг інвестицій, тому налагодження стосунків з кредитно-банківською системою, зокрема з банками і небанківськими інституціями як з важливим джерелом зовнішнього фінансування, актуальне й нині. Як правило, потреба в інвестиціях спричинена модернізацією і структурною перебудовою підприємства (АТ), тим більше, що норма самофінансування нефінансових підприємств (АТ) постійно зменшується (зокрема, у даний час вона не перевищує 40%). Підприємства (АТ) не завжди раціонально використовують значну частку отриманих банківських кредитів відповідно до укладених договорів, на що впливають як об'єктивні, так і суб'єктивні чинники.

Так, коливання кон'юнктури на ринку цінних паперів, подібні до падіння курсів на початку липня 2002 р., не дозволили, на нашу думку, повною мірою скористатися його можливостями як постійним джерелом фінансування підприємства (АТ). Тим більше, що побоюючись небажаного поглинання, навіть великі підприємства (АТ) почали вилучати

---

<sup>1</sup>Економічний розвиток України після грошової реформи 1996 року // Вісник Національного банку України. – 2003. – № 10. – С. 44.

з обігу на фондовому ринку свої цінні папери, оскільки тепер віддають перевагу позикам кредитних інституцій.

Підвищення ролі кредитно-банківської системи важливе й в обслуговуванні всіх видів залучених коштів нефінансовими підприємствами (АТ), причому, не тільки із зовнішніх, а й внутрішніх джерел. Це одна зі структурних змін в економіці, пов'язана з тим, що саме кредитно-банківська сфера є механізмом перерозподілу капіталовкладень між галузями і секторами економіки, надаючи зацікавленим підприємствам (АТ), поряд з фінансовими ресурсами, цілісний набір інших послуг – посередницьких, страхових тощо. У даний час трастові операції в банківських установах поділяються на три основних види: 1) персональні трастові послуги (для окремих осіб); 2) інституційні трастові послуги; 3) послуги типу «майстер траст»<sup>1</sup>. Останні з названих банки надають підприємствам (АТ), пенсійним фондам та установам, що нагромаджують кошти своїх акціонерів (як правило, на пенсійні цілі), і, відповідно, зацікавлені отримати вищий дохід від них за рахунок концентрації фінансових ресурсів, зокрема при розміщенні в надійні й більш прибуткові активи.

В Україні банки та інші фінансові установи наполегливо працюють над розширенням своїх кредитних можливостей за рахунок залучення коштів населення. Так, у 2003 р. «Альфа-банк» (Україна) розпочав програму кредитування фізичних осіб з метою стати потужним оператором фінансового сектору економіки. Зауважимо, що грошові вклади в банках зростають не лише за рахунок заможних верств, оскільки рівень довіри до банківських інституцій постійно зростає. Так, за результатами 2002 р. Промінвестбанк виділив на виплату дивідендів 64% чистого прибутку (78,8 млн. грн.).

У мінливій сучасній структурі промисловості кредитно-банківські інституції не залишили без уваги фінансові аспекти малого й середнього бізнесу. Оскільки великих клієнтів (потужні підприємства) банки вже залучили до тривалого обслуговування, то поступово розширюється кредитування малого й середнього бізнесу. Банки намагаються сприяти налагодженню механізму залучення невеликих компаній до венчурних (ризикованих) операцій, пов'язаних і з агресивною спекулятивною діяльністю, й зі створенням та впровадженням новітніх виробництв і технологій.

Банки та інші кредитні інституції стали основними складовими сучасної системи фінансування і навіть організаційно-методичного забезпечення прискореного розвитку наукоємних галузей

---

<sup>1</sup>Голубович А. Д. Траст. Доверительные услуги банков и финансовых компаний клиентам. – М.: АО «АРГО», 1994. – С. 3–5.

промисловості, широко здійснюючи фінансування науково-дослідних програм підприємств (АТ), цільове кредитування тимчасових науково-виробничих комплексів, створених для втілення конкретних дослідних проектів на комерційних засадах тощо. Передові системи кредитування і фінансів, впровадження нового обладнання, інформаційно-комп'ютерної техніки та сучасних засобів зв'язку дають підставу для подальшого зростання ролі кредитно-банківських інституцій у забезпеченні всіх етапів відновлення процесу виробництва й діяльності підприємства (АТ) та підвищенні його ефективності в Україні.

Поряд із цим, кредитно-банківська система найбільше пов'язана з рухом фіктивного капіталу і водночас сприяє його розвитку в сучасних умовах. Процеси, які відбуваються у системах кредиту, фінансів і грошового обігу набули великої потужності завдяки їхньому впливу на матеріальне виробництво та економіку в цілому. У 2003 р. банки активізували діяльність на ринку цінних паперів. Наприклад, Національний банк України запропонував здійснити емісію цінних паперів для власників знецінених вкладень в установах колишнього Ощадного банку СРСР. Одночасно Державний ощадний банк України мав намір придбати пакет корпоративних облігацій Південно-Західної залізниці на суму 250 млн. грн.

Розподіл сил серед найбільших банків підтримує досягнутий рівень концентрації капіталу, який постійно змінюється в умовах конкуренції на ринку. До провідних банків час від часу наближаються (іноді доволі близько) найбільш мобільні банки, що мають менші фінансові можливості. Вони намагаються сконцентрувати капітали, поставивши у залежність від себе через поглинання, участь у холдингах, налагодження кореспондентських зв'язків філійну мережу інших дрібних банків. Причому, саме таку тактику щодо них самих упроваджують провідні банки.

Банкрутства і поглинання більшою мірою стосуються малих і середніх банків, які залишаються важливою складовою кредитної системи України. Формальна незалежність багатьох із них, на нашу думку, уявна – вони міцно прив'язані до потужних банків через кореспондентські стосунки, консультаційне обслуговування, участь у фінансових групах тощо.

Як правило, більшість великих банків мають холдингову форму організації для вдосконалення безпосередніх і прихованих шляхів концентрації капіталів та збільшення обсягу операцій. Сучасною

---

<sup>1</sup>Астапович А. Банковская система и проблемы кредитования экономики // Мировая экономика и международные отношения. – 2003. – № 10. – С. 4.

тенденцією розвитку банку є перетворення його на дочірню компанію холдингу. А. Астапович зазначає, що в фінансово-промислових чи великих банківсько-промислових груп, як правило, портфель банків усередині них є порівняльним із загальним обсягом кредитів, що підприємства цих груп залучають ззовні<sup>1</sup>.

Упродовж останніх років зростає кількість міжбанківських холдингових компаній, які є зручним способом централізації капіталу. Потужні холдинги насправді прихованим чином здійснюють контроль над більшістю банківських і небанківських компаній, ніж відображені в офіційній звітності та статистиці. Банки холдингу, за суттю, відіграють роль філій однієї розгалуженої банківської монополії, хоча їх, згідно із законодавством, слід розглядати не як філії, а як автономні компанії, що належать одному держателю контрольних пакетів акцій.

Наслідки змін у матеріально-технічному забезпеченні банків і впровадженні сучасних комп'ютерних технологій наступні: зріс обсяг і перелік операцій, характерною стала територіальна експансія, змінилися методи державного регулювання банківської справи як галузі економіки. Найбільш помітним є чинник впливу сучасних комп'ютерних техніки і технології на рівень монополізації інших банків, зокрема, на можливості створення філій і філій-терміналів. Охоплення країни мережею філій допомагає банку витіснити або підпорядковувати банки, перерозподіляти ресурси банківської сфери. А. І. Сибіряков у праці «Комерційний банк сьогодні» (2002 р.) зазначає, що складність організаційних моделей та їхня багатоукладність зумовлюють потребу в змішаній структурі побудови банку<sup>1</sup>.

Організаційна будова та особливості діяльності сучасного банку так чи інакше характеризуються наступними явищами: прихованою концентрацією капіталів; використанням способів залучення в операції, невластиві банку як кредитно-фінансовій інституції; наявністю неформальних зв'язків між банками та іншими фінансовими інституціями, які входять до одного холдингу; посиленням монополізації кредитно-банківської сфери як спосіб конкурентної боротьби й контролю на ринку.

У структурі фінансового капіталу згадані способи впливу й контролю, властиві банківському капіталу, поєднуються з тенденціями розвитку промислового капіталу, тому підприємства (АТ) обидвох складових мають змогу набути додаткових можливостей застосування цих (явних і прихованих) способів у конкурентній боротьбі на ринку. Присвоєння

---

<sup>1</sup>Сибіряков А. И. Коммерческий банк сегодня. – М.: Изд-во «Консалтбанкир», 2002. – С. 7.

міжнародних кредитних рейтингів банкам (наприклад, незалежним вітчизняним агентством «Кредит-Рейтинг») сприяє розробці стратегії розвитку і підвищенню ефективності діяльності.

Важливою функцією ринку фінансового капіталу є залучення заощаджень населення й трансформація індивідуальних інвестицій у реальний сектор економіки. Обсяги вкладів фізичних осіб із 1998 р. збільшилися майже у 8 разів, досягнувши 19,1 млрд. грн. Строкові депозити фізичних осіб за станом на 1 січня 2003 р. перевищили депозити до запитання у 2,85 разу (для порівняння – на початок 1998 р. перевищення строкових депозитів становило 1,91 разу). Тенденція зростання вкладення громадянами заощаджень у банківський сектор є, з одного боку, позитивним, оскільки зростає капіталізація банків і розширюється спектр надання фінансових послуг, а з іншого – монополізація у сфері залучення коштів фізичних осіб може призвести до зниження відсоткових ставок за депозитами і зростання ризику вкладень. Інвестиції у реальний сектор економіки будуть вигідні для громадян за умов достатніх гарантій збереження власності та інвестицій, наявності досконалішого законодавства та дієвого нагляду і контролю.

Інвестори бажають працювати з підприємствами (АТ) не безпосередньо, а через інвестиційні банки чи інших фінансових посередників, оскільки, як правило, мінімальна сума відповідних угод становить 5 млн. дол. США. Це пов'язано з доволі суттєвими видатками на перевірку «відповідної сумлінності» обраного об'єкта інвестування, здійснення аналітичних розрахунків, контроль, оплату матеріальної зацікавленості компаньйонів, здійснення заходів безпеки тощо. Таким чином, дрібний інвестор тільки через відповідних фінансових посередників має доступ до організованого фінансового ринку.

Особливу увагу в процесі інвестування економічна теорія приділяє наявності ризику ринку (market risk), пов'язаному зі зміною кон'юнктури ринку під впливом макроекономічних чинників. Ризик виникає для всіх учасників цього ринку і не може бути усунутий шляхом диверсифікації діяльності; наприклад, для інвестиційного портфеля у процесі коливання кон'юнктури ринку рівень цін окремих фінансових інструментів коливається у такій самій спрямованості, що й зведений ринковий індекс загалом. Показником зміни рівня систематичного ризику за окремими фінансовими інструментами й портфелем є бета-коефіцієнт (В-коефіцієнт). Інвестору потрібно враховувати ризик курсу цінного папера між моментом його купівлі/продажу й моментом його реальної поставки. На ринку Української фондової біржі її Гарантійний фонд бере на себе ризик ринку в тому розумінні, що саме він повинен поставити цінні



папери (або кошти) замість неплатоспроможного брокера, а потім відшкодувати свої видатки або оплатою, або поставкою контрагента. Відшкодування може бути повним, якщо курс цінного папера не змінився з моменту проведення (здійснення) вихідної угоди, а може бути й недостатнім або надмірним, коли у ньому відбулися зміни.

Інвестиційні банки, компанії й фонди є важливими учасниками фінансового сектору економіки у більшості країн світу, оскільки розширюється сфера використання саме цінних паперів. Так, в Україні традиційно вважають, що є три види цінних паперів, з якими, в основному, може мати справу підприємство (АТ) у своїй діяльності на фондовому ринку: 1) цінні папери для поточних розрахунків (казначейські зобов'язання Міністерства фінансів України, векселі банків та інших підприємств (АТ), державні (зокрема корпоративні) акції і боргові зобов'язання); 2) цінні папери, призначення яких – отримання інвестиційного доходу (державні казначейські зобов'язання, казначейські облігації, облігації державної позики, державні облігації, векселі банків, корпоративні акції та облігації); 3) цінні папери, призначені для залучення капіталу (звичайні й корпоративні акції та облігації).

Інвестиційні банки (investment bankers) – це суб'єкти господарювання, які спеціалізуються на продажу нових випусків цінних паперів шляхом їхньої передплати (андеррайтингу). Потужні інвестиційні банки (Goldman Sachs, Merrill Lynch, Salomon Brothers) консультують корпорації, які планують емітувати цінні папери, з питань ціноутворення, маркетингової стратегії (розміщення серед потенційних інвесторів), визначення відсоткових ставок тощо. Інвестиційні банки мають достатній досвід діяльності на цьому ринку, оскільки беруть участь в оцінці випущених цінних паперів, маркетингу та їх реалізації інвесторам. Величина доходів інвестиційних банків залежать від їхньої репутації, тому вони скрупульозно ставляться до процедури прогнозування прибутковості, а новим учасникам фондового ринку пропонують послуги із сертифікації якості їхніх цінних паперів. На нашу думку, заслуговує на увагу також тенденція діяльності, як «інвестиції у репутацію», що передбачає саме постійну діяльність – проведення активних операцій на ринку цінних паперів.

Інвестиційні компанії (investment companies) – компанії, що керують об'єднаними коштами інвесторів. Так, одна інвестиційна компанія може керувати декількома взаємними фондами. Відомий англійський економіст Річард Кох зазначає, що фінансові інвестиційні компанії

---

<sup>1</sup>Кох Р. Менеджмент и финансы от А до Я / Пер. с англ. под ред. Ю. Н. Каптуревского. – СПб: Издательство «Питер», 1999. – С. 119.

приймають гроші від приватних вкладників та інвестують їх в акції, облігації та інші цінні папери. Ці інституційні інвестори включають: взаємні фонди, пенсійні фонди, страхові компанії, інвестиційні трасти, пайові трасти та венчурні компанії<sup>1</sup>. За даними Інституту інвестиційних компаній США, активи закритих інвестиційних компаній за 1999–2002 рр. зросли з 142807 до 156394 млн. дол. США (на 8,7%) (див. додаток 14).

Спеціалізація та зростання масштабів бізнесу створюють сприятливі умови для діяльності фінансових посередників. Компанії залучають значні кошти (вільний капітал) шляхом публічного випуску та розміщення цінних паперів (акцій, облігацій). Інвестиційні банки беруть активну участь (спеціалізуються у даних видах діяльності) в емісії цінних паперів і пропонують свої послуги за доступними цінами. Тому більшість компаній відмовляється від створення власного департаменту з операцій із цінними паперами.

Інвестиційні банки (компанії) забезпечують зв'язок між підприємствами (АТ), зацікавленими в отриманні інвестицій, та інвесторами, які мають вільний капітал для надання інвестицій. Якщо інвестор не має достатнього капіталу для інвестування, то інвестиційний банк допомагає інвестору залучити додаткові кошти на ринку фінансового капіталу. Крім цього, банк здійснює всі операції для укладання договору, допомагає вирішувати фінансові й правові питання.

Деякі економісти вважають, що професійне управління фондами показало свою неспроможність і приватним інвесторам варто самостійно управляти власними коштами за допомогою порад платних консультантів<sup>1</sup>. Щорічна плата за послуги інституційних інвесторів, яка становить близько 2% вкладених коштів, а індексні чи взаємні фонди за аналогічні послуги сягають 0,3%.

Інвестиційний фонд (investment/unit trust, à à mutual fund) – це фінансова установа, що здійснює інвестиційну діяльність із цінними паперами (ЦП) за допомогою компаній, які спеціалізуються на управлінні інвестиціями, і депозитаріїв, у яких зберігають залучені кошти. У міжнародній практиці через інвестиційні фонди формується єдиний портфель акцій, облігацій чи готівкових коштів. Значною мірою ефективність діяльності фондів залежить від визначеної інвестиційної політики та мистецтва менеджменту чистими активами. Вартість чистих активів (net asset value, NAV) визначають щоденно як різницю між ринковою вартістю всіх активів фонду та зобов'язаннями у розрахунку на одну акцію. Акції (інвестиційні сертифікати) інвестиційних (взаємних)

<sup>1</sup> Кох Р. Менеджмент и финансы от А до Я / Пер. с англ. под ред. Ю. Н. Каптуревского. – СПб: Издательство «Питер», 1999. – С. 119.

фондів пропонують інвесторам за вартістю чистих активів, що припадає на них, а іноді й з курсовою націнкою.

Фінансові інституції формують інвестиційний портфель (portfolio, investment portfolio) з цінних паперів, який використовують з урахуванням визначеної інвестиційної політики. Пріоритетність цілей формування інвестиційного портфелю визначає його тип: 1) агресивний; 2) компромісний; 3) консервативний. Відповідно розрізняють і типи інвестиційних фондів, які функціонують на фондовому ринку. Так, у США є різні класифікації видів інвестиційних фондів. У 2002 р. рівень прибутковості пайових фондів США по вкладенням коливався при виборі агресивного портфеля зростання від 31,3 до 42,9%, збалансованого портфеля – відповідно від 23,3 до 26,7%, портфелю з фіксованим доходом – від 5,5 до 47,4%, а портфелю глобальних цінних паперів – від 26,5 до 38,9% (див. додаток 15).

Зупинимося на фондах, які спеціалізуються на інвестиціях у компанії з високою, середньою та малою капіталізацією. Їх поділяють на:

1) фонди вартості (Value Funds) і фонди зростання (Growth Funds), які працюють з різними видами акцій з урахуванням тих чи інших їхніх властивостей;

2) індексні фонди (Index Funds), які формують інвестиційний портфель за рахунок акцій, що входять у розрахункову базу певного індексу (нині нараховується близько 28 різних індексів);

3) галузеві фонди (Sector Funds), які працюють з конкретними галузями і секторами економіки;

4) фонди іноземних акцій (Foreign Stock Funds) – взаємні фонди, які спеціалізуються на інвестуванні на зарубіжних фондових ринках (у своїй діяльності вони враховують зміну економічної ситуації окремих країн – спад чи піднесення, коливання валютних курсів тощо);

5) облігаційні фонди (Bond Funds), які формують свої портфелі за рахунок цінних паперів із фіксованим доходом;

6) фонди грошового ринку (Money Market Funds), які вважаються найменш ризикованими взаємними фондами, оскільки інвестують кошти в короткотермінові цінні папери і відповідно щорічний дохід для інвесторів становить 4–6% (також працюють із депозитними сертифікатами, повернення яких у більшості випадків гарантує Федеральний уряд);

7) пайові інвестиційні трасти (Unit Investment Trust, UIT) – інвестиційні фонди, які купують фіксовані портфелі, що складаються з акцій, облігацій чи інших цінних паперів (нині у США функціонує понад 12 тис. пайових інвестиційних трастів, які приділяють особливу увагу

конкретним секторам економіки чи специфічним інвестиційним стратегіям).

Фонди зростання (Growth Funds), які також називають агресивними фондами, купують акції технологічних компаній. Наприклад, згідно з даними Fund Family Shareholder Association, FFSA, 7 диверсійних фондів 'рупи Vanguard, які характеризуються експертами як «агресивні», роблять головну ставку на різноманітні сектори ринку. Зокрема, у портфелі фонду Capital Opportunity найбільшу питому вагу (31%) займають акції технологічних компаній, а у портфелі SmallCap Index більша частка (22%) припадає на акції фінансового сектору. Водночас вкладення Capital Opportunity у фінансовий сектор становлять всього 6% від загальної величини активів, а SmallCap Index, у свою чергу, інвестує в акції технологічної галузі лише 10% своїх коштів.

Фонди зростання у своїй діяльності орієнтуються на три основних сектори: технологічний, фінансовий і сферу охорони здоров'я, які становлять понад 50% вартості фондового ринку. Так, у портфелі фонду Capital Opportunity відсоток вкладень у технологічний сектор перевищує питому вагу цього сектора на ринку у цілому.

У портфелях фондів SmallCap Growth Index, Explorer та Capital Opportunity відсоток інвестицій у секторі охорони здоров'я перевищує частку його на ринку загалом, а у фондах SmallCap Index and Tax-Managed SmallCap частка вкладень в акції сектору охорони здоров'я збігається з його ринковою часткою. Експерти з інвестицій вважають перспективними саме агресивні фонди, які мають високий відсоток інвестицій у технологічний сектор і сектор охорони здоров'я, тобто купують акції, показники яких перевищують середні результати у цих секторах.

Деякі агресивні фонди роблять ставку не на великі та відомі, а на зростаючі компанії, які нещодавно вийшли на ринок. Так, середня капіталізація компанії, акції якої входять до портфеля Capital Opportunity, становить приблизно 5,6 млрд. дол. США, а компанії, в акції якої інвестує SmallCap Value Index, мають середню ринкову вартість 600 млн. дол. США. Середня ринкова капіталізація американських компаній, акції яких продають на фондовому ринку, становить 37 млрд. дол. США.

У 1998–1999 рр. фонди зростання із дохідності випереджали фонди вартості. Проте проблемність розвитку технологічного сектору у 2000 р. знову сприяла розвитку фондів вартості. За даними фінансово-аналітичного агентства «Morning Star», середньостатистичний фонд

---

<sup>1</sup> Інтернет: [www.morningstar.com](http://www.morningstar.com).

вартості, який спеціалізується на акціях компаній з високою капіталізацією, лише 11,5% своїх коштів вкладає в акції технологічних компаній, тоді як в індексі S&P 500 їхня частка становить 21%, а у фондах зростання – у середньому 39%. За останніх 12 місяців, за станом на 26 лютого 2001 р., середня дохідність фондів вартості, які спеціалізуються на акціях компаній з високою капіталізацією, досягла 13,9%, аналогічний показник за індексом S&P 500 становив 4,9%, а у фондах зростання – 23%.

Фонди вартості відстають від фондів зростання наприкінці ХХ ст., проте з 2000 р. вони знову стали важливим фінансовим інструментом на Wall Street. Петер Ді Тереза (Peter Di Teresa), аналітик з агентства «Morning Star», слушно зазначив, що інвестори, які продали цінні папери фондів вартості у період їхнього падіння, значно втратили, оскільки тоді варто було їх дешево скуповувати, а не продавати.

Фірма Fabian Investment Resource щоквартально публікує список інвестиційних фондів, які мають низькі результати за своїми категоріями (Lemon List). До переліку потрапляють фонди, дохідність яких нижча від середнього показника за відповідною категорією за період, який дорівнює 1, 3 чи 5 рокам. Експерти Fabian Investment Resource вважають, що фонду можна «пробачити» невдалий квартал, але якщо він і в наступні продовжує працювати гірше, ніж інші фонди, що стоять за ним у списку, то учасникам фонду необхідно приділити особливу увагу до його діяльності. Серед фондів, які потрапили до «чорного списку» в кінці січня 2001 р., були AXP Blue Chip Advantage, Fidelity Advanced Growth Opportunity, MFS Emerging Growth, Putnam Voyager, Fidelity Destiny II та інші<sup>1</sup>. На нашу думку, цю практику варто впроваджувати і в Україні – публікувати у спеціалізованих виданнях, визначених Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку України, список інститутів спільного інвестування (ICI), які мають низькі результати фінансової діяльності за певні періоди.

Поступове зниження курсу американського долара на початку ХХІ ст. зумовлено тим, що фінансові інституції (потужні хедж-фонди) розпочали масований продаж доларових активів, змінюючи структуру інвестиційних портфельів на користь євро. Передбачається можливе зниження облікової ставки Європейським Центральним Банком. Відповідно, аналітик Deutsche Bank Тревор Динмор прогнозує, що до кінця 2004 р. курс дол. США до євро становитиме 1,30 і 1,35 до кінця

---

<sup>1</sup> Делова Україна. – 2003. – № 60 (104), 3 жовтня. – С. 1.

<sup>2</sup> Регулювання сфери фінансових послуг у праві Європейського Союзу та перспективи адаптації законодавства України. – Харків: Консум, 2002. – С. 92.

2005 р.<sup>1</sup>

Згідно з Директивою 85/611 Європейського Союзу інституції спільного інвестування (ICI) – це суб'єкти підприємницької діяльності, які відповідають наступним вимогам: винятковим видом їхньої діяльності є здійснення спільного інвестування коштів, отриманих від невизначеного кола осіб, у цінні папери, що підлягають обігу, та/або інші ліквідні фінансові інструменти; за умови дотримання у своїй діяльності принципу диверсифікації ризику; сертифікати таких суб'єктів на вимогу їхніх власників викуповуються або погашаються<sup>2</sup>. За юридичним статусом ICI можуть створюватися у вигляді договірної утворення («спільний фонд» – ведення справ на договірних засадах здійснює компанія-керуючий); трастового утворення («пайовий траст» – ведення справ здійснює професійний траст – довірче товариство) і статутного утворення («інвестиційна компанія» зі статусом окремої юридичної особи).

Приватизація в Україні прискорила розвиток ринку цінних паперів, сприяла становленню класу фінансових менеджерів (торговців цінними паперами; власників контрольних пакетів акцій відкритих акціонерних товариств (БАТ)), але одночасно ще не пододала хронічну недовіру приватних інвесторів до вітчизняного фондового ринку. Початок масової приватизації у 1992 р. ознаменувався законодавчими й нормативними актами щодо створення довірчих товариств, а вже з 1994 р. – щодо інвестиційних компаній і фондів. Більшість довірчих товариств працювала з грошовими коштами населення з використанням різноманітних елементів фінансових пірамід, що завдало відчутного удару становленню та розвитку цивілізованих видів інституційних інвесторів. Ці інституції не стали провідними посередниками у вирішенні проблем підприємств (АТ), пов'язаних з їхньою діяльністю на фондовому ринку.

У 1990-х рр. фінансові посередники виконували наступні види діяльності: 1) участь у процесах корпоратизації й приватизації (така діяльність неухильно скорочується, хоча на початку 1990-х рр. вона була найактуальнішою); 2) брокерсько-дилерська діяльність (купівля-продаж цінних паперів).

На фондовому ринку донедавна перебував в обігу переважно фінансовий капітал, і саме цим пояснювалася популярність довірчих товариств – трастів. Їх засновували товариства з додатковою відповідальністю, а їхнім основним видом діяльності було розпорядження майном (з середини 1990-х рр. – приватизаційними майновими сертифікатами). Розвиток трастів тривав до середини 1994 р., а з розвитком процесів приватизації ситуація значно змінилася. Наприклад, якщо на початок 1995 р. обсяг виробничого капіталу ледве сягав 50%, то у 1998

р. він перевищив 90% ринку цінних паперів. Недостатньо сформована інфраструктура фондового ринку й невизначеність з інституцією незалежних реєстраторів призвели до того, що фінансовим посередникам стало не вигідно працювати з індивідуальними інвесторами – громадянами. Як наслідок, брокерсько-дилерська активність має доволі розрізнений характер і не перевищує 40% від обсягу ринку цінних паперів.

З 1994 р. згідно з Указом Президента України «Про інвестиційні фонди та інвестиційні компанії» від 19 лютого 1994 р. № 55/94 розпочали свою діяльність інвестиційні компанії та фонди. Ця сфера діяльності вважається найскладнішою. Вона є особливим способом страхування на ринку цінних паперів, оскільки дає змогу або максимізувати дохід, або зменшити ризик. У світовій практиці інвестиційні фонди й компанії набули помітного розвитку за останніх 50 років завдяки тому, що вони вкладають кошти не в одне підприємство (АТ), а у різні галузі економіки. Інвесторам виплачують усереднений дохід у вигляді дивіденду за підсумками роботи усіх об'єктів інвестицій. Таким чином зменшують ризик неотримання доходу у випадку банкрутства одного підприємства (АТ) чи невизначеності в одній галузі економіки. У 1994–1998 рр. законодавство у сфері інвестиційного бізнесу недостатньо чітко визначало можливості діяльності вітчизняних інвестиційних компаній, які працювали переважно на первинному ринку цінних паперів.

Інвестиційний фонд – це юридична особа, створена у вигляді акціонерного товариства (АТ) для здійснення виняткової діяльності у сфері взаємного інвестування; учасники (акціонери) набувають паї (частки) інвестиційного фонду, вкладаючи грошові засоби або матеріальні цінності, й отримують прибуток від збільшення вартості паїв і за відсотками від заборгованості. У вітчизняній практиці функціонувало два види інвестиційних фондів: відкритий і закритий. Особливості діяльності фонду наступні: 1) діє на підставі Правил фонду (установчого документу), договору з компанією-управляючим і договору з депозитарієм; 2) залучає кошти, необхідні для інвестування, шляхом випуску власних цінних паперів (інвестиційних сертифікатів); 3) працює з різними видами цінних паперів (ЦП), змінюючи наявний портфель ЦП.

Становлення і розвиток фінансових посередників, які в процесі приватизації акумулювали понад 20 млн. приватизаційних майнових

---

<sup>1</sup>Закон України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» від 15 березня 2001 року № 2299-III // Відомості Верховної Ради України. – 2001. – № 21. – С. 103.

сертифікатів, сприяло формуванню цивілізованого ринку фінансового капіталу в Україні. На нашу думку, основними чинниками, які негативно вплинули на діяльність цих інституцій, були наступні: відсутність належного правового забезпечення, суттєві протиріччя у самих методах приватизації державної власності, низька професійна підготовка інвестиційних керівників і наявність недобросовісної конкуренції. В умовах формування фондового ринку України регіональні відділення Державної комісії з цінних паперів і фондового ринку проводили кваліфікаційну атестацію керівного складу фінансових посередників з метою не тільки підвищення їхнього професійного рівня, а й усунення низькокваліфікованих працівників, які свого часу брали участь в одному з найвідповідальніших і найскладніших процесів становлення ринку цінних паперів – розподілі національного багатства шляхом приватизації державної власності.

Майже чотири роки (1998–2001 рр.) інвестиційні компанії (фонди) перебували у перехідному періоді між завершенням процесу масової приватизації і прийняттям законодавства про інституції спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди), яке потребувало узгодження багатьох законодавчо-нормативних актів. Попередженню можливих порушень фінансовими посередниками законних прав власників інвестиційних сертифікатів сприяв Указ Президента України «Про заходи щодо забезпечення захисту прав учасників інвестиційних фондів та інвестиційних компаній» від 7 серпня 1999 р. № 968/99.

Прийняття Закону України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» від 15 березня 2001 р. № 2299-III спрямоване на розширення сфери діяльності цих фінансових інституцій відповідно до міжнародного досвіду та законодавства. Згідно із законодавчим актом визначено, що інститут спільного інвестування – це корпоративний інвестиційний фонд або пайовий інвестиційний фонд, який провадить діяльність, пов'язану з об'єднанням (залученням) грошових коштів інвесторів з метою отримання прибутку від вкладення їх у цінні папери інших емітентів, корпоративні права та нерухомість<sup>1</sup>. Інститут спільного інвестування залежно від порядку здійснення його діяльності може бути відкритого, інтервального та закритого типу. Запропоновано нову модель функціонування ІСІ, у якій чітко розмежовано функції реєстратора, зберігача, керуючої компанії та торговця цінними паперами. На нашу думку, ця законодавча сфера дає змогу розпочати діяльність інноваційним небанківським фінансовим інституціям.



Інститути спільного інвестування прийшли на зміну інвестиційним і взаємним фондам, які брали активну участь у приватизації державної власності. Проте вже третій рік триває узгодження нормативних актів, пошук компромісних рішень у багатьох спірних питаннях з функціонування ІСІ. Згідно з пунктом 1.9. рішення ДКЦПФР України «Про затвердження Положення про порядок реорганізації інвестиційних фондів та інвестиційних компаній, створених відповідно до Указу Президента України «Про інвестиційні фонди та інвестиційні компанії» від 19 лютого 1994 р. № 55, від 8 липня 2003 р. № 304 інвестиційні фонди з метою створення інститутів спільного інвестування (ІСІ) можуть реорганізуватися в корпоративний інвестиційний фонд; компанію з управління активами (КУА) з подальшим створенням цією КУА пайового інвестиційного фонду. Відповідно інвестиційні компанії з метою створення ІСІ можуть реорганізуватися в корпоративний інвестиційний фонд; КУА з подальшим створенням КУА пайового інвестиційного фонду за рахунок активів (майна) взаємного фонду інвестиційної компанії, що реорганізовується.

Позитивний момент у новому законодавстві України – встановлення заборони щодо діяльності диверсифікованих інститутів спільного інвестування: 1) купувати або додатково інвестувати в цінні папери, доходи за якими гарантовано урядами іноземних держав, більше, ніж 20% від загальної вартості активів ІСІ; 2) купувати або додатково інвестувати в акції та облігації іноземних емітентів, допущених до торгів на організованих фондових ринках іноземних держав, більш ніж 20% від загальної вартості активів ІСІ; 3) купувати або додатково інвестувати в цінні папери, доходи за якими гарантовано урядом однієї іноземної держави, більше, ніж 10% від загальної вартості активів ІСІ.

На наш погляд, прийняте положення сприятиме державному регулюванню часткової безпеки чистих активів вітчизняних фінансових інституцій, а участь інвесторів в ІСІ дасть змогу інвестувати кошти на фондовому ринку, не переймаючись особливостями вибору цінних паперів конкретних компаній. Проте для інвесторів (фізичної чи юридичної особи) важливо визначити переваги цієї форми капіталовкладень, оскільки законодавчо встановлена діяльність ІСІ суттєво відрізняється від функціонування попередніх фінансових інституцій, які працювали в перехідних умовах – у процесі приватизації державної власності.

На даний час наявна достатня законодавча база, є відповідний

---

<sup>1</sup>Аникин А. В. Защита банковских вкладчиков. Российские проблемы в свете мирового опыта. – М.: Дело, 1997. – С. 16–17.

економічний інтерес міжнародних фінансових інституцій до діяльності в Україні, проте найскладнішою, на нашу думку, залишається проблема довіри населення до діяльності пайових та корпоративних фондів. Якщо враховувати, що для роботи зі стратегічним інвестором інвестиційні банки витрачають 1–3 роки, а для роботи з портфельними інвесторами – від 2 тижнів до 1 року, то в Україні необхідно створити сприятливі умови для роботи тільки тих інвестиційних інституцій, які мають достатній фінансовий капітал, підготовлений високопрофесійний персонал, поважних засновників і відповідну систему страхування вкладень і заощаджень.

У більшості країн діє єдина система страхування депозитів (вкладів), яка охоплює як банківські, так й інші фінансові інституції. Так, Федеральна корпорація страхування депозитів у США здійснює страхування депозитів у банках і приватних ощадних асоціаціях (savings and loan associations)<sup>1</sup>. Закон про захист депозитів у Великій Британії передбачає страхування депозитів у визнаних банках (recognized banks) і депозитів у ліцензованих установах, які мають право приймати внески (licensed deposit takers). У Німеччині фінансові інституції, що здійснюють депозитні операції, поділяють на 3 групи з відповідними системами страхування депозитів.

На нашу думку, вітчизняні фінансові посередники у своїй діяльності повинні: 1) визначати стратегічні цілі та завдання; 2) сформулювати основні напрямки, філософію своєї діяльності; 3) проводити маркетингові дослідження (клієнти, цінова політика, структура надання фінансових послуг тощо); 4) об'рунтовувати конкурентні переваги (залучення коштів юридичних та фізичних осіб; боргові зобов'язання тощо); 5) приділяти особливу увагу розміщенню (формуванню інвестиційного портфелю з державних цінних паперів, цінних паперів місцевих органів влади, корпоративних цінних паперів; визначення їхньої ліквідності тощо); 6) приймати об'рунтовані управлінські рішення та використовувати інформаційні системи (стратегія управління; ведення бухгалтерського та управлінського обліку тощо); 7) визначати перспективи розвитку ринку фінансових послуг; фінансові результати (дохідність, склад акціонерів і партнерів тощо); 8) здійснювати управління персоналом згідно із сучасними методиками.

При роботі з фінансовим посередником клієнту (підприємству, АТ) потрібно з'ясувати, чи має він дозвіл здійснювати діяльність, уточнити інформацію про його засновників і кваліфікацію персоналу. І лише потім, уважно ознайомившись із перспективами вкладення коштів та умовами угоди щодо їх вкладення, можна укласти договір та оформити визначені

законодавством документи (попередня інформація про майбутні дивіденди має приблизний характер, але також не зашкодить).

Дослідження ринку цінних паперів показує, що в усередненому випадку акція дає більший прибуток і забезпечує краще умови захисту від наявного (очевидного й прихованого) фінансового ризику, ніж інша можлива форма інвестування. Показовим є факт, що наприкінці 1990-х рр. загальний прибуток від простих акцій, як правило, у 2–3 рази перевищував індекс зростання цін на товари.

На нашу думку, доцільно тимчасово вільні кошти підприємства (АТ) вкласти у цінні папери (акції, облігації тощо), зокрема, для зменшення впливу інфляційних процесів і несприятливого податкового тиску. Зауважимо, що саме так роблять комерційні банки з частиною грошей, які вони отримують від приватних осіб, щоб отримати прибуток, якого вистачає на виплату відсотків закладами (депозитами) та отримання доходу від власної діяльності на ринку цінних паперів. Аналогічно діють і страхові компанії, причому, для застереження від коливань кон'юнктури фондового ринку вони, як і банки, вкладають кошти переважно в облігації. Останнім часом з'явилась тенденція до поступово зростаючого придбання банками акцій великих компаній і потужних підприємств (АТ).

У широкому розумінні інвестиційна діяльність – це сфера послуг, оскільки оптимальних і безпечних рішень при вкладенні коштів взагалі не існує, проте остаточне рішення приймає клієнт (особа, яка платить гроші), а фінансовий посередник повинен задовольнитися дорадчо-консультативними функціями. Зауважимо, що і рішення клієнта, і поради посередника повинні ґрунтуватися на чіткому аналізі фінансово-господарської діяльності інвестованих підприємств (АТ). Подальший розвиток ринку цінних паперів в Україні тісно пов'язаний зі становленням фінансових інституцій та особливостями прояву обігу цінних паперів з урахуванням вітчизняних особливостей економічного розвитку.

Діяльність фінансових посередників вимагає не лише відповідного нормативного забезпечення, а й наявності кваліфікованих спеціалістів та відповідних атрибутів ринкової економіки. Проте не кожне підприємство (АТ) має змогу вишукати й залучити значні фінансові ресурси для створення відповідної власної інвестиційної інфраструктури, яка б забезпечувала його вихід на ринок фінансового капіталу. Розвиток транснаціональних компаній (ТНК) не оминув нашу державу – доволі потужний ринок збуту товарів. Відкриття представництв, дочірніх підприємств (АТ) цих компаній вимагало підвищення ефективності менеджменту з урахуванням наявності послуг фінансових інституцій (страхових компаній, пенсійних та інвестиційних фондів), які забезпечують їх стабільну діяльність в інших економічно

розвинутих країнах. Вітчизняний фінансовий ринок не зміг надати ці послуги, тому ТНК користуються послугами, які надають інституційні інвестори інших держав. Таким чином, з одного боку, для забезпечення фінансової безпеки держави урядовцям необхідно своєчасно розробляти відповідні законодавчо-нормативні акти щодо фінансових інституцій, а з іншого – реорганізувати діяльність фінансових підрозділів підприємств (АТ) з урахуванням наявності ринку цінних паперів та нових видів фінансових послуг.

Проблеми фінансування актуальні для кожного підприємства (АТ). Підприємство (АТ) має внутрішні джерела, але вони, як правило, невеликі, постійно виникають питання щодо узгодженості економічних інтересів між учасниками виробничого процесу – власниками, менеджерами, працівниками, державними органами управління тощо. Якщо залучити боргове фінансування, то кредити, надані комерційними банками, є переважно короткотерміновими, з високою відсотковою ставкою за кредитні ресурси. Можна випустити облігації, але це вимагатиме забезпечення постійної дохідності для приватних інвесторів чи юридичних осіб, що є не завжди реальним, оскільки потрібна дохідність у більшості випадків може навіть перевищувати ставку за кредитами комерційних банків.

Пошук альтернативних джерел інвестування для підприємств (АТ) простіший, оскільки вони можуть здійснити додаткову емісію акцій, а кошти, отримані від продажу випущених акцій, можна спрямувати на виконання виробничої програми чи поповнення власних обігових засобів. Зауважимо, що в економічно розвинутих країнах додаткова емісія акцій – це постійне джерело фінансування.

Для задоволення інвестиційного попиту слід залучати кваліфікованих фахівців інститутів спільного інвестування (ICI), які вже мають достатній досвід і матеріальну зацікавленість в ефективнішому використанні державних ресурсів у сфері спільного інвестування. Це дасть змогу ліквідувати галузевий принцип підходу до використання державних інвестицій і забезпечить їх спрямування за цільовим принципом виконання певної програми. У майбутньому залучення фінансових посередників сприятиме вдосконаленню бюджетного процесу, як у його дохідній, так й у видатковій частинах.

---

<sup>1</sup>Клапків М. С., Клапків Ю. М. Витоки національного страхового ринку України: Монографія. – Тернопіль: Карт-бланш, 2003. – С. 29–36.

<sup>2</sup>Жуков Е. Ф. Новые тенденции в мировой экономике // Финансы. – 2002. – № 5. – С. 62.

<sup>3</sup>Щелова Е. Рынок с вечным потенциалом // Украинская Инвестиционная Газета. – 2003. – № 38. – 23 сентября.

На наш погляд, інститути спільного інвестування (ICI) зацікавлені в ефективнішому розміщенні державних цінних паперів, вільних коштів населення та юридичних осіб, залучених у процесі спільного інвестування, а також пошуку стабільних банків для вкладень і зменшення фінансового ризику пільгових державних кредитів. Фінансові посередники безпосередньо пов'язані та ліпше поінформовані про формування інфраструктури фондового ринку (депозитарію, незалежних ресстраторів), зацікавлені в успішному розвитку власного інвестиційного бізнесу.

В історичному ракурсі процесу створення товариств взаємного страхування в Україні сприяло прийняття Закону про господарські товариства (1867 р.) і Закону про кооперативні спілки (1873 р.). Ці правові акти дали змогу громадам Галичини самостійно вирішувати проблеми страхового захисту. У лютому 1891 р. у Відні розпочалися парламентські читання проекту Закону про обов'язкове страхування, тому згідно з проектом статуту страхове товариство «Дністер» було створене не лише для взаємного страхового обслуговування усіх його учасників, а й їхнього економічного та політичного об'єднання<sup>1</sup>.

Страхування ризиків іноземних інвесторів здійснюють міжнародні організації, державні організації (наприклад, Корпорація закордонних приватних інвестицій (OPIC) у США страхує ризики національних підприємців, котрі інвестують за кордоном) та недержавні страхові організації (Lloyd's Sedgwick James Ltd. (London)).

Як зазначено вище, теракти в США 11 вересня 2001 р. негативно вплинули на американські страхові компанії, які повинні сплатити загальну суму збитків у розмірі понад 100 млрд. дол. США Це стосується суми виплат страхових відшкодувань для понад 3 тис. осіб, які загинули у Всесвітньому торговому центрі, а також збитків, пов'язаних зі страхуванням від пожеж, нещасних випадків у ньому та навколишніх хмарочосах, зруйнованих на наступний після теракту день. До речі, вартість всього Всесвітнього торгового центру становила 40 млрд. дол. США<sup>2</sup>. Оскільки у страховій справі діє метод перестраховування ризиків, то в процесі відшкодування цих збитків беруть участь страхові компанії інших країн, які мають перестраховувальні договори з американськими

<sup>1</sup>Соболев М. Н. Экономическая политика капиталистических стран. – М.: Изд-во «Пролетарий», 1925. – С. 285.

<sup>2</sup>Витте С. Ю. Воспоминания. Детство. Царствования Александра II и Александра III. (1849–1894). Том III. – Л.: Государственное издательство, 1924. – С. 315.

<sup>3</sup>Стратегия занятости / Чижова Л. С., Сергеева Г. П., Волчков С. Н. и др.; Отв. ред. Л. С. Чижова. – М.: Экономика, 1990. – С. 81.

<sup>4</sup>Основи законодавства України про загальнообов'язкове державне соціальне страхування від 14 січня 1998 р. № 16/98-ВР // Відомості Верховної Ради України. – 1998. – № 23. – С. 121.

страховими компаніями (переважно країни Європи, Азії, Латинської Америки). Зарубіжні експерти вважають, що саме це призвело до банкрутства там деяких страхових компаній.

У 2003 р., за оцінками Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг, рівень страхових виплат в Україні стосовно зібраних страхових сум становив менше 10% (у 2002 р. – 12%), тоді як в економічно розвинутих країнах – близько 70%. Фахівці вважають, що це свідчить про завищення страхових тарифів, монополізм у сфері обов'язкових видів страхування, й про те, що деякі угоди укладаються тільки з метою уникнення оподаткування<sup>3</sup>.

На фінансових ринках економічно розвинутих країн одними з найпотужніших учасників є пенсійні фонди, хоча розвиток системи пенсійного забезпечення населення й виплата державних пенсій завжди були в економічній науці складними та багатограними проблемами. Наведемо кілька цікавих історичних фактів. У XIX ст. в Австралії та Англії відмовилися від принципу страхування. Відповідно до державної доктрини особи, які повинні отримати пенсію за віком, не зобов'язані були вносити страхових внески у страхову компанію. Держава зобов'язалася відносно скромно матеріально забезпечити всіх пенсіонерів за рахунок загальнодержавних коштів. Першою країною, що здійснила державне пенсійне забезпечення, була Нова Зеландія, видавши у 1898 р. закон «Old Age Pension Act»<sup>1</sup>, згідно з яким громадянам не потрібно було здійснювати відрахування на пенсійне забезпечення; право на пенсію отримували особи, які досягли 65 років і відповідали наступним вимогам: прожили в цій країні не менше 25 років, не піддавалися важким карним покаранням, відрізнялися «добрим життям і моральністю».

Наприклад, доречною є згадка, що чиновник з особливих доручень при Міністерстві фінансів Росії, який мав звання таємного радника, Ціон брав участь у позикових операціях і отримав 200.000 франків від французьких банкірів за розміщення першої великої російської позики у Франції. За це порушення службової етики його позбавили пенсії та заборонили в'їзд у Росію<sup>2</sup>.

В Україні створенню адекватного організаційно-правового механізму пенсійного забезпечення приділялася особлива увага із самого початку реформування економіки. В економічній літературі активно обговорювалася проблематика оптимізації рівня пенсійного забезпечення з метою зниження потреб пенсіонерів в оплачуваній роботі для забезпечення належного рівня життя<sup>3</sup>. Зауважимо, що Закон України

---

<sup>1</sup> Пенсійна реформа – нагальна вимога часу // Урядовий кур'єр. – 2002. – № 203, 1 листопада.

«Про пенсійне забезпечення» від 5 листопада 1991 р. № 1788-XII сприяв становленню національної системи пенсійного забезпечення, а також зміни пенсійного законодавства.

Згідно зі статтею 1 Основ законодавства України про загальнообов'язкове державне соціальне страхування від 14 січня 1998 р. № 16/98-ВР загальнообов'язкове державне соціальне страхування – це система прав, обов'язків і гарантій, яка передбачає надання соціального захисту, що включає матеріальне забезпечення громадян у старості та в інших випадках, передбачених законом<sup>4</sup>. Країни-претенденти, які бажають стати повноправними членами Європейського Союзу, повинні модифікувати свою правову систему з метою забезпечення умов для дотримання трьох основних принципів: прав людини, демократії та ринкової економіки.

Пенсійна реформа стане важливим етапом входження в європейську спільноту, оскільки сприятиме зниженню соціальної напруженості в суспільстві та розвитку ринку фінансового капіталу в Україні. На нашу думку, криза солідарної пенсійної системи зумовлена впливом на неї демографічної ситуації, яка суттєво торкається економіки і може мати непередбачувані наслідки її розвитку. Постійне зменшення кількості населення і зміна його демографічних характеристик впливають на фінансовий стан пенсійного забезпечення. Так, у 2002 р. кількість активного населення працездатного віку становила 22 млн. осіб і налічувалося 14 млн. пенсіонерів (пенсію отримувало 13,6 млн. осіб). За прогностичними розрахунками після 2010 р. відчутним для України стане співвідношення між кількістю осіб працездатного віку та кількістю осіб старших 60 років, яке зменшиться з 3:1 до 2:1<sup>1</sup>. Відповідно, таке суттєве зростання кількості пенсіонерів значно вплине на структуру економіки і вимагатиме більшого матеріального забезпечення соціальної сфери та розширення рекреаційних умов проживання цієї групи населення.

Становлення принципово нової системи забезпечення соціальних гарантій у суспільстві – це складний і відповідальний процес. Для впровадження реформ здійснюються наступні заходи: стабілізація діяльності Пенсійного фонду України та його фінансового стану; створення систематизованої бази даних персоніфікованого обліку для призначення пенсій (це один із напрямків детінізації економіки); прийняття відповідних нормативно-правових актів. Зміна системи вітчизняного соціального забезпечення на систему пенсійного страхування відбувається вже понад 10 років і тісно пов'язана з

---

<sup>1</sup>Квасов А. Финансовый капитал и финансовая олигархия Канады. – М.: Наука, 1989. – С. 111.

макроекономічними чинниками. На жаль, повільно на законодавчому рівні вирішуються основні проблеми: яка частина валового національного продукту (ВНП) потрібно спрямувати в нагромаджувальну пенсійну систему і в яких обсягах його зростання повинно забезпечувати утримання пенсіонерів та гарантувати їм цивільне проживання.

У світовій практиці використовують дві схеми нагромадження пенсійних коштів: 1) схема з фіксованими внесками (*dici*) – закладена у вітчизняний законопроект – фіксує розмір регулярних внесків, проте розмір підсумкової суми залишається відкритим (переваги: є певні гарантії від банкрутства, можливість інвестиційного приросту пенсійних вкладень); 2) схема з фіксованими виплатами (*dibi*), запропонована вітчизняними профспілками, подібна до нинішньої (2003 р.) солідарної системи пенсійного забезпечення (розмір пенсій встановлюють заздалегідь; залежність від трудового стажу, розміру заробітної плати напередодні виходу на пенсію тощо). Проте важко визначити суму внесків в умовах нестабільної економіки, інфляційних та фінансових ризиків, використання роботодавцями різноманітних схем виплати заробітної плати. В економічно стабільних країнах таку схему обирають переважно високооплачувані працівники з тривалим стажем роботи на одному підприємстві (АТ). Відповідно, вся матеріальна відповідальність, ефективність контролю та ризики, перекладені на роботодавців.

Дві схеми можуть ефективно працювати окремо і взаємодоповнювати одна одну при умові дотримання міжнародних стандартів управління пенсійними коштами – безпека інвестування, диверсифікація інвестицій, ліквідність та ефективне довірче управління. Оскільки проблеми системи пенсійного забезпечення спричиняють соціальну напруженість у суспільстві, тому держава повинна здійснювати постійний контроль у цій сфері. Насамперед забезпечувати держаний контроль за розміщенням коштів з нагромаджувальних рахунків у прибутковій вітчизняній підприємстві (АТ). У монографії О. Квасова «Фінансовий капітал і фінансова олігархія Канади» (1989 р.)

---

<sup>1</sup> Закон України «Про загальнообов'язкове державне пенсійне страхування» від 9 липня 2003 року № 1058-IV // Відомості Верховної Ради України. – 2003. – № 49–50. – С. 376.

<sup>2</sup> Розпорядження Президента України «Про заходи щодо забезпечення захисту активів недержавних пенсійних фондів» від 14 квітня 2003 року № 92/2003-рп // Урядовий кур'єр. – 2003. – № 72, 17 квітня. – С. 23.

<sup>3</sup> Гончаров А. Тенденции к решению проблем есть, а дальше – посмотрим // Украинская инвестиционная газета. – 2003. – № 49, 9 декабря.

<sup>4</sup> Суляев А. И. Негосударственная пенсионная система: пути развития // Український інвестиційний журнал Welcome. – 2003. – № 10–11. – С. 9.



зазначено, що впродовж післявоєнного періоду всі канадські фонди пенсійних заощаджень були зобов'язані щонайменше 90% в сіх коштів розміщувати в акції та облігації тільки канадських фірм<sup>1</sup>. Відповідно, визначені протекціоністські заходи сприяли не лише розвитку фондового ринку, а й зміцненню національної економіки Канади.

За останні роки державні структури налагодили контроль за виплатою пенсій. Важливим кроком було прийняття Постанови Кабінету Міністрів України «Про заходи щодо підвищення ефективності управління фінансами пенсійного забезпечення» від 12 вересня 2002 р. № 1349, згідно з якою всі рахунки органів Пенсійного фонду України були переведені на розрахунково-касове обслуговування в Державний ощадний банк України. Проте пенсійне обслуговування здійснювалося у внутрішньому режимі, тобто всі проблеми вирішувалися за рахунок власних пенсійних коштів держави і значною мірою уникалося залучення додаткових коштів (інвестицій) для виплати пенсій.

Згідно із Законом України «Про загальнообов'язкове державне пенсійне страхування» від 9 липня 2003 р. № 1058-IV передбачається створення нагромаджувального пенсійного фонду – цільового позабюджетного фонду, який акумулює страхові внески застрахованих осіб, що обліковуються на нагромаджувальних пенсійних рахунках та інвестуються з метою отримання інвестиційного доходу, а також недержавних пенсійних фондів, які створюються і діють відповідно до законодавства про недержавне пенсійне забезпечення<sup>1</sup>.

Прийняття законодавства про трирівневу пенсійну систему сприяє початку діяльності нових потенційних учасників фінансового сектору – компаній з управління активами, недержавних пенсійних фондів і корпоративних пенсійних фондів. Згідно з Розпорядженням Президента України «Про заходи щодо забезпечення захисту активів недержавних пенсійних фондів» від 14 квітня 2003 р. № 92/2003-рп передбачається розробити механізми оперативного моніторингу ефективності управління недержавними пенсійними фондами та оцінки платоспроможності компаній з управління активами цих фондів<sup>2</sup>.

Певні податкові пільги сприятимуть становленню корпоративних фондів, які акумульовані пенсійні кошти можуть спрямовувати на купівлю цінних паперів підприємств-учасників фондів, розміщувати їх на депозити у банках. Проте для недержавних пенсійних фондів

---

<sup>1</sup>Щербakov А. И. Использование средств государственной накопительной системы финансовыми институтами // Финансы. – 2002. – № 1. – С. 69.

<sup>2</sup>Пенсійна реформа – нагальна вимога часу // Урядовий кур'єр, – 2002. – № 203, 1 листопада.

законодавчо встановлено доволі високу відповідальність за їхню діяльність (тривала процедура реєстрації, підготовки відповідних кадрів, пошук керуючого активами, репалентація вкладення залучених коштів) і складно визначити можливий прибуток на найближчих 5 років. Пропозиції деяких економістів про доцільність встановлення податкових пільг для недержавних пенсійних фондів<sup>3</sup>, на нашу думку, суперечить стратегії й вимогам вступу України у Світову організацію торгівлі (СОТ).

Підприємства (АТ) – учасники корпоративних пенсійних фондів – зможуть розміщувати вільні кошти (пенсійні інвестиції) у власні акції та облігації, а також на депозити у банках. Відповідні робочі групи у банках розробляють супутні пенсійні схеми і технологічні карти щодо приєднання до пенсійних фондів юридичних осіб і надання послуг фізичним особам<sup>4</sup>.

Світові фінансові ринки акумулювали значні фінансові ресурси національних пенсійних систем. Так, у Російській Федерації через 8–10 років пенсійні резерви досягнуть 40% рублевої маси (приблизно 100–150% всіх інших термінових приватних національних інвестицій у країні)<sup>1</sup>. Відповідно, ці кошти можна буде спрямувати для кредитування реального сектору економіки.

По-друге, необхідно запровадити систему державних гарантій збереження пенсійних відрахувань та капіталовкладень. Тому може виникнути потреба у створенні (відновленні) державної страхової компанії (можливо, буде задіяний потенціал НАСК «Оранта», яка впродовж останніх років перебуває в процесі перманентної приватизації). З метою гарантування пенсійних вкладів фізичних осіб та забезпечення державного регулювання ринків фінансових послуг варто законодавчо встановити засади функціонування страхового фонду та порядок відшкодування вкладів вкладникам пенсійних недержавних фондів-банкрутів. Фонд повинен гарантувати кожному вкладнику відшкодування коштів за його вкладами, включаючи відсотки, у розмірі вкладів на день, настання недоступності вкладів. Встановлений мінімальний розмір відшкодування коштів за пенсійними вкладами, включаючи відсотки, за рахунок фонду може регулюватися згідно з рішеннями його наглядової ради залежно від тенденцій нагромадження пенсійних ресурсів.

У даному контексті дискусійними є пропозиції про доцільність вкладення пенсійних коштів в іноземні фінансові інституції (банки, інвестиційні компанії й фонди, страхові компанії) з метою диверсифікації

---

<sup>1</sup>Державні гарантії для «приватної» пенсії // Урядовий кур'єр. – 2003. – № 28, 13 лютого. – С. 15.

вкладень (перестраховування ризиків тощо). Ми вважаємо, що нестабільність економічної ситуації у світі не дає гарантій своєчасного та повного повернення вкладених іноземних інвестицій. Крім цього, можна зіштовхнутися з фінансовими спекулянтами, які через відпрацьовані схеми та ризик у здійснюваних операцій можуть просто знецінити, знівелювати вітчизняні вкладення. Національні пенсійні системи економічно розвинутих країн здійснюють протекціоністську політику відносно фінансових шахрайств та протидіють створенню фінансових пірамід на фондових ринках. Проте суттєва залежність систем пенсійного забезпечення від приватного сектору економіки не гарантує достатньої безпеки. Так, банкрутство компанії Енрон (Enron) знецінило пенсійні активи у сумі 2,1 млрд. дол. США, що торкнулося приватних інтересів 13 млн. американців<sup>2</sup>. Відповідно, в іноземних фінансових інституціях можна розміщувати, на нашу думку, не більше 10–25% активів недержавних пенсійних фондів, й то за умов наявності міжурядових угод про гарантування їхньої безпеки.

По-третє, важливим є питання інвестиційної дохідності. Проблема дохідності пенсійних рахунків населення залишається актуальною, оскільки вітчизняний фінансовий ринок ще недостатньо підготовлений для роботи з довготерміновими вкладеннями такого типу. Варто також законодавчо впорядкувати реальні видатки нагромаджувальної пенсійної системи (визначити їхній відсоток щодо чистих активів): оплата послуг депозитаріїв, керівників компаній, аудиторів, реєстраторів, банківські послуги тощо.

По-четверте, варто враховувати економічні інтереси і потенційних інвесторів – учасників нагромаджувальної пенсійної системи. Ця реформа повинна здійснюватися цивілізовано, тому й потрібно оперативно і чітко запобігати всім можливим зловживанням, наприклад, видавати ліцензії при достатньому фаховому рівні працівників тощо.

Так, пенсійна реформа в Чилі є показовим прикладом успішного вирішення проблем пенсійного забезпечення у світовій економіці. У пенсійних фондах Чилі бере участь 3 млн. 400 тис. вкладників при загальній чисельності населення 20 млн. осіб; вік 72% учасників – менше 35 років; нагромаджено понад 35 млрд. дол. США і 12 млрд. дол. США передано компаніями страхування життя для забезпечення довічної ренти. Середньорічна дохідність коштів – 10,3% при тому, що пенсія на рівні 70% зарплати досягається при рентабельності 4%. Понад 26% зростання валового національного продукту було забезпечено за

---

<sup>2</sup>Сорок рекомендацій Групи з розробки фінансових заходів боротьби з відмиванням грошей (FATF) // Урядовий кур'єр. – 2003. – № 179, 25 вересня. – С. 9–10.

рахунок саме пенсійної реформи<sup>1</sup>. Можна констатувати, що в реформу повірило близько 17% населення переважно молодого віку. Такий досвід, на нашу думку, варто врахувати при визначенні основних показників та учасників у ході проведення пенсійної реформи в Україні.

Зауважимо, що потенційними учасниками будуть молоді людьми, тому можливість поліпшення житлових умов шляхом розміщення певної частки пенсійних нагромаджень у будівництво стане суттєвим стимулом для відкриття відповідних рахунків. Досвід у житловому будівництві на базі холдингової компанії «Київміськбуд» та АКБ «Аркада» варто використати й в інших регіонах з урахуванням їхніх особливостей (відповідно враховувати економічний розвиток регіону, розвиненість інфраструктури тощо).

В Україні доцільно використовувати соціально орієнтовану модель системи нагромадження пенсійних коштів. Оскільки більшість суб'єктів господарювання самостійно вирішують свої фінансові та стратегічні цілі, то варто з врахуванням співвідношення оптимальності у макроекономічному вимірі більшу частку пенсійних внесків спрямувати на задоволення житлово-соціальних потреб суспільства. Це сприятиме зниженню соціальної напруженості й зростанню довіри до нової системи фінансових послуг. У рахунок майбутніх відрахувань можна надавати пільгові кредити молодим сім'ям для будівництва житла, фінансову підтримку для навчання, професійної переорієнтації тощо. Проте одночасно необхідно продовжувати пошук дохідних, ліквідних та довготермінових фінансових інструментів на фондовому ринку (новітні банківські технології тощо) з метою забезпечення якісного розміщення пенсійних коштів.

Згідно з пунктом 8 Сорока рекомендацій Групи з розробки фінансових заходів боротьби з відмиванням грошей (FATF) передбачається, що фінансові установи повинні приділяти особливу увагу проведенню операцій з відмивання грошей внаслідок появи і розробки нових технологій, що можуть сприяти анонімності, й повинні у разі необхідності здійснювати заходи, спрямовані на запобігання їхньому використанню у схемах відмивання грошей<sup>1</sup>.

Пенсійна реформа спрямована на підвищення ефективності використання державних фінансових ресурсів. Відбувається перехід на тристороннє управління фондами загальнообов'язкового державного соціального страхування (профспілки, роботодавці на паритетних з державою засадах). Відповідно, жоден з інституційних учасників не має права самостійно розпоряджатися пенсійними активами, а система зберігання та управління пенсійними активами забезпечує їх фактичне

відокремлення від власних активів засновників та менеджменту фондів. Оскільки пенсійні кошти можна використовувати для довготермінового фінансування, то учасники фінансового ринку повинні відпрацювати схеми ефективного їх використання саме у такому режимі.

З досвіду відомо, що на капіталізацію та ліквідність вітчизняного ринку фінансового капіталу впливають наступні макрофактори: наявність державного боргу, розвиненість інфраструктур фінансового ринку, наявність тінізації економіки тощо. Так, в Україні за останні роки намітилася тенденція до фінансової макроекономічної стабільності та збалансованості грошової маси, а загалом зміцнення національної валюти привело до зниження дохідності іноземних інвестицій та розвитку вітчизняного ринку фінансового капіталу.

Світова практика свідчить, що держава здійснює контроль за фінансовими потоками, а приватні фінансові інституції повинні самостійно вирішувати локальні завдання: диверсифікація ризиків, забезпечення ліквідності капіталовкладень тощо. З метою забезпечення ефективності довготермінового вкладення пенсійних коштів фінансові інституції здійснюють інвестування у проекти, які відбирають на тендерних умовах; проводять ринкову оцінку (а не задекларовану згідно з умовами конкурсу) запропонованих проектів; забезпечують подальший їхній моніторинг. Зазначимо, що у 2002 р. Кабінетом Міністрів України було визначено пріоритетним саме інноваційний напрямок розвитку вітчизняної економіки і розроблено низку заходів для реального його впровадження. Проте ще недостатньо подано визначення та напрямки інноваційно-інвестиційних проектів (не вказано, які юридичні особи мають визначати і розробляти проекти – підприємства-позичальники чи державні відомчі структури). Вкладення пенсійних коштів у різні види інноваційних структур (технопарків, бізнес-центрів, бізнес-інкубаторів) і систему венчурного фінансування (у реалізацію національних програм інноваційного розвитку та організації перспективних досліджень) слід здійснювати лише при наявності гарантій вищих державних органів влади і на суто ринкових засадах.

У перспективі з метою уникнення можливих системних ризиків втрати державою належних їй цінних паперів (прав власності) передбачається передати Фондові державного майна України державних пакетів акцій, що перебувають у власності державних холдингових компаній, а перелік відповідних державних холдингів визначає Кабінет Міністрів України. На нашу думку, доцільно включити даний перелік холдингів у загальний список суб'єктів господарювання – інвестиційно привабливих об'єктів, регламентованих державою для розміщення пенсійних коштів вітчиз-

**Додаток 1****Реформування власності в Україні в 1993–2001 рр.\***

(одиниць)

	1993 р.	1994 р.	1995 р.	1996 р.	1997 р.	1998 р.	1999 р.	2000 р.	2001 р.
Об'єкти малої приватизації	2683	6498	13120	16445	7336	4535	4639	4776	5767
Об'єкти великої та середньої приватизації	909	1751	3092	2994	1165	831	288	164	107
Об'єкти соціальної сфери	–	–	–	–	–	15	256	281	174

\***Джерело:** Звернення Президента України до Верховної Ради України у зв'язку з посланням Президента України до Верховної Ради України «Про внутрішнє і зовнішнє становище України у 2001 році» // Економіст. – 2002. – № 6. – С. 48–49.

**Перелік найбільших підприємств України,  
які мали державну частку в 2002 р.\***

Назва відкритих акціонерних товариств (ВАТ)	Частка держави у статутному фонді (%)	Назва установи, яка здійснює управління	Примітки
ДАХК «Чорноморський суднобудівний завод»	100	Фонд державного майна України (ФДМУ)	Уряд прийняв рішення про виділення заводу 25 млн. грн. для стабілізації ситуації (надійшло 7 млн. грн.)
ДАК «Уїресурси»	100	ФДМУ	У 2001 р. збитки компанії зменшилися в 24 рази порівняно з 2000 р. і становили 1,08 млн. грн.
ДАХК «Укрліппро»	100	ФДМУ	У 2001 р. збитки становили 0,181 млн. грн., в 2000 р. – 0,122 млн. грн. Обсяг реалізації зменшився на 36,45%
ВАТ «Краситель»	84,6	Луганська обласна державна адміністрація	У 2001 р. збитки становили 14 млн. грн., обсяг реалізації скоротився на 64,1%. Порушено справу про банкрутство, санатором стала компанія «Логрус Кемікл»
ВАТ «Турбоатом»	75,22	Міністерство промислової політики	У 2001 р. виробництво зросло на 16,2%, прибуток становив 61,9 млн. грн., на виплату дивідендів спрямовано 6,12 млн. грн.
ВАТ «Росава»	74,62	ФДМУ	У 2001 р. прибуток становив 86,6 млн. грн., в 2000 р. збитки – 19,6 млн. грн. Судові позови з приводу продажу за борги
ВАТ «Нікопольський феросплавний завод»	50%	АБ «Кредит-Дніпро»	Прибуток до оподаткування в 2001 р. становив 76,15 млн. грн., обсяг реалізації зріс на 101%, рентабельність – на 12,5%
ВАТ «Дніпровський металургійний комбінат імені Дзержинського»	50%	ВАТ «УкрСиббанк»	За два місяці 2002 р. отримано прибутку на 4 млн. грн., рентабельність – 5,9%. Високий рівень заборгованості по ПДВ
ВАТ «Нафтохімік Прикарпаття»	25%	ТОВ «Альфа-Нафта»	У 2001 р. прибутки знизилися в 11 разів – до 1,03 млн. грн., виручка від реалізації зменшилася на 26,7%

\*Складено за: Управління госпакетами // Українська Інвестиційна Газета. – 2002. – № 27. – С. 8.

## Методи приватизації великих і середніх підприємств\*

Країна	Прямий продаж	Ваучери	Передача акцій у власність керівників і працівників підприємств
Албанія	не застосовувався	другорядний	основний
Болгарія	основний	другорядний	–
Боснія і Герцеговина	другорядний	основний	не застосовувався
Угорщина	основний	не застосовувався	другорядний
Латвія	основний	другорядний	не застосовувався
Литва	другорядний	основний	не застосовувався
Македонія	другорядний	не застосовувався	основний
Польща	основний	основний	другорядний
Румунія	другорядний	не застосовувався	основний
Словаччина	основний	другорядний	не застосовувався
Словенія	не застосовувався	другорядний	основний
Хорватія	не застосовувався	другорядний	основний
Чехія	другорядний	основний	не застосовувався
Естонія	основний	другорядний	не застосовувався
Азербайджан	другорядний	основний	не застосовувався
Вірменія	не застосовувався	основний	другорядний
Білорусь	не застосовувався	другорядний	основний
Грузія	другорядний	основний	не застосовувався
Казахстан	основний	другорядний	не застосовувався
Киргизстан	не застосовувався	основний	другорядний
Молдова	другорядний	основний	не застосовувався
Росія	другорядний	не застосовувався	основний
Таджикистан	основний	другорядний	не застосовувався
Туркменістан	другорядний	не застосовувався	основний
Узбекистан	другорядний	не застосовувався	основний
Україна	другорядний	не застосовувався	основний

\*Джерело: Переходний період: аналіз і уроки першого десятиліття для країн Східної Європи і для колишнього Радянського Союзу. Дослідження Всесвітнього банку / Пер. з англ. – М.: Видавництво «Весь Мир», 2002. – С. 182.



## Основні показники економічного і соціального стану в Україні 1991–1995 рр.\*

(у фактичних цінах)

	1991 р.		1992 р.		1993 р.		1994 р.		1995 р.	
	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
1										
ВВП, трлн. укр. крб.	0,3	5	148	1204						5452
Темпи зростання до відно відного періоду попереднього року, %										
у порівняльних цінах	91,3	90,1	85,8	77,1						87,8
у фактичних цінах	180	1680	2950	810						450
Основні фонди, трлн. укр. крб.	0,5	6,0	225	376						10865
Темпи зростання до відно відного періоду попереднього року, %										
у порівняльних цінах	103,2	102,5	102,5	100,1						99,0
у фактичних цінах	10420	1220	3740	170						2890
Обсяг промислової продукції, трлн. укр. крб.	0,33	6,1	177	1310						5882
Темпи зростання до відно відного періоду попереднього року, %										
у порівняльних цінах	95,2	93,6	92,0	72,7						88,0
у фактичних цінах	190	1850	2910	740						450
Капітальні вкладення, трлн. укр. крб.	0,05	0,9	29	228						938
Темпи зростання до відно відного періоду попереднього року, %										
у порівняльних цінах	92,9	63,1	89,7	77,5						71,5
у фактичних цінах	—	1740	3380	780						410
Прибуток в народному господарстві*, трлн. укр. крб.	0,1	3	93	515						1881

Продовження додатку 4

1	2	3	4	5	6
Темпи зростання до відповідного періоду попереднього року, %					
у фактичних цінах	210	2320	3650	550	400
Питома вага збиткових підприємств, %	–	9,5	8,3	11,4	22,2
Середньомісячна номінальна заробітна плата працівників, тис. у.о.р. ю.б.	0,5	6,5	162,8	1427,7	7342,0
Темпи зростання до попереднього періоду, %					
до середньомісячної зарплати за попередній рік	–	1360	2500	880	520
Грошові доходи населення, млн. грн.	2	24	628	5389	26498
Темпи зростання до попереднього періоду, %	190	1160	2650	860	490
Грошові витрати та заощадження населення, млн. грн.	1,9	19	513	4754	24784
Темпи зростання до попереднього періоду, %	180	990	2700	930	520
Рівень безробіття (на останню дату), %	–	0,03	0,25	0,3	0,29
Коефіцієнт обслуговування зовнішнього боргу, %	–	–	–	11,2	8,0

\* Джерело: дані Національного банку України.

**Додаток 5**

**Індекс економічного та соціального стану в Україні 1996–2002 рр.\***  
(у фактичних цінах)

	1996 р.	1997 р.	1998 р.	1999 р.	2000 р.	2001 р.
1	2	3	4	5	6	7
ВВП, млн. грн.	81519	93365	102593	130442	170070	204000
Темпи зростання до відповідного періоду попереднього року, %						
у порівняльних цінах	90,0	97,0	98,1	99,8	105,9	107,0
у фактичних цінах	149,5	114,5	109,9	127,1	130,4	-
Основні фонди, млн. грн.	843471	866439	823610	837446	828822	915000
Темпи зростання до відповідного періоду попереднього року, %						
у порівняльних цінах	99,6	100,2	100,8	101,3	101,0	101,0
у фактичних цінах	780	102,7	95,1	101,7	99,0	-
Обсяг промислової продукції, млн. грн.	73321	75061	82889	107537	144483	184000
Темпи зростання до відповідного періоду попереднього року, %						
у порівняльних цінах	94,9	99,7	99,0	104,0	112,4	111,0
у фактичних цінах	124,6	102,4	110,4	129,7	134,3	-
Інвестиції в основний капітал (капіталовкладення), млн. грн.	12557	12401	13958	17552	23629	325000
Темпи зростання до відповідного періоду попереднього року, %						
у порівняльних цінах	78,0	91,2	106,1	100,4	114,4	120,0

Продовження додатку 5

1	2	3	4	5	6	7	8
у фактичних цінах	133,9	98,8	112,6	125,7	134,6	-	-
Прибуток у народному господарстві**, млн. грн.	14418	13868	3419	7427	13933	18741	14641
Темпи зростання до відповідного періоду попереднього року, %							
у фактичних цінах	76,7	96,2	24,7	220	187,6	134,5	78,1
Питома вага збиткових підприємств, %	43,0	45,0	54,5	55,7	37,7	38,2	38,8
Середньомісячна номінальна заробітна плата працівників, грн.	125,84	143,13	153,49	177,52	230,13	311,08	376,38
Темпи зростання до попереднього періоду, %							
до середньомісячної зарплати за попередній рік	171,4	113,5	107,2	115,7	129,6	135,2	121,0
Грошові доходи населення, млн. грн.	40311	50069	54379	61865	86911	109391	186365***
Темпи зростання до попереднього періоду, %	152,1	124,2	108,6	113,8	140,5	125,9	118,0
Грошові витрати та заощадження населення, млн. грн.	38961	47933	53376	59518	83777	102835	186365****
Темпи зростання до попереднього періоду, %	157,2	123,0	111,4	111,5	140,8	122,7	118,0

## Закінчення додатку 5

1	2	3	4	5	6	7	8
Рівень безробіття (на останню дату), %	1,27	2,33	3,69	4,30	4,22	3,68	3,8
Коефіцієнт обслуговування зовнішнього боргу, %	6,6	7,5	12,5	16,1	14,3	14,5	12,0

\* Джерело: дані Національного банку України;

\*\* – від 2001 р. «Фінансові результати підприємств та організацій від звичайної діяльності до оподаткування»;

\*\*\* – доходи населення;

\*\*\*\* – витрати населення.

**Додаток 6**

**Індекс інфляції у 1991–2003 рр.\***

(у відсотках до попереднього місяця)

Місяць	1991 р.	1992 р.	1993 р.	1994 р.	1995 р.	1996 р.	1997 р.	1998 р.	1999 р.	2000 р.	2001 р.	2002 р.	2003 р.
Січень		385,2	173,2	119,2	121,2	109,4	102,2	101,3	101,5	104,6	101,5	101,0	101,5
Лютий		115,3	128,8	112,6	118,1	107,4	101,2	100,2	101,0	103,3	100,6	98,6	101,1
Березень		112,1	122,1	105,7	111,4	103,0	100,1	100,2	101,0	102,0	100,6	99,3	101,1
Квітень		107,6	123,6	106,0	105,8	102,4	100,8	101,3	102,3	101,7	101,5	101,4	100,7
Травень		114,4	127,6	105,2	104,6	100,7	100,8	100,0	102,4	102,1	100,4	99,7	100,0
Червень		126,5	171,7	103,9	104,8	100,1	100,1	100,0	100,1	103,7	100,6	98,2	100,1
Липень		122,1	137,6	102,1	105,2	100,1	100,1	99,1	99,0	99,9	98,3	98,5	99,9
Серпень	104,0	108,3	121,7	102,6	104,6	105,7	100,0	100,2	101,0	100,0	99,8	99,8	98,3
Вересень	104,5	110,6	180,3	107,3	114,2	102,0	101,2	103,8	101,4	102,6	100,4	100,2	100,6
Жовтень	105,9	112,4	166,1	122,6	109,1	101,5	100,9	106,2	101,1	101,4	100,2	100,7	101,3
Листопад	116,5	122,0	145,3	172,3	106,2	101,2	100,9	103,0	102,9	100,4	100,5	100,7	101,9
Грудень	124,6	135,1	190,8	128,4	104,6	100,9	101,4	103,3	104,1	101,6	101,6	101,4	101,5
Загалом за рік	390,0**	2100,0	10256,0	501,0	281,7	139,7	110,1	120,0	119,2	125,8	106,1	99,4	108,2

\* Джерело: дані Національного банку України;

\*\* визначений експертним шляхом.

## Вкладення у банки України в 1991–2002 рр.\*

Роки	Усього		У національній валюті				В іноземній валюті		
	залишки вкладів, млн. грн.	темпи зростання до попереднього року, %	Усього		З них довготермінові**		залишки вкладів, млн. грн.	темпи зростання до попереднього року, %	залишки вкладів, млн. грн.
			залишки в кладів, млн. грн.	темпи зростання до попереднього року, %	залишки вкладів, млн. грн.	темпи зростання до попереднього року, %			
1991	1,1	–	1,2	–	–	–	–	–	–
1992	2,1	208	2,5	208	–	–	–	–	–
1993	3,0	1200	30	1200	–	–	–	–	–
1994	2,1	713	214	713	–	–	–	–	–
1995	615	287	504	236	–	–	111	–	–
1996	1227	200	951	189	–	–	276	249	–
1997	2297	187	1612	170	–	–	685	248	–
1998	3089	134	1824	113	241	–	1269	185	168
1999	4283	139	2167	119	282	117	2111	167	236
2000	6581	154	3315	153	467	166	3264	154	440
2001	11083	168	6368	192	1533	328	4715	144	108
2002	18928	171	11326	178	4018	262	7602	161	304

\* Від 1998 р. загалом облік довготермінових вкладень населення не вівся.  
 \*\* Від 1998 р. загалом облік довготермінових вкладень населення не вівся.

## Додаток 8

## Динаміка розвитку банківської системи України за 2001–2003\*

№ з/п	Показники	01. 01. 2001 р.	01. 01. 2002 р.	01. 01. 2003 р.	01. 01. 2004 р.
1.	Кількість зареєстрованих банків	195	189	182	179
2.	Вилучено з Державного реєстру банків (із початку року)	9	9	12	8
3.	Кількість банків, що перебувають у стадії ліквідації	38	35	24	20
4.	Кількість діючих банків	153	152	157	158
4.1	із них з іноземним капіталом	22	21	20	19
4.1.1	у тому числі з 10%-м іноземним капіталом	7	6	7	7
5.	Частка іноземного капіталу в статутному капіталі банків, %	13,3	12,5	13,7	11,3

\*Основні показники діяльності банків України на 1 лютого 2004 року // Вісник Національного банку України. – 2004. – № 3. – С. 67.



**Валовий внутрішній продукт, індекси споживчих цін  
та монетарні агрегати у 1996–2002 рр.\***

	1996 р.	1997 р.	1998 р.	1999 р.	2000 р.	2001 р.	2002 р.
<b>ВВП, приріст (зниження) в % до попереднього року</b>	– 10,0	– 3,0	– 1,9	– 0,2	5,9	9,1	4,8
<b>Монетарна база, приріст у % до грудня попереднього року</b>	37,9	44,6	22,2	39,0	40,0	37,4	34
<b>Грошова база (МЗ) приріст у % до грудня попереднього року</b>	35,1	33,9	25,2	40,5	45,4	42,0	42
<b>Індекс споживчих цін, приріст у % (грудень до грудня попереднього року)</b>	39,7	10,1	20,0	19,2	25,8	6,1	– 0,6

\*Джерело: Звернення Президента України до Верховної Ради України у зв'язку з посланням Президента України до Верховної Ради України «Про внутрішнє і зовнішнє становище України у 2001 році» // Економіст. – 2002. – № 6. – С. 9–10; Швидке економічне зростання: чи вдасться втримати темпи? Прогноз МЦПД на 2003–2005 роки // Економіст – 2003. – № 5. – С. 20.

Додаток 10

Українські банки з іноземним капіталом за станом на 1 січня 2004 р.\*

	Чисті активи		Кредитний портфель		Капітал		Депозити і фізичних осіб		Депозити юридичних осіб		Фінансовий результат	
	млн. грн.	місце в рейтингу	млн. грн.	місце в рейтингу	млн. грн.	місце в рейтингу	млн. грн.	місце в рейтингу	млн. грн.	місце в рейтингу	млн. грн.	місце в рейтингу
АКБ «Райффайзенбанк Україна»	2907,51	7	2288,92	7	37,61	7	197,887	24	450,96	15	4,863	34
АБ «ІНГ Банк Україна»	1187,22	15	971,74	15	16,64	28	28,106	96	275,412	27	14,504	13
«Кредит Банк» (Україна)	1168,4	17	921,61	16	20,56	17	568,027	11	258,174	28	16,101	11
АКБ «Стіббанк Україна»	1127,9	18	895,46	17	19,01	21	5,933	115	258,126	29	18,582	10
«ХФБ Банк Україна»	647,49	33	467,5	31	16,89	27	4,104	118	109,165	48	10,129	19
ЗАО «Альфа-Банк»	562,97	35	421,67	33	22,11	14	58,485	66	100,906	51	0,56	104
АТ «Банк Креді Ліоне Україна»	450,27	38	299,37	44	6,61	64	13,516	109	372,689	17	11,28	17
«НРБ-Україна»	388,79	43	334,74	41	12,19	35	42,033	82	144,728	40	7,225	24
ЗАТ «Прокредит Банк»	381,1	44	336,94	38	7,48	56	32,269	92	27,845	95	1,339	81
ЗАТ «Банк Петрокомерц Україна»	345,76	50	266,8	47	6,81	62	81,063	47	99,216	53	0,494	106
Банк «Півкво Україна»	61,44	115	18,06	131	6,31	68	3,916	120	11,339	116	0	131

\* Джерело: Українские банки с иностранным капиталом по данным АУБ на 01.01.2004 г. // Бизнес. – 2004. – № 12. – 22 марта. – С. 49.

Додаток 11

Випуски облігацій у 2003 р. (обсяг емісії понад 50 млн. грн.)\*\*\*

	Обсяг випуску, млн. грн.	Літом а вага випуску, %	Початок розміщення	Термін обігу, днів (серія)	Процентна ставка (річних)	Розміщений обсяг	Кількість днів до завершення розміщення
Південно-західна залізниця	500	19,40	травень	1096	12	80	0
«Енергоатом»	500	19,40	грудень	1092	12	0	135
«Укртрансгаз»	300	11,64	вересень	1096	12	43	0
Запорізький автомобілебудівний завод	150	5,82	жовтень	1092 (А.В.С.)	14	80	1050
Київська міська рада	150	5,82	листопад	1827	14*	67	0
АППБ «Аваль»	80	3,10	липень	546	12	100	0
«Київстар GSM»	59	2,29	квітень	549 (А) 731 (У)	17,10 дол. США (А), 13,5 дол. США (У)**	100	0
Усього	2577,313	100,00					

\*Процентна ставка на перший рік обігу облігації.

\*\*Мінімальна гарантована валютна прибутковість.

\*\*\*Джерело: Іскатели жемчуга // Бизнес. – 2004. – № 9. – С. 50–51.

**Торівля цінними паперами  
у Першій фондовій торговій системі, млн. грн.**

<b>Показники</b>	<b>1997 р.</b>	<b>1998 р.</b>	<b>1999 р.</b>	<b>2000 р.</b>	<b>2001 р.</b>	<b>2002 р.</b>
Загальний обсяг торгів	355,9	338,54	988,44	1463,03	6285,08	6272,97
Первинний ринок						
Корпоративні облігації	–	–	–	2,95	12,37	40,98
Опціони	–	–	–	–	10,71	68,38
Акції	–	–	–	64,15	43,04	40,97
Акції (аукціон ФДМУ)	0,99	29,94	34,16	39,8	99,53	6,79
Вторинний ринок						
Державні облігації	54,23	117,03	59,70	–	4884,81	4736,48
Акції	248,43	176,96	577,67	1309,94	997,99	628,37
Корпоративні облігації	–	–	–	0,43	111,65	749,75
Векселі	6,19	4,54	316,9	45,75	97,37	1,25
Інші види цінних паперів	46,06	10,07	0,01	0,01	27,61	–

## Додаток 13

### Обсяги випуску акцій в Україні за 1996–2002 рр. (млрд. грн.)\*

\*Джерело: дані Державної юмісії з цінних паперів та фондового ринку України.

Учасники ринку цінних паперів	1996 р.	1997 р.	1998 р.	1999 р.	2000 р.	2001 р.	2002 р.
Комерційні банки (ЗАТ)	0,006	0,170	0,231	0,215	0,333	0,498	0,3435
Комерційні банки (ВАТ)	0,049	0,269	0,324	0,639	0,755	0,436	0,8749
Страхові компанії	0,002	0,015	0,100	0,165	0,192	0,385	0,4365
Інвестиційні компанії та інвестиційні фонди	0,001	0,018	-0,030	0,010	-0,002	0,003	0,0005
Підприємства (ЗАТ)	0,068	1,724	6,254	2,516	3,390	6,602	4,4446
Підприємства (ВАТ)	1,696	7,247	4,960	4,374	10,827	13,999	6,6957
<b>Усього</b>	<b>1,821</b>	<b>9,443</b>	<b>11,839</b>	<b>7,919</b>	<b>15,494</b>	<b>21,921</b>	<b>12,7957</b>

**Активи фінансових посередників у США  
на кінець 2002 р. (млн. дол. США)\***

\*Джерело: [www.cbonds.info](http://www.cbonds.info) – Cbonds.

## Рівень прибутковості за пайовими фондами США в 2002 р.\*

№ з/п	Тип портфеля	Компанія	Рівень прибутковості
1	Агресивні портфелі зростання	Oak Associates	42,9%
		T.Rowe Price Associates, Inc.	39,5%
		Janus	32,8%
		Vanguard Group	31,3%
2	Збалансовані портфелі	Fidelity Funds	26,7%
		T. Rowe Price Associates, Inc	26,6%
		Fremont Mutual Funds	25%
		Vanguard Group	23,3%
3	Портфелі фіксованого доходу	Fidelity Funds	47,4%
		American Century Investments	32,83%
		Vanguard Group	5,5%
4	Портфелі глобальних цінних паперів	Robertson Stephens Funds	38,9%
		U.S.Global Investors	33,74%
		Fidelity Funds	32%
		T.Rowe Price Associates, Inc.	28,8%
		Oakmark Funds	26,5%

\*Джерело: www.mgmoney.com – Компанія «МГ-капітал».

## ЛІТЕРАТУРА

1. Абетка законодавства Європейського Співтовариства. Пер. з англ. – К.: ТОВ «Вірксам», 2001. – 112 с. – Серія «Європейська документація».
2. Абрамов С. И. Инвестирование. – М.: Центр экономики и маркетинга, 2000. – 440 с. – С. 35.
3. Авдокушин Е. Ф. Международные экономические отношения: Учеб. пособие. – М.: ИВЦ «Маркетинг», 1997. – 196 с.
4. Алексеенко Л. М. Проблемы усиления воздействия поощрительных фондов на повышение эффективности производства (на материалах легкой промышленности). Автореф. дис. ... к-та экон. наук. – М.: Московский финансовый институт, 1988. – 18 с.
5. Алексеенко Л. М. Роль поощрительных фондов в повышении эффективности промышленного производства // Роль финансово-кредитных методов в повышении эффективности производственных фондов и оборотных средств. – М.: МФИ. – 1988. – С. 73–77.
6. Алексеенко Л. М. Фондовый рынок и реальный сектор экономики. – Болгария: Велико Тырново (Болгария), 2002. – С. 25–30.
7. Алексеенко Л. М. О коллективном поощрении работников промышленных предприятий // Хозрасчет, финансы и кредит: Респ. межвед. сб. – Вып. 30. – Одесса: ОИНХ. – 1988. – С. 57–61.
8. Алексеенко Л. М. Вибір фінансової стратегії виходу підприємства на ринок цінних паперів // Фінанси України. – 2001. – № 12. – С. 50–55.
9. Алексеенко Л. М. Державне регулювання ринку фінансового капіталу в Україні // Економіка: проблеми теорії та практики: Зб. наук. праць. – Вип. 155. – Дніпропетровськ: ДНУ, 2002. – С. 123–127.
10. Алексеенко Л. М. Значення корпоративного контролю за приватизованими підприємствами в банківській діяльності // Банківська справа. – 2000 – № 5. – С. 26–28.
11. Алексеенко Л. М. Концептуальні передумови становлення ринку фінансового капіталу в Україні // Економіка: Наук. зап. Терноп. держ. педаг. ун-ту ім. Володимира Гнатюка. – Вип. 12. – Тернопіль: ТДПУ ім. Володимира Гнатюка. – 2002. – С. 105–109.
12. Алексеенко Л. М., Кузнецова Л. В., Нестеренко А. І. Фінансові інститути України в умовах реформування економіки // Фінансові аспекти ринкового господарства: теорія і практика. Зб. наук. праць. – Тернопіль: ТАНГ, ІФ, 1995. – С. 97–101.
13. Алексеенко Л. М. Олексієнко В. М. Економічний тлумачний словник: власність, приватизація, ринок цінних паперів (українсько-англійсько-російський). – Тернопіль: Астон, 2003. – 672 с.



14. Алексеєнко Л. М. Перспективи розвитку корпоративного управління в Україні // *Наук. вісник Вол. держ. ун-ту ім. Л.Українки: Екон. науки.* – Луцьк: Вол. держ. ун-т; Вежа, 2002. – С. 177–180.

15. Алексеєнко Л. М. Перспективи становлення ринку облігацій в Україні // *Формування економічних відносин в умовах становлення ринку: Зб. наук. праць ТАНГ.* – Тернопіль: Економічна думка, 1999. – С. 15–20.

16. Алексеєнко Л. М. Перспективи становлення ринку цінних паперів в Україні // *Вісн. Терноп. акад. нар. госп-ва: Наук. журн.* – Вип. 6. – Тернопіль: Екон. думка, 1999. – С. 13–18.

17. Алексеєнко Л. М. Проблеми сумісного інвестування в процесі приватизації підприємств // *Вісн. Терноп. акад. нар. госп-ва: Наук. журн.* – Вип. 11. – Тернопіль: Економічна думка, 2000. – С. 22–29.

18. Алексеєнко Л. М. Реалії трансформації податкових відносин з метою легалізації фінансових капіталів // *Наук. вісн.: Зб. наук. праць.* – Вип. 4 (18). – Ірпінь: АДПС України. – 2002. – С. 70–72.

19. Алексеєнко Л. М. Ризики в інвестиційній діяльності підприємства // *Проблеми економічної інтеграції України в Європейській Союз: інвестиційні аспекти.* Вісн. Терноп. акад. нар. госп-ва: Наук. журн. За матеріалами четвертої міжнар. наук. конф. – Спец. випуск № 10. – Тернопіль: ТАНГ. – 1999. – С. 31–35.

20. Алексеєнко Л. М. Ринок фінансового капіталу в умовах трансформації економіки: стан та перспективи // *Економічні проблеми ринкової трансформації України. Тези доповідей Всеукр. наук.-практ. конф.* – Львів: ЛБІ НБУ, 2002. – С. 16–17.

21. Алексеєнко Л. М. Становлення інституту реєстраторів в умовах розвитку ринку цінних паперів // *Економіка і ринок: облік, аналіз і контроль: Наук. журн.* – Вип. № 2. – Тернопіль: Економічна думка, 1999. – С. 21–25.

22. Алексеєнко Л. М. Страхування відповідальності в інститутах спільного інвестування. // *Вісн. Терноп. акад. нар. госп-ва: Наук. журн.* – № 15. – Тернопіль: Економічна думка, 2001. – С. 43–47.

23. Алексеєнко Л. М. Сутність фінансового менеджменту в управлінні капіталом // *Економіка і ринок: облік, аналіз і контроль: Наук. журн.* – Вип. № 3. – Тернопіль: Економічна думка, 2000. – С. 59–63.

24. Алексеєнко Л. М. Теоретичні дослідження та еволюція сутності ринку фінансового капіталу // *Економіка, фінанси, право.* – 2003. – № 11. – С. 3–6.

25. Алексеєнко Л. М. Фінансова стратегія виходу підприємства на ринок цінних паперів // *Фінанси України.* – 2001. – № 1. – С. 131–136.

26. Алексеєнко Л. М. Фінансовий менеджмент в системі корпоративних відносин // *Вісн. Терноп. акад. нар. госп-ва: Наук. журн.*

– Вип. 7/2. – Тернопіль: Економічна думка, 2002. – С. 83–85.

27. Алексеєнко Л. М. Фінансові аспекти довірчого управління акціями підприємства // Вісн. Терноп. акад. нар. госп-ва: Наук. журн. – Вип. 9. – Тернопіль: Економічна думка, 2000. – С. 199–204.

28. Алексеєнко Л. М. Фінансові аспекти оцінки інвестиційної привабливості підприємства // Роль фінансово-кредитної системи у стимулюванні економічного зростання в Україні: Зб. наук. праць. – Луцьк: Волин. держ. ун-т; Вежа – 1999. – С. 222–225.

29. Алексеєнко Л. М. Фінансові аспекти становлення ринку капіталу в Україні // Реформа фінансово-кредитної системи перехідної економіки України: Зб. наук. праць. – Луцьк.: Волин. держ. ун-т. – 1998. – С. 38–40.

30. Алексеєнко Л. М. Фінансові інституції та перспективи їх діяльності в Україні // Наук. зап.: Зб. наук. праць Терн. акад. нар. госп-ва. – Вип. 9. – Тернопіль: Економічна думка, 2001. – С. 177–180.

31. Алексеєнко Л. М. Фінансові проблеми приватизації державної власності в Україні // Фінансові проблеми економіки перехідного періоду: Зб. наук. праць. – Тернопіль: ТАНГ, ІФ. – 1997. – С. 48–52.

32. Алексеєнко Л. М., Крисоватий А. І., Емануїл Джастус. Соціально-економічні аспекти інтеграції України з Європейським Союзом // Проблеми економічної інтеграції України в Європейський Союз: мікроекономічний аспект. Вісн. Терноп. акад. нар. госп-ва: Наук. журн. За матер. міжнар. наук. конфер. – Спец. вип. 1. – Тернопіль: ТАНГ; Франкфурт-на-Майні: ун-т ім. Й.-В. Гете, 1997. – С. 23–26.

33. Алексеєнко Л. М., Олексієнко В. М., Юркевич А. І. Економічний словник: банківська справа, фондовий ринок (українсько-англійсько-російський тлумачний словник). – К.: Вид. буд-к «Максимум»; Тернопіль: Економічна думка, 2000. – 592 с.

34. Алексеєнко М. Д. Капітал банку: питання теорії і практики: Монографія. – К.: КНЕУ, 2002. – 276 с.

35. Алексеєнко М. М. Денежные накопления промышленности и резервы их роста. Автореф. дис. ... д-ра экон. наук. – М.: Московский финансовый институт, 1979. – 28 с.

36. Алексеєнко М. М., Балицкая П. С., Горбенко Л. Г. Воспроизводство основных фондов промышленности и эффективность их использования. – Львов: Изд-во при ЛГУ издательского объединения «Вища школа», 1978. – 171 с.

37. Алмазова О. Л., Дубоносов Л. А. Рынок против рынка. – М.: Финансы и статистика, 1993. – 336 с.

38. Андрущенко В.Л. Фінансова думка Заходу в ХХ столітті:

Теоретична концептуалізація і наукова проблематика державних фінансів. – Львів: Каменяр, 2000. – 304 с.

39. Аникин А. В. Защита банковских вкладчиков. Российские проблемы в свете мирового опыта. – М.: Дело, 1997. – 144 с.

40. Антиинфляционная политика в Евросоюзе: особенности, проблемы и перспективы // Вопросы экономики. – 2002. – № 12. – С. 51–67.

41. Арон Р., Вильфредо Парето. Этапы развития социологической мысли. – М.: Прогресс-Политика, 1992.

42. Астапович А. Банковская система и проблемы кредитования экономики // Мировая экономика и международные отношения. – 2003. – № 10. – С. 3–7.

43. Бабицкий А. Ф. Какой нам нужен рынок? Проблемы управления рыночной экономикой. – К.: О-во «Знание» УССР, 1990. – 48 с. – (Сер. 3 «Экономика и управление» № 10).

44. Базарова Г. В. Прибыль и хозрасчет в условиях научно-технического прогресса. – М.: Финансы и статистика, 1985. – 144 с.

45. Базилевич В. Д. Страховый рынок України. – К.: Товариство «Знання», КОО, 1998. – 374 с.

46. Басенко А. М. Свободные экономические зоны – инструмент привлечения инвестиционных ресурсов для развития регионального хозяйства // Общественные науки. – 2001. – № 4. – С. 75–79.

47. Бачурин А. В. Рынок в СССР: становление, регулирование. – М.: Экономика, 1991. – 318 с.

48. Безпрецедентний успіх України на міжнародному фінансовому ринку // Урядовий кур'єр. – 2003. – № 104, 7 червня. – С. 3.

49. Белоус Т. Я. Международные монополии и вывоз капитала. – М.: Наука, 1982. – с.

50. Берзон Н. И., Буянова Е. А., Кожевников М. А., Чаленко А. В. Фондовый рынок: Учебное пособие для высших учебных заведений экон. профиля. – 2-е изд. – М.: Вита-Пресс, 1999. – 400 с.

51. Биржевая деятельность: Учебник / Под ред. проф. А. Г. Грязновой, проф. Р. В. Корнеевой, проф. В. А. Галанова. – М.: Финансы и статистика, 1995. – 240 с.

52. Биржевая мегасделка // Украинская Инвестиционная Газета. – 2000. – № 22, 13 червня.

53. Бирюков В., Кузнецова Е. Госсобственность и госсектор в рыночной экономике // Мировая экономика и международные отношения. – 2002. – № 3 – С. 14–21.

54. Бландіньєр Жан-Поль. Нестача прямих іноземних інвестицій в економіку України: чи винна в цьому держава // Тенденції української

економіки. – 2002. – Лютий – С. 4–5.

55. Бланк И. А. Управление формированием капитала. К.: «Ника-Центр», 2000. – 512 с. – (Серия «Библиотека финансового менеджера»; Вып. 4.

56. Бовыкин В. И. Финансовый капитал в России накануне Первой мировой войны. – 2001. – 320 с. Джерело: [www.rosspen.com](http://www.rosspen.com).

57. Богиня Д., Волинський Г. Соціально-економічні аспекти великої приватизації: цілі і результати // Економіка України. – 2002. – № 12. – С. 35–42.

58. Боди Зви, Кейн Алекс, Маркус Алан. Принципы инвестиций, 4-е издание.: Пер. с англ. – М.: Издательский дом «Вильямс», 2002. – 984 с.

59. Болотин Б. М., Громов Л. М., Четыркин Е. М. Эффективность капиталистической экономики: некоторые проблемы анализа и измерения / Отв. ред. А. А. Дынкин. – М.: Наука, 1990. – 128 с.

60. Бондаренко О. А. Теоретические вопросы накопления денежного капитала в рыночной экономике. – С-Пб: Изд-во Санкт-Петерб. госуд. ун-та экономики и финансов, 1998. – 104 с.

61. Борисов Е. Ф. Экономическая теория: Учебник. – М.: Юрист, 2000. – 568 с.

62. Борхард Ю. Накопление капитала / Перевод с немецкой рукописи под ред. Г.Б. Гермаидзе. – М.-Л.: Государственное издательство, 1926. – 336 с.

63. Бровко С., Руденко Л. Проблеми інтеграції банківського і корпоративного капіталу в умовах глобалізації економіки // Банківська справа. – 2002. – № 3. – С. 37–41.

64. Брыль Р. Конец инвестиционного бума // Украинская Инвестиционная Газета. – 2002. – № 40. – С. 20.

65. Брыль Р. Сила ТНК // Украинская Инвестиционная Газета. – 2002. – № 41. – С. 20.

66. Будкін В. Передумови і результати трансформації власності у постсоціалістичних державах // Економіка України. – 2002. – № 5. – С. 76–83.

67. Бюджет // Тенденції української економіки. – 2001. – Грудень. – С. 40–45.

68. Вамбола Вокк. Экономические интересы и создание системы показателей оценки эффективности функционирования производства. – Таллин: Изд-во «Ээсти Раамат», 1977. – 67 с.

69. Варга Е. С. Современный капитализм и экономические кризисы. Избранные труды. Второе издание. – М.: Изд-во Академии наук СССР,

1963. – 507 с.

70. Василик О. Д. Теорія фінансів. – К.: НІОС. – 2000. – 416 с.

71. Вельфенс Пауль. Основы экономической политики. – С.-Пб: Институт социальной экономики, 2002. – 477 с.

72. Верба В. А., Решетняк Т. І. Організація консалтингової діяльності: Навч. посібник. – К.: КНЕУ, 2000. – 244 с.

73. Верещагин И. К. Тенденции капиталистического накопления в условиях современного капитализма. – М.: Высшая школа, 1963. – 118 с.

74. Виленский П. Л., Лившиц В. Н., Смоляк С. А. Оценка эффективности инвестиционных проектов: теория и практика: Учеб. пособие. – 2-е изд. перераб. и доп. – М.: Дело, 2002. – 888 с.

75. Витте С. Ю. Воспоминания. Детство. Царствования Александра II и Александра III. (1849-1894). Том III. – Л.: Государственное издательство, 1924. – 395 с.

76. Владигеров Т. Фиктивный капитал (изменения его в условиях современного капитализма) / Пер. с болг. А. С. Никольского и С. М. Степанова. – М.: Изд-во иностранной литературы, 1963. – 352 с.

77. Владимирова И. Г. Слияния и поглощения компаний: характеристика современной волны // Менеджмент у России и за рубежом. – 2002. – № 1. – С. 26–41.

78. Власть крупного капитала. Ин-т мировой экономики и междунар. отношений; Отв. ред. Е. С. Хесин, В. Н. Шенаев, Ю. И. Юданов. – М.: Мысль, 1987. – 333 с.

79. Воблый К. Г. Основы экономики страхования. – Тернопіль: Економічна думка, 2001. – 238 с.

80. Вознесенский Н. А. Избранные произведения. 1931–1947. – М.: Изд-во политической литературы, 1979. – 606 с.

81. Возникновение капитализма в промышленности и сельском хозяйстве стран Европы, Азии и Америки. Сборник статей. – М.: Изд-во «Наука», 1968. – 485 с.

82. Вопросы первоначального накопления капитала и национальные движения в славянских странах. – М.: Изд-во «Наука», 1972. – 278 с.

83. Воробьев Е. М. Экономическая теория – политическая экономия в схемах и графиках. Учебное пособие. – Харьков: ХГИ «НУА», 1999. – 240 с.

84. Воробьев Ю. Н. Капитал предпринимательских структур в системе финансового менеджмента. – Симферополь: Таврия, 2000. – 324 с.

85. Воробьев Ю. Н. Финансовый капитал предприятий: теория,

- практика, управление. – Симферополь: Таврия, 2002. – 364 с.
86. Вулфен Чарльз Дж. Энциклопедия банковского дела / Пер. с англ. – М.: Корпорация «Федоров», 2000. – 1583 с.
87. Гаврилишин Б. Місце України в майбутній політичній констеляції // Вісник Національного банку України. – 2003. – № 10. – С. 10.
88. Гайдуцький А. П. Основні тенденції міжнародних інвестиційних процесів // Статистика України. – 2003. – № 1. – С. 51–52.
89. Гальчинский А. С. Методологические проблемы денежных отношений в трудах К. Маркса / Под общей ред. д.э.н., проф. Ю.Н. Пахомова. – К.: Головное изд-во издат. объедин. «Вища школа», 1979. – 175 с.
90. Гальчинський А. Теорія грошей: Навч. посібник. – К.: Видавництво Соломії Павличко «Основи», 2001. – 411 с.
91. Гвелесиани Р. А. Экономические интересы социалистического общества. – Тбилиси: Мецниереба, 1988. – 88 с. – С. 14.
92. Геєць В. М. Економічні передумови стабільного соціального розвитку в середньостроковій перспективі // Економіка і прогнозування. – 2002. – № 2. – С. 9–33.
93. Геєць В. М. Нестабільність та економічне зростання. – К.: Ін-т екон. прогноз., 2000. – 344 с.
94. Генезис капитализма в промышленности. Сборник статей, подготовленный Научным советом по проблематике «Генезис капитализма». – М.: Изд-во Академии наук СССР, 1963. – 430 с.
95. Гершкович Б. Я., Лившиц В. И. Интересы и стимулы. Некоторые вопросы стимулирования в условиях хозяйственной реформы. – Ставрополь: Ставропольское книжное издательство, 1969. – 151 с.
96. Гильфердинг Рудольф. Финансовый капитал. Новейшая фаза в развитии капитализма / Пер. с нем. И. Степанова. Издан. шестое стереотипное. – М.-Л.: Государственное социально-экономическое изд-во, 1931. – 460 с.
97. Гойко А. Ф. Организация рынка финансового капитала и инвестиций в Украине. – К.: Будівельник, 1995. – 208 с.
98. Голіков В. І. Корпоратизм та корпоративні відносини як основа поєднання соціальних інтересів // Економіка і прогнозування. – 2002. – № 2. – С. 61–75.
99. Голубович А. Д. Траст. Доверительные услуги банков и финансовых компаний клиентам. – М.: АО «АРГО», 1994. – 88 с. – (Русская деловая литература).
100. Голышев В. Т. Сделки в кредитной сфере. – М.: МЗ Пресс, 2003. – 96 с.

101. Гончаров А. Тенденции к решению проблем есть, а дальше – посмотрим // Украинская Инвестиционная Газета. – 2003. – № 49, 9 декабря.

102. Горбунов С. В. Международный валютный фонд: противоречия капиталистического валютного регулирования. – М.: Междунар. отношения, 1988. – 176 с.

103. Господарський кодекс України від 16 січня 2003 року № 436-IV / Відомості Верховної Ради України. – 2003. – № 18, 19, 20, 21, 22. – С. 144.

104. Государственная статистика УССР (её достижения и перспективы) 1921–1925 гг. – Харьков: Центральное статистическое управление УССР, 1925. – 187 с.

105. Государственное финансирование научно-технического прогресса в развитых капиталистических странах. – М.: Финансы и статистика, 1989. – 239 с.

106. Государственно-монополистический капитализм: общие черты и особенности. – М.: Политиздат, 1975. – 592 с.

107. Государство – самый неэффективный собственник. // Украинская Инвестиционная Газета. – 2000. – № 23, 13 июня.

108. Грейт Я. Финансовый кризис и инфляция: причины возникновения, сущность и особенности проявления в Украине // Предпринимательство, хозяйство и право. – 1999. – № 1. – С. 3–7.

109. Григоренко Є. Приватизацію гальмують місцеві ради // Прес клуб. – 1995. – № 20.

110. Григорьев Л. М. Циклическое накопление капитала на примере нефинансовых корпораций США. – М.: Наука, 1988. – 203 с.

111. Грошові доходи та витрати населення // Тенденції української економіки. – 2001. – Грудень. – С. 34–39.

112. Група «Приват» // Украинская Инвестиционная Газета. – 2002. – № 45.

113. Грушевський Мих. Вільна Україна. Статті з останніх днів (березень–квітень 1917). – К.: Друкарня т-ва «П. Барський», Хрещатик, 40, 1917. – 18 с.

114. Губський Б. В. Інвестиційні процеси в глобальному середовищі. – К.: Наукова думка, 1998. – 391 с.

115. Гук М. Пітер ван дер. Європа у період 1990-их рр. і на сучасному етапі // Журнал Європейської економіки. – 2003. – Том. 2 (№ 1). – С. 46–59.

116. Гутцайт Е. М. Аудиторская проверка с позиций теории принятия

решений в условиях неопределенности // Аудиторские ведомости. – 2001. – № 8. – С. 49–58.

117. Гэлбрейт Дж. Новое индустриальное общество. – М.: «Прогресс», 1969.

118. Гэлбрейт Джон К. Экономические теории и цели общества / Пер. с англ. Под общей ред. и с предисл. акад. Н. Н. Иноземцева и члена-корр. АН СССР А. Г. Милейковского. – М.: Прогресс, 1976. – 406 с.

119. Деловая Украина. – 2003. – № 60 (104), 3 жовтня. – С. 1.

120. Державна власність на службі приватного капіталу / С. В. Мочерний, М. О. Загной, С. В. Цибулько. – К.: Політвидав України, 1984. – 155 с.

121. Державне регулювання економіки / За ред. І. Р. Михасюка. – Львів: Львівські технології, 1999. – 640 с.

122. Державний борг скоротився // Урядовий кур'єр. – 2002. – № 167, 12 вересня.

123. Державний промисловий податок. Склали П. Рубановський та Д. Холодний. – Харків: Укрфілія Дерфінвидаву СРСР, 1930. – 216 с.

124. Державні гарантії для «приватної» пенсії // Урядовий кур'єр. – 2003. – № 28, 13 лютого. – С. 15.

125. Дефіцит фінансових інструментів у малому бізнесі // Урядовий кур'єр. – 2003. – № 114, 24 червня. – С. 7.

126. Дзарасов С. С. Рынок: альтернативная концепция перехода. – М.: Издательство «Знание», 1991. – 64 с. – (Новое в жизни, науке, технике. Сер. «Теория и практика социализма», № 3).

127. Дзюблук О. В. Організація грошово-кредитних відносин суспільства в умовах ринкового реформування економіки. – К.: Поліграфкнига, 2000. – 512 с.

128. Долан Э. Дж., Линдсей Д. Рынок: микроэкономическая модель / Пер. с англ. В. Лукашевича и др.; Под общ. ред. Б. Лисовика и В. Лукашевича. – С-Пб., 1992. – 496 с.

129. Долгов С. И. Глобализация экономики: новое слово или новое явление? – М.: ОАО «Изд-во «Экономика», 1998. – 215 с. – (Экон. пробл. на рубеже веков).

130. Дольская А. А. Первоначальное накопление капитала. – М., 1962. – 24 с.

131. Доронин И. Г. Мировые фондовые рынки: закономерности развития и современное состояние // Деньги и кредит. – 2002. – № 9. –



С. 58–63.

132. Доценко Н. Доля акціонерних товариств у світлі реформи корпоративного законодавства // Цінні папери України. – 2001. – № 48. – С. 8.

133. Дракер Питер Ф. Роль управління в новому світі. В сб.: Современные тенденции в управлении в капиталистических странах / Пер. с англ. Под ред. Г. Х. Попова. – М.: Прогресс, 1972. – С. 277–288.

134. Друге пришестя рейганоміки // Урядовий кур'єр. – 2003. – № 22, 5 лютого. – С.14.

135. Євро благоприхотливо інвестує в банкам, але зменшує обсяги кредитування // Банківська практика за кордоном. – 2000. – № 6.

136. Європейські банки потребують у розробці нової стратегії // Банківська практика за кордоном. – 2000. – № 6.

137. Егорова Н. Е., Смулов А. М. Підприємства і банки: Взаємодія, економічний аналіз, моделювання: Учеб.-практ. посібник. – М.: Дело, 2002. – 456 с.

138. Економіка України за січень–травень 2003 року // Урядовий кур'єр. – 2003. – № 114, 24 червня. – С. 6.

139. Економіка України та шляхи її подальшого реформування. Матеріали Всеукраїнської наради економістів, 14–15 вересня 1995 р. – К.: Генеза, 1996. – 323 с.

140. Економіка України: підсумки перетворень та перспективи зростання / за ред. акад. НАН України В. М. Геєця. – Х.: Вид-во «Форт», 2000. – 424 с.

141. Економічна енциклопедія. У трьох томах. Т. 1 / Редкол.: ... С. В. Мочерний (відп. ред.) та ін. – К.: Видавничий центр «Академія», 2000. – 864 с.

142. Економічна енциклопедія. У трьох томах. Т. 2 / Редкол.: ... С. В. Мочерний (відп. ред.) та ін. – К.: Видавничий центр «Академія», 2001. – 848 с.

143. Економічний розвиток України після грошової реформи 1996 року // Вісник Національного банку України. – 2003. – № 10. – С. 44–47.

144. Енгельс Ф. Сила й економіка в утворенні нової німецької імперії. Партвидав «Пролетар», 1932. – 64 с.

145. Енциклопедичний словник бізнесмена: Менеджмент, маркетинг, інформатика / Під заг. ред. М. І. Молдованова. – К.: Техніка, 1993. – 856 с. – Терміни парал. рос., англ., нім., фр., пол.

146. Ерёмченко С. И., Алексеенко М. М. Финансы промышленных предприятий в новых условиях хозяйствования. – К.: Изд-во «Техніка», 1969. – 127 с.

147. Ершов М. О финансовых механизмах экономического роста // Вопросы экономики. – 2002. – № 12. – С. 4–5.

148. Єдиний Економічний Простір, або Євразійська Енергетична Пастка? // Економіст. – 2003. – № 9. – С. 10–14.

149. Ємченко В. М. Методологічний аналіз відносин власності. – К.: Вид-во «Наукова думка», 1974. – 160 с.

150. Жалило Я., Струк О. ВТО и неравное равенство его членов // Економіка та держава. – 2003. – № 11. – С. 2–4.

151. Жуков Е. Ф. Новые тенденции в мировой экономике // Финансы. – 2002. – № 5. – С. 61–63.

152. Загоруйко Ю. Швейцарія обстоє таємницю банківських вкладів / / Дзеркало тижня. – 2002. – № 21 (396), 8–14 червня.

153. Закон України «Про банки і банківську діяльність» від 7 грудня 2000 р. № 2121-III // Відомості Верховної Ради України. – 2001. – № 5–6. – С. 30.

154. Закон України «Про власність» від 7 лютого 1991 року № 697-XII // Відомості Верховної Ради України. – 1991. – № 20. – С. 5.

155. Закон України «Про внесення змін до деяких законів України з питань запобігання використанню банків та інших фінансових установ з метою легалізації (відмивання) доходів, одержаних злочинним шляхом» від 6 лютого 2003 року № 90/2003 // Урядовий кур'єр. – 2003. – № 25, 8 лютого.

156. Закон України «Про господарські товариства» від 19 вересня 1991 р. № 1576-XII // Відомості Верховної Ради України. – 1991. – № 49. – С. 682.

157. Закон України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» від 30 жовтня 1996 року № 448/96-ВР // Відомості Верховної Ради України. – 1996. – № 51. – С. 292.

158. Закон України «Про загальні засади створення і функціонування спеціальних (вільних) економічних зон» від 13 жовтня 1992 року № 2673-XII // Відомості Верховної Ради України. – 1992. – № 50. – С. 676.

159. Закон України «Про загальнообов'язкове державне пенсійне страхування» від 9 липня 2003 року № 1058-IV // Відомості Верховної Ради України. – 2003. – № 49–50. – С. 376.

160. Закон України «Про запобігання та протидію легалізації (відмивання) доходів, одержаних злочинним шляхом» від 28 листопада 2002 р. № 249-IV // Відомості Верховної Ради України. – 2003. – № 1. – С. 2.

161. Закон України «Про захист економічної конкуренції» від 11 січня 2001 року № 2210-III // Відомості Верховної Ради України. – 2001. – № 12. – С. 64.

162. Закон України «Про інвестиційну діяльність» // Відомості Верховної Ради України. – 1991. – № 47. – С. 1351.

163. Закон України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» від 15 березня 2001 року № 2299-III // Відомості Верховної Ради України. – 2001. – № 21. – С. 103.

164. Закон України «Про іпотеку» від 5 червня 2003 року № 898-IV / Урядовий кур'єр. – 2003. – № 183, 1 жовтня. – С. 5–12.

165. Закон України «Про пенсійне забезпечення» від 5 листопада 1991 р. № 1788-XII // Відомості Верховної Ради України. – 1992. – № 3. – С. 10.

166. Закон України «Про приватизацію державного майна» від 4 березня 1992 р. № 2163-XII (нова редакція від 19 лютого 1997 р. № 89/97-ВР) // Українська Інвестиційна Газета. – 2000. – № 37, 19 вересня.

167. Закон України «Про цінні папери і фондову біржу» від 18 червня 1991 року № 1201-XII // Відомості Верховної Ради України. – 1991. – № 38. – С. 508.

168. Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» від 30 жовтня 1996 року № 448/96-ВР // Відомості Верховної Ради України. – 1996. – № 51. – С. 292.

169. Засанський В. В. Роздержавлення та приватизація – основа реформування економіки України. – Львів: Кальварія, 1996. – 176 с.

170. Звернення Президента України до Верховної Ради України у зв'язку з посланням Президента України до Верховної Ради України «Про внутрішнє й зовнішнє становище України у 2001 році» // Економіст. – 2002. – № 6. – С. 4–57.

171. Зворотний бік капіталістичної медалі // Урядовий кур'єр. – 2003. – № 40, 1 березня. – С. 3.

172. Зельцер В., Гайсинович А. Дореформенная экономика. Формирование промышленного капитализма и подготовка реформ. – Изд-во «Пролетарий», 1930. – 159 с.

173. Злобин И. Д. Мировой социалистический рынок. – М.: Издательство «Знание», 1963. – 40 с.

174. Золотарёв В. И. Мировой социалистический рынок. – М.: Изд-во «Международные отношения», 1969. – 240 с.

175. Зрушення до ринкової економіки. Реформи в Україні: погляд зсередини / За ред. Лутца Гоффмана і Аксея Зіденберга. – К.: Фенікс,

1997. – 287 с.

176. Зубко Н. М. Экономическая теория. – Мн.: НТЦ «АПИ», 1999. – 311 с.

177. Ибрагимов М. И. Тенденции эволюции современных ТНК // Экономика XXI века. – 2002. – № 5. – С. 59–71.

178. Иванов Г. И. Методология и теория социалистического накопления. – Иркутск: Восточно-сибирское книжное издательство, 1980. – 152 с.

179. Ильясов С. М. Устойчивость банковской системы: механизмы управления, региональные особенности. – М.: Юнити, 2001. – 255 с.

180. Искатели жемчуга // Бизнес. – 2004. – № 9. – С. 50–51.

181. История Украинской ССР. Освободительная война и воссоединение Украины с Россией. Начало разложения феодализма и зарождение капиталистических отношений. (Вторая половина XVII-XVIII в.). В десяти томах. Том 3. – К.: Наукова думка, 1983. – 719 с.

182. История Украинской ССР. Украина в период империализма (Начало XX в.). В десяти томах. Том 5. – К.: Наукова думка, 1983. – 558 с.

183. История Украинской ССР. Украина в период разложения и кризиса феодально-крепостнической системы. Отмена крепостного права и развитие капитализма (XIX в.). В десяти томах. Том 4. – К.: Наукова думка, 1983. – 694 с.

184. І знову СЕЗ: Моніторинг + мораторій // Економіст . – 2003. – № 6. – С. 12–15.

185. Иванов М. Приватизація державної власності // Економіка України. – 2001. – № 4. – С. 23–30.

186. Инвестология: наука про інвестування: Навчальний посібник / За ред. докт. екон. наук, проф. С. К. Ревенчука. – К.: Атіка, 2001. – 264 с.

187. Інновації для України – безальтернативний шлях // Урядовий кур'єр. – 2003. – № 36, 25 лютого. – С. 6.

188. Інтернет: <http://www.socinfo.kiev.ua/dumka/vybir/ideol1.htm>.

189. Інтернет: <http://www.spfu.gov.ua>.

190. Інтернет: <http://www.ukrstat.gov.ua>.

191. Інтернет: [www.aup.ru](http://www.aup.ru).

192. Інтернет: [www.deutsche-botschaft.kiev.ua](http://www.deutsche-botschaft.kiev.ua).

193. Інтернет: [www.liga.net](http://www.liga.net)

194. Інтернет: [www.morningstar.com](http://www.morningstar.com).

195. Інтернет: [www.socinfo.kiev.ua/dumka/vybir/ideol1.htm](http://www.socinfo.kiev.ua/dumka/vybir/ideol1.htm).

196. Інтернет: [www.unicc.org/wto](http://www.unicc.org/wto).

197. Інтернет: [www.wallstreet.com.ua](http://www.wallstreet.com.ua).

198. Каганов Е. Д. Социалистическое воспроизводство и рынок. –

- М.: Издательство «Экономика», 1966. – 191 с.
199. Калашников А. Валютно-фінансова криза і державна власність в Україні // Вибір. – 1999. – № 1–2. – С. 58–63.
200. Кассел Брайан-Лоу. Советы дороже аудитора // Украинская Инвестиционная Газета. – 2002. – № 16. – С. 10.
201. Кваснюк Б. Є. Структурні зрушення в промисловості України // Економіка і прогнозування. – 2002. – № 1. – С. 67–68.
202. Квасов А. Г. Финансовый капитал и финансовая олигархия Канады. – М.: Наука, 1989. – 137 с.
203. Кейнс Дж. М. Общая теория занятости, процента и денег / Пер. с англ. А. Г. Милейковского, И. М. Осадчей. – М.: Издательство «Прогресс», 1978. – 494 с.
204. Клапків М. С., Клапків Ю. М. Витоки національного страхового ринку України: Монографія. – Тернопіль: Карт-бланш, 2003. – 275 с.
205. Коваль Р. Я., Наконечный А. Н. Марковская модель для оптимизации структуры капитала корпорации // Финансовые риски. – 2003. – № 1. (32). – С. 82–89.
206. Коллонтай В. Эволюция западных концепций глобализации (Статья первая) // Мировая экономика и международные отношения. – 2002. – № 1. – С. 24–30.
207. Комп'ютерна сваха на біржі праці // Урядовий кур'єр. – 2002. – № 212, 14 листопада.
208. Кон А. Теория промышленного капитализма (тезисы и планы). – М.: Издание Коммунистич. ун-та имени Я. М. Свердлова, 1923. – 120 с.
209. Конституція України, прийнята на п'ятій сесії Верховної Ради України 28 червня 1996 року // Відомості Верховної Ради України. – 1996. – № 30. – С. 141.
210. Концепція регулювання фінансового ринку України // Цінні папери. – 2002. – № 1. – С. 7–29.
211. Концепція реформування податкової системи України // Голос України. – 2000, 14 березня (Додаток).
212. Конюховский П. В. Микроэкономическое моделирование банковской деятельности. – СПб: Питер, 2001. – 224 с. – (Серия «Ключевые вопросы»).
213. Корнєєв В. В. Кредитні та інвестиційні потоки капіталу на фінансових ринках. – К.: НДФІ, 2003. – 376 с.
214. Корягин А. Г., Фролов Б. И. Социальная утопия Дж. Гэлбрейта. Критика концепции «нового индустриального общества». – М.: Мысль, 1978. – 246 с.

215. Костриба А. І. Передумови фінансової кризи в Україні та характер її прояву // Фінанси України. – № 9. – С. 39–40.

216. Кох Р. Менеджмент и финансы от А до Я / Пер. с англ. под ред. Ю. Н. Каптуревского. – СПб: Издательство «Питер», 1999. – 496 с. – (Серия «Теория и практика менеджмента»).

217. Кравець В. М., Кравець О. В. Західноєвропейський банківський бізнес: становлення і сучасність / За ред. В. І. Міщенко. – К. Знання-Прес, 2003. – 470 с.

218. Краснов Ю. М. Економічна стратегія ефективної зайнятості. – К.: Знання України, 2001. – 253 с.

219. Кредит под корпоративный долг // Украинская Инвестиционная Газета. – 2003. – № 7, 18 лютого.

220. Кредитний ризик комерційного банку: Навч. посіб. / В. В. Вітлінський, О. В. Пернарівський, Я. С. Наконечний, Г. І. Великоіваненко; За ред. В. В. Вітлінського. – К.: Т-во КОО, 2000. – 251 с.

221. Крупка М. І. Фінансово-кредитний механізм інноваційного розвитку економіки України. – Львів: Видавничий центр Львівського національного ун-ту імені Івана Франка, 2001. – 608 с.

222. Крутов И. В. Вывоз капитала. – М.: Изд-во Саратовского ун-та, 1965. – 30 с.

223. Круторжевский Г. А., Трифонов В. И., Шишков Ю. В. Современный капитализм. Цифры и факты. – М.: Изд-во «Знание», 1971. – 78 с.

224. Кузнецов В. С. Международный валютный фонд и мирохозяйственные связи. – М.: «Российская политическая энциклопедия» (РОССПЭН), 2001. – 432 с.

225. Курочкин В. В., Савельев С. С., Михина Е. В. Налог на недвижимость: итоги эксперимента // Финансы. – 2003. – № 8. – С. 30–33.

226. Куцин Н. А., Калюжный В. В., Мозенков О. В., Балькин В. Д. Сучасна теорія та практика оподаткування. – Харків: Прапор, 2001. – 512 с.

227. Кярэн Уолш. Ключові фінансові показники. Аналіз та управління розвитком підприємства: Пер. з англ. – К.: Всеуито; Наукова думка, 2001. – 367 с. – (Сер. «Усе про менеджмент»).

228. Ланге Оскар. Теория воспроизводства и накопления. Пер. с польского В. Д. Меникера. – М.: Изд-во иностр. литературы, 1963. – 141 с.

229. Лановой В. Т. Рынок и воспроизводство / АН Украины. Ин-т экономики; Отв. ред. И.И. Лукинов. – Киев: Наук. думка, 1991. – 232 с.

230. Ларин Ю. Частный капитал в СССР. – М.-Л.: Государственное издательство, 1927. – 312 с.

231. Ларцев В. Основні особливості етапів приватизації // Економіка України. – 2001. – № 3. – С. 43–50.

232. Лафаргь П. Трудъ и капиталъ. Перевод с французского. Издание Петроградского Съвета Рабочихъ и Красноармейскихъ Депутатовъ, 1919. – 124 с.

233. Лебедев Л. Ф. Иностранный капитал в экономике США. – М.: Изд-во «Наука», 1982. – 176 с.

234. Левинсон (Морус) Р. Перемещение капиталов в Западной Европе / Пер. с нем. – Л.: Рабочее издательство «Прибой», 1926. – 272 с.

235. Левицкий Б. Призрак инфляции // Компаньон. – 2002. – № 1–2. – С. 26–28.

236. Лейдлер Г. Концентрация капитала в американской промышленности. Перевод с англ. Соколова-Вольского. – М.: Государственное социально-экономическое издательство, 1934. – 364 с.

237. Ленин В. И. Полн. собр. соч. – Т. 27. – С. 344.

238. Ленін В. І. Твори. – Т. 27. – 612 с.

239. Ленін В. І. Твори. – Т. 31. – 645 с.

240. Ленін В. І. Філософські зошити. – К.: Вид-во політичної літератури України, 1979. – 721 с.

241. Листування Михайла Грушевського. Упорядник Галина Бурлака. Українське істор. тов-во. Серія: Епістолярні джерела Грушевськознавства. Том. 1. – Київ–Нью-Йорк–Париж–Львів–Торонто, 1997. – 399 с.

242. Лифман Роберт. Фондовый капитализм. Общества для участия и финансирования. Перевод с последнего немецкого издания Л. И. Кунина. – М.-Л.: Государственное изд-во, 1930. – 424 с.

243. Логинов В. Обновление основного капитала // Экономист. – 2002. – № 3. – С. 3–10.

244. Ломакин В. К. Мировая экономика: Учебник для вузов. – М.: Финансы, ЮНИТИ, 1999. – 727 с.

245. Луцишин З. О. Трансформація світової фінансової системи в умовах глобалізації. – К.: Видавничий центр «ДрУк», 2002. – 320 с.

246. Людство програє війни глобілізації // Урядовий кур'єр. – 2003. – № 27, 12 лютого. – С. 14.

247. Люксембург Роза. Накопление капитала. (К вопросу об объяснении империализма). Перевод Ш. Дволайцкого. – Государственное издательство, 1921. – 336 с.

248. Лютий І. О. Грошово-кредитна політика в умовах перехідної економіки: Монографія. – Київ: Атіка, 2000. – 240 с.

249. Лютий І. О., Рак Р. В. Україна в процесі інтеграції до світового

ринку капіталів // Київський національний університет імені Тараса Шевченка. Вісник. Економіка. – Київ: ВПЦ «Київський університет». – 2002. – Вип. 55–57. – С. 74–77.

250. Магас В. Теоретичні проблеми неконкурентної приватизації // Економіка України. – 2001. – № 8. – С. 42–49.

251. Макогон Ю. В., Булатова Е. В. Международный банковский бизнес. Учебное пособие. – К.: Атика, 2003. – 208 с.

252. Мансухани Г. Р. Золотое правило инвестирования: Пер. с англ. – М.: Церих-ПЭЛ, 1995. – 93 с.

253. Маркарян К. На пути к постиндустриальному корпоративному государству: «третий путь» развития для России XXI века // Финансист. – 2000. – № 39. – С. 38–49.

254. Маркс К. Капитал. Критика политической экономии. Т. 1. Кн. 1: Процесс производства капитала. – Собр. соч. – Т. 23. – 825 с.

255. Маркс К. Капитал. Критика политической экономии. Т. 2. Кн. 2: Процесс обращения капитала. – Собр. соч. – Т. 24. – 648 с.

256. Маркс К. Капитал. Критика политической экономии. Т. 3. Кн. 3: Процесс капиталистического производства, взятый в целом. Ч. 1. – Собр. соч. – Т. 25., Ч. 1. – 545 с.

257. Маркс К. Капитал. Критика политической экономии. Т. 3. Кн. 3: Процесс капиталистического производства, взятый в целом. Ч. 2. – Собр. соч. – Т. 25., Ч. 2. – 465 с.

258. Маркс К. Капитал. Критика политической экономии. Том первый. Книга первая «Процесс производства капитала». Издание подгот. К. Каутским / Пер. под ред. В. Базарова и И. Степанова пересмотренный И. Степановым. – М.-П.: Государственное издательство, 1923. – 767 с.

259. Маркс К. Капітал. Критика політичної економії. – К. Вид-во політичної літератури України, 1982. – 932 с.

260. Маркс К. Капітал. Критика політичної економії. Том перший. Книга I: Процес виробництва капіталу. – К.: Державне вид-во політичної літ-ри, 1954. – 786 с.

261. Маркс К. Теория накопления. – М.: ОГИЗ «Госполитиздат», 1948. – 112 с.

262. Маркс К., Энгельс Ф. Святое семейство, або критика критичної критики. Проти Бруно Бауера і компанії. – Твори. – Т. 2. – 622 с.

263. Маршалл А. Принципы экономической науки, т. 2: Пер. с англ. – М.: Прогресс, 1993. – 310 с.

264. Масленников В. Н., Моляков Д. С. Денежные накопления в промышленности. – М.: Финансы, 1979. – 254 с.



265. Маслова С. О., Опалов О. А. Фінансовий ринок. Навчальний посібник. Друге видання, виправлене. – К.: Каравела, 2003. – 344 с.

266. Матвієнко В., Матвієнко П. Вплив іноземного капіталу на інвестиційний клімат в Україні // Вісник Національного банку України. – 2003. – № 10. – С. 37.

267. Материальное накопление в условиях рыночной экономики / Ю. В. Куренков, С. А. Смирнова, В. К. Петров и др. – М.: Наука, 1991. – 276 с.

268. МВФ отказал Украине в предоставлении кредита // Украинская Инвестиционная Газета. – 2003. – № 41, 14 октября.

269. Международные экономические отношения: Учебник для вузов / В. Е. Рыбалкин, Ю. А. Щербанин, Л. В. Балдин и др.; Под ред. проф. В. Е. Рыбалкина. – 3-е изд., перарб. и доп. – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 1999. – 503 с.

270. Мендрул О. Г., Павленко І. А. Фондовий ринок: операції з цінними паперами: Навч. посібник. Вид. 2-ге, допов. та перероб. – К.: КНЕУ, 2000. – 156 с.

272. Методика визначення монопольного (домінуючого) становища суб'єктів господарювання на ринку. Розпорядження Антимонопольного комітету України від 5 березня 2002 р. № 49-р. – Інтернет: [www.rada.kiev.ua](http://www.rada.kiev.ua).

273. Механизм внешнеэкономической деятельности. Сборник документов. – М.: Изд-во «Правда», 1988. – 176 с.

274. Мизес Людвиг фон. Человеческая деятельность: Трактат по экономической теории / Пер. с 3-го испр. англ. изд. А. В. Куряева. – М.: ОАО «НПО «Экономика», 2000. – 878 с.

275. Микеладзе П. В. Косвенные налоги. – Ленинград: Финансовое издательство НКФ СССР, 1927. – 124 с.

277. Минфин займет еще 2,5 млрд. грн. // Украинская Инвестиционная Газета. – 2002. – № 39. – С. 17–19.

276. Миркин Я. Традиционные ценности населения и фондовый рынок // Рынок ценных бумаг. – 2000. – № 7.

277. Мицек С. Следует ли России опасаться глобализации? // Вопросы экономики. – 2002. – № 8. – С. 21–30.

278. Мозговий О. М. Фондовий ринок: Навч. посібник. – К.: КНЕУ, 1999. – 316 с.

279. Моляков Д. С. Финансы предприятий отраслей народного хозяйства: Учеб. пособие. – М.: Финансы и статистика, 1997. – 176 с.

280. Мордвинцев В. Государственные налоги и повинности монас-

тырских крестьян Левобережной Украины в XVIII веке. – К.: Знання, 1998. – 184 с.

281. Мотылев В. Е. Финансовый капитал и его организационные формы. – М.: Изд-во социально-экономической литературы, 1959. – 452 с.

282. Мочерний С. В. Основи економічних знань: Підручник. – К.: Видавничий центр «Академія», 2001. – 312 с. (Альма-матер).

283. Мусатов В.Т. Международная миграция фиктивного капитала. – М.: Международные отношения, 1983. – 207 с.

284. Національні заощадження та економічне зростання / Б. Є. Кваснюк, С. І. Киреєв, А.В. Мар'яненко та ін.; Б.Є. Кваснюк (ред.). – К.: МП «Леся», 2000. – 304 с.

285. Ніколас Муссіс. Вступ до Європейського Союзу. Право, економіка, політика / Пер. з англ. під ред. Шниркова О. І., Дайнеко В. В. – К.: Центр Європейських студій, Інститут міжнародних відносин, ВЦ «Київський університет», 1999. – 60 с.

286. Овсийчук М. Ф., Сидельникова Л. Б. Методы инвестирования капитала. – М.: БУКВИЦА, 1996. – 128 с.

287. Огородник С. Я. Вопросы повышения экономической эффективности производства на современном этапе. – К.: Изд-во Киевского ун-та, 1967.

288. Одереди Д. А., Бакаре Х. А. От А до Я об акциях и фондовых биржах. Как использовать приватизацию и заставить Ваши сбережения работать на Вас. – Харьков: ФОРТ Лтд, 1992. – 152 с.

289. Олексієнко М. М. Грошові нагромадження промисловості і резерви їх зростання. – Львів: В-во Львівського ун-ту, 1972. – 191 с.

290. Основи законодавства України про загальнообов'язкове державне соціальне страхування від 14 січня 1998 р. № 16/98-ВР // Відомості Верховної Ради України. – 1998. – № 23. – С. 121.

291. Основні показники діяльності банків України на 1 лютого 2004 року // Вісник Національного банку України. – 2004. – № 3. – С. 67.

292. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2002 год // Деньги и кредит. – 2001. – № 12. – С. 3–39.

293. Отмывание денег // Украинская Инвестиционная Газета. – 2003. – № 7, 18 лютого.

294. Павлов С. В. Фондовая биржа и её роль в экономике современного капитализма. – М.: Финансы и статистика, 1989. – 128 с.

295. Павлова С. В. Структура иностранных инвестиций и условия их привлечения в реальный сектор // Финансы. – 2002. – № 8. – С. 75–

76.

296. Пархомчук Д. Приватизація більшості стратегічних підприємств відложена по рішенням уряду / Українська Інвестиційна Газета. – 2002. – № 39. – С. 17–18.

297. Пенсійна реформа – нагальна вимога часу // Урядовий кур'єр. – 2002. – № 203, 1 листопада.

298. Перегудов С. Антиглобалістські рухи – початок великої смуту ХХІ століття? Неоліберальна глобалізація: чи є альтернатива? // Світова економіка і міжнародні відносини. – 2002. – № 4 – С. 22–28.

299. Пересада А. А. Основи інвестиційної діяльності. – К.: Либра, 1996. – 344 с.

300. Перехідний період: аналіз і уроки першого десятиліття для країн Східної Європи і для колишнього Радянського Союзу. Дослідження Всесвітнього банку / Пер. з англ. – М.: Видавництво «Весь Світ», 2002. – 296 с.

301. Перспективи зовнішніх позицій // Урядовий кур'єр. – 2002. – № 208, 8 листопада.

302. Пессель М. А. Проблема розподілу влади і банківська система // Деньги і кредит. – 2000. – № 1.

303. Петровська І. О., Клиновий Д. В. Фінанси (з елементами статистики фінансів). Навчальний посібник. – К.: ЦУЛ. – 2002. – 300 с.

304. Петюх В. М. Ринок праці та зайнятості: Навчальний посібник. – К.: МАУП, 1997. – 120 с.

305. Пешехонов Ю. В. Відносини населення з фінансово-кредитною системою в умовах становлення ринкової економіки // Фінанси. – 2003. – № 3 – С. 55–57.

306. Пинзеник В. Економіка України знову ховається в тінь // Економіст. – 2002. – № 3. – С. 24–25.

307. Пищик В. Антиінфляційна політика в Єврозоні: особливості, проблеми і перспективи // Проблеми економіки. – 2002. – № 12. – С. 51–67.

308. «Пільги» руйнують конкурентне середовище внутрішнього ринку / Урядовий кур'єр. – 2003. – № 24, 7 лютого. – С. 2.

309. Податки в Україні: від каральної до стимулюючої функції: Зб. наук. ст. / За ред. Я. А. Жаліла. – К.: Альтерпрес, 2003. – 120 с.

310. Положення про інвестиційні фонди та інвестиційні компанії. Затверджено Указом Президента України від 19.02.1994 р. № 55/94 // Урядовий кур'єр. – 1994. – 24 лютого.

311. Положенко Д. Фінансова глобалізація та інвестиційний процес /

/ Вісник Національного банку України. – 2002. – № 11. – С. 50–52.

312. Полянский Ф. Я. Первоначальное накопление капитала в России. – М.: Изд-во социально-экономической литературы, 1958. – 416 с.

313. Польские инвестиции заметили Украину // Украинская Инвестиционная Газета. – 2003. – № 38, 23 вересня.

314. Попов В. П., Семенов В. П. Организация и финансирование инвестиций. – СПб: Питер, 2001. – 224 с.

315. Попович О. Формування тіньового прибутку в економіці України // Економіст. – 2002. – № 6. – с. 72–75.

316. Послання Президента України до Верховної Ради України про внутрішнє і зовнішнє становище України у 2002 році // Економіст. – 2003. – № 5. – С. 21–83.

317. Постанова ВР УРСР «Про проєкт Закону Української РСР про акціонерні товариства, та інші види господарських товариств» від 4 червня 1991 року № 1141-XII // Відомості Верховної Ради України. – 1991. – № 28. – С. 337.

318. Постанова Кабінету Міністрів України від 26 квітня 2003 р. № 644 «Про затвердження Порядку реєстрації фінансових операцій суб'єктами первинного фінансового моніторингу» // Урядовий кур'єр. – 2003. – № 84, 8 травня.

319. Постанова Кабінету Міністрів України «Про затвердження Стратегії розвитку системи державного фінансового контролю, що здійснюється органами виконавчої влади» від 24 липня 2003 р. № 1156 // Урядовий кур'єр. – 2003. – № 153, 19 серпня. – С. 10–11.

320. Правительству снова нужны деньги МВФ // Украинская Инвестиционная Газета. – 2002. – № 39. – С. 17–20.

321. Пресняков В. Ю. Глобализация и современное государство: зарубежный и отечественный опыт // Экономика XXI века. – 2002. – № 6. – С. 121–135.

322. Приватизация становится рычагом для подъема экономики Украины // Украинская Инвестиционная Газета. – 2000. – № 19, 16 мая.

323. Про діяльність Фонду загальнообов'язкового державного соціального страхування України на випадок безробіття // Урядовий кур'єр. – 2003. – № 101, 4 червня. – С. 14.

324. Проблемы совершенствования хозяйственного механизма. – Душанбе: Таджикский гос. ун-т, 1979. – 112 с.

325. Програма діяльності Кабінету Міністрів України «Відкритість, дієвість, результативність» // Урядовий кур'єр. – 2003. – № 173, 17 вересня. – С. 5–13.

326. Прокопович Д. А. Проблемы сочетания централизованного управления холдингом со стремлением снизить риски // Менеджмент в России и за рубежом. – 2002. – № 2. – С. 61–67.

327. Промисловість: формувати інноваційну модель розвитку // Урядовий кур'єр. – 2003. – № 112, 20 червня. – С. 5.

328. Процесс социалистического накопления / Под ред. проф. М. П. Осадько. – М.: Изд-во Московского университета, 1975. – 140 с.

329. Пушкарева В. М. Развитие финансовой науки в России (1861–1917 гг.) // Финансы. – 2002. – № 7. – С. 15–17.

330. Пятницький В. На Північний Схід чи на Захід // Вісник Національного банку України. – 2003. – № 10. – С. 6–7.

331. Радыгин А. Корпоративное управление в России: ограничения и перспективы // Вопросы экономики. – 2002. – № 1. – С. 101–124.

332. Ратленд П. Глобализация и посткоммунизм // Мировая экономика и международные отношения. – 2002. – № 4 – С. 15–18.

333. Регулювання сфери фінансових послуг у праві Європейського Союзу та перспективи адаптації законодавства України. – Харків: Консум, 2002. – 912 с.

334. Резник Г. Время собирать камни // Банковская практика за рубежом. – 2002. – № 8. – С. 2–9.

335. Рикардо Давид. Начала политической экономии и налогового обложения. – М.: Государственное издательство политической литературы, 1955. – 360 с.

336. Ринок / Упоряд., авт. вступ. ст. А. А. Чухно. – К.: Україна, 1995. – 448 с.

337. Розпорядження Президента України «Про заходи щодо забезпечення захисту активів недержавних пенсійних фондів» від 14 квітня 2003 року № 92/2003-рп // Урядовий кур'єр. – 2003. – № 72, 17 квітня. – С. 23.

338. Розпорядження Президента України «Про розроблення проекту стратегії економічного та соціального розвитку України до 2011 року» / Урядовий кур'єр. – 2002. – № 211, 13 листопада.

339. Розрахуватися достроково з МВФ і спати спокійно ? // Голос України. – 2003. – № 170, 11 вересня.

340. Романенко О. Р. Фінанси: Підручник. – К.: Центр навчальної літератури, 2003. – 312 с.

341. Ронин С. Иностранный капитал и русские банки. К вопросу о финансовом капитале в России. – М.: Издательство коммун. ун-та им. Я. М. Свердлова, 1926. – 144 с.

342. Рубинштейн М. Концентрация капитала и задачи рабочего

движения. – М.: Издание профинтерна, 1924. – 75 с.

343. Рубинштейн М. Противоречия американского капитализма. – М.-Л.: Московский рабочий, 1929. – 160 с.

344. Рубцов Б. Б. Зарубежные фондовые рынки: инструменты, структура, механизм функционирования. – М.: ИНФРА-М, 1996. – 304 с.

345. Рудык Н. Б., Семенюва Е. В. Рынок корпоративного контроля: слияния, жесткие поглощения и выкупы долговым финансированием. – М.: Финансы и статистика, 2000. – 456 с.

346. Рынок ценных бумаг и его финансовые институты: Учебное пособие / Под ред. В. С. Торкановского. – СПб.: АО «Комплект», 1994. – 421 с.

347. Рынок. Предпринимательство. Коммерция. Толковый словарь-справочник. 600 понятий и терминов на русском и английском языках / Общ. ред. А. Г. Новицкий, В. К. Фединин. – М.: Гласность. – 1992. – 189 с.

348. Сакс Дж. Д., Ларрен Ф. Б. Макроэкономика: Глобальный подход / Пер. с англ. – М.: Дело, 1996. – 848 с.

349. Салицкий А. Вызовы глобализации и проблемы крупных полупериферийных стран // Мировая экономика и международные отношения. – 2002. – № 1. – С. 15–19.

350. Сальваторе Доминик. Международная экономика / Перевод с англ. – М.: ИВЭСУ, 1998. – 714.

351. Сальвиоли Г. Капитализм в античном мире. Эюд по истории хозяйственного быта Рима. Перевод с французского Р. Гальперина. Издание второе. – Всеукраинское издательство, 1923. – 188 с.

352. Світова економіка // Квартальні передбачення. – 2001. – Жовтень. – С. 11.

353. Серединська В., Загородня О. Теорія економічного аналізу. – Тернопіль: Економічна думка, 2002. – 320 с.

354. Сибиряков А. И. Коммерческий банк сегодня. – М.: Изд-во «Консалтбанкир», 2002. – 144 с.

355. Сизоненко В. О., Колесник Н. Ф. Власність. Інтереси. Підприємництво. Питання теорії та методології. – К.: Тов-во «Знання» України, 2000. – 52 с.

356. Сизоненко В. Про що свідчить українська модель корпоративного підприємництва? // Банківська справа. – 2002. – № 3. – С. 29–37.

357. Сливоцький А. Міграція капіталу. (Як у замислах на кілька років випередити своїх конкурентів) / Пер. з англ. – К.: Унів. вид-во «Пульсари», 2001. – 296 с.

358. Словник іншомовних слів / Уклад.: С. М. Морозов, Л. М. Шкарапута.

– К.: Наук. думка, 2000. – 680 с.

359. Словник сучасної економіки Макміллана / Пер. з англ. – К.: «АртЕК», 2000. – 640 с.

360. Смит А. Биржа – игра на деньги: Пер. с англ. – М.: Издательский Дом «Альпина» 2000. – 285 с.

361. Смит Адам. Исследование о природе и причинах богатства народов. Том II. Государственное социально-экономическое издательство. – М.: Ленинград, 1935. – 475 с.

362. Смит М. Положение рабочего класса в США, Англии и Франции после второй мировой войны. – М.: Госполитиздат, 1953. – 263 с.

363. Соболев М. Н. Экономическая политика капиталистических стран. – М.: Изд-во «Пролетарий», 1925. – 418 с.

364. Современный рынок капиталов. Под ред. д-ра экон. наук проф. Г. П. Солюса. – М.: Финансы, 1977. – 224 с.

365. Соколенко С. І. Глобалізація і економіка України. – К.: Логос, 1999. – 568 с.

366. Соколинский З. В. Теории накопления. – М.: Изд-во «Мысль», 1973. – 150 с.

367. Соколовська А. М. Податкова система України: теорія і практика становлення. – К.:НДФІ, 2001. – 372 с.

368. Сорок рекомендацій Групи з розробки фінансових заходів боротьби з відмиванням грошей (FATF) // Урядовий кур'єр. – 2003. – № 179, 25 вересня. – С. 9–10.

369. Сорос Джордж. Утвердження демократії. – К.: Основи, 1994. – 224 с.

370. Соціально-економічне становище України за січень–липень 2003 року // Урядовий кур'єр. – 2003. – № 155, 21 серпня. – С. 5.

371. Стартовал второй конкурс бизнес-проектов ЕБРР // Украинская Инвестиционная Газета. – 2002. – № 40. – С. 26.

372. Статистичний щорічник України за 1998 р.: Державний комітет статистики України / Відп. за вип. О. Г. Осауленко. – К.: Українська енциклопедія, 1999. – 576 с.

373. Статистичний щорічник України за 1999 р.: Державний комітет статистики України / За ред. О. Г. Осауленка / Відп. за вип. В. А. Головка. – К.: Техніка, 2000. – 648 с.

374. Статистичний щорічник України за 2000 р.: Державний комітет статистики України / За ред. О. Г. Осауленка / Відп. за вип. В. А. Головка. – К.: Техніка, 2001. – 786 с.

375. Статистичний щорічник України за 2002 р.: Державний комітет

статистики України / За ред. О. Г. Осауленка / Відп. за вип. В. А. Головко. – К.: Вид-во «Консультант», 2003. – 663 с.

376. Статус «неорганізованого» фондового ринку не личить // Урядовий кур'єр. – 2004. – № 51, 18 березня. – С. 8.

377. Стельмах В. С., Єпіфанов А. О., Гребеник Н. І., Міщенко В. І. грошово-кредитна політика в Україні / За ред. В. І. Міщенка. – 2-ге вид., переоб. і доп. – К.: Т-во «Знання», КОО, 2003. – 421 с.

378. Стратегия выхода предприятия на рынок ценных бумаг. Практическое руководство. Составители и редакторы: А. Баранников, Н. Сваровский. – М.: АФПИ еженедельника «Экономика и жизнь», Московское агентство ценных бумаг, 1997. – 220 с.

379. Стратегия занятости / Чижова Л. С., Сергеева Г. П., Волчков С. Н. и др.; Отв. ред. Л. С. Чижова. – М.: Экономика, 1990. – 208 с.

380. Стратегічні інтереси України в країнах Чорноморського регіону та проблеми національної безпеки / Б. О. Парахонський та ін.: Монографія. – К.: НІСД, 2001. – 134 с. – (Сер. «Зовнішньополітичні стратегії»; Вип. 7).

381. Сугоняко О. Капіталізація банків: нова тенденція // Вісник Національного банку України. – 2003. – № 10. – С. 34–35.

382. Суляев А. И. Негосударственная пенсионная система: пути развития // Український інвестиційний журнал Welcome. – 2003. – № 10–11. – С. 3–12.

383. Таджер Витали. Приватизация. Превръщане на държавна и общинска собственост в частна. – София: Издательство «Пеликан Алфа», 1992. – 65 с.

384. Тенденції української економіки. – 2001. – Грудень. – С. 3, 29.

385. Тігіпко С. Світовий економічний простір: стратегія для України / Вісник Національного банку України. – 2003. – № 10. – С. 4–5.

386. Тільки політична стабільність і економічне зростання можуть забезпечити високий добробут людей // Урядовий кур'єр. – 2002. – № 193, 18 жовтня.

387. Ткаченко В. А. Співдружність Незалежних Держав та національні інтереси України. – К.: Інститут Громадського Суспільства, 1998. – 100 с.

388. Топурия Г. Д. Механизм интенсификации накопления. – Тбилиси: Мецниереба, 1986. – 101 с.

389. Трансформація моделі економіки України (ідеологія, протиріччя, перспективи) / За ред. акад. НАН України В. М. Гейця. – К.: Логос, 1999. – 500 с.

390. Туган-Барановський М.І. Політична економія. Курс популярний.



– К.: Наукова думка, 1994. – 263 с.

391. Туман приватизації // Телеграфъ. – 2002. – № 2.

392. Тюрго А. Р. Избранные экономические произведения. – М.: Изд-во соц.-эконом. литературы, 1961. – 198 с.

393. У параметрах прогнозу ризику враховані // Урядовий кур'єр. – 2003. – № 94, 24 травня. – С. 7.

394. Угода про формування Єдиного економічного простору // Урядовий кур'єр. – 2003. – № 177, 23 вересня. – С. 4.

395. Указ Президента України «Про заходи щодо залучення коштів, отриманих від приватизації державного майна, на інноваційне інвестування підприємств, що мають стратегічне значення для економіки та безпеки держави» від 15 липня 2000 р. № 905/2000 р. // Українська інвестиційна газета. – 2000. – № 37, 19 вересня.

396. Указ Президента України «Про невідкладні додаткові заходи щодо посилення боротьби з організованою злочинністю і корупцією» від 6 лютого 2003 року № 84/2003 // Урядовий кур'єр. – 2003. – № 25, 8 лютого. – С. 14.

397. Указ Президента України «Про Положення про Державну раду з питань європейської та євроатлантичної інтеграції України» від 30 січня 2003 року № 48/2003 // Урядовий кур'єр. – 2003. – № 21, 4 лютого. – С. 11.

398. Украинские банки с иностранным капиталом по данным АУБ на 01.01.2004 г. // Бизнес. – 2004. – № 12, 22 марта. – С. 49.

399. Україна і Світова організація торгівлі: механізми та соціально-економічні наслідки вступу до неї // Урядовий кур'єр. – 2003. – № 28, 13 лютого. – С. 7–8.

400. Україна продовжує курс на євроінтеграцію // Урядовий кур'єр. – 2003. – № 165, 5 вересня. – С. 3.

401. «Укртелеком» готують к продажу // Украинская Инвестиционная Газета. – 2003. – № 16–17, 22 квітня.

402. Урунов А. А., Бобоев М. Р. О некоторых аспектах структурных реформ в России и странах СНГ // Экономика XXI века. – 2002. – № 5. – С. 127–147.

403. Урядовий кур'єр. – 2002. – № 192, 17 жовтня.

404. Фигурнов П. К. Капиталистическое воспроизводство и экономические кризисы. – М.: Военное Издательство Министерства Вооруженных Сил Союза ССР, 1949. – 72 с.

405. Философский словарь: Основан Г. Шмидтом. – 22-е, новое, переработ. изд. под ред. Г. Шишюффа / Пер. с нем. / Общ. ред. В. А.

Малинина. – М.: Республика, 2003. – 575 с.

406. Философский энциклопедический словарь / Гл. редакция: Л. Ф. Ильичев, П. Н. Федосеев, С. М. Ковалев, В. Г. Панов. – М.: Сов. Энциклопедия, 1983. – 840 с.

407. Финансово-кредитный словарь: В 3-х т. Т. III Р-Я / Гл. ред. Н. В. Гаретовский. – М.: Финансы и статистика, 1988. – 511 с.

408. Финансовый капитал и развивающиеся страны. Сборник научных трудов. – М.: МФИ, 1985. – 176 с.

409. Фишер Ирвинг. Покупательная сила денег. Её определение и отношение к кредиту, проценту и кризисам / Пер. с посл. амер. издания К. Г. Фокина. Под ред. и с предисл. проф. В. Я. Железнова. – М.: Финансовое издательство НКФ СССР, 1925. – 400 с.

410. Фишер Пауль. Теория ценности. Введение в изучение Карла Маркса. Перевод с немецкого. – Гомельский рабочий, 1924. – 54 с.

411. Фондовый рынок: погода помірна // Урядовий кур'єр. – 2002. – № 217, 21 листопада. – С. 7.

412. Формирование и развитие финансово-кредитного механизма управления. Сборник научных трудов. – Иркутск, 1980. – 132 с.

413. Френклін Р. Рут, Філіпенко А. Міжнародна торгівля та інвестиції / Пер. з англ. – К.: Основи, 1998. – 743 с.

414. Фрідман Р., Рапачинський А. Приватизація у Східній Європі: чи всі можливості держави вичерпано? / Пер. з англ. – К.: Основи, 1995. – 277 с.

415. Фрідман Р., Рапачинський А., Ерл Дж. Приватизація в Росії, Україні та країнах Балтії / Пер. з англ. М. Корчинської, Л. Тарахан, Р. Ткачука, В. Чемезової. – К.: Основи, 1994. – 319 с.

416. Фрідман Р., Рапачинський А., Ерл Дж. Приватизація в Центральній Європі / Пер. з англ. В. Мусієнко та В. Овсієнко. – К.: Основи, 1994. – 301 с.

417. Хананова Н. Делегирование глазами украинских руководителей // Управление компанией. – 2003. – № 10. – С. 22–26.

418. Хвойник П. И. Мировой рынок: препятствие или союзник? – М.: Международные отношения, 1971. – 192 с.

419. Хемингсен Джон О. Новый стиль принятия решений на высшем уровне – практический взгляд. В сб.: Современные тенденции в управлении в капиталистических странах / Пер. с англ. Под ред. Г. Х. Попова. – М.: Прогресс, 1972. – С. 277–288.

420. Хикс Дж. Р. Стоимость и капитал: Пер. с англ. / Общ. ред. и вступ. ст. Р. М. Ентова. – М.: Издательская группа «Прогресс», 1993. – 488 с.

421. Цаголов Н. А. Вопросы теории производственных отношений социализма. Избранные произведения. – М.: Изд-во Моск. ун-та, 1983.

– 368 с.

422. Цивільний Кодекс України: Офіційний текст. – К.: Кондор, 2003.

– 400 с.

423. Чантладзе В.Г. Вопросы теории финансов. – Тбилиси: Изд-во Тбил. ун-та, 1979. – 435 с.

424. Человеческая деятельность: Трактат по экономической теории / Пер. с 3-го испр. англ. изд. А. В. Куряева. – М.: ОАО «НПО «Экономика», 2000. – 878 с.

425. Черваньов Д. М. Сучасні проблеми менеджменту конкурентоспроможності національної економіки в глобальному середовищі // Київський національний університет імені Тараса Шевченка. Вісник. Економіка. – Київ: ВПЦ «Київський університет». – 2002. – Вип. 55–57. – С. 68–70.

426. Чернявский С. П. Международный офшорный бизнес и банки. – М.: Финансы и статистика, 2002. – 144 с.

427. Чому уряд має намір продавати «Криворіжсталь»?! // Голос України. – 2003. – № 178, 23 вересня.

428. Шапран В. Банки развития – перспективы создания – работы / Финансовый директор. – 2003. – № 5 (15). – С. 38–44.

429. Швидке економічне зростання: чи вдасться втримати темпи? Прогноз МЦПД на 2003-2005 роки // Економіст. – 2003. – № 5. – С. 12, 20.

430. Шелудько В. М. Фінансовий ринок: Навч. посіб. – К.: Знання-Прес, 2002. – 535 с. (Вища освіта ХХІ ст.).

431. Шемятенков В. Г. Теория капитала. – М.: «Мысль», 1977. – 224 с.

432. Шишкович В. Между худшим и катастрофическим // Банковская практика за рубежом. – 2002. – № 1. – С. 28–34.

433. Шнеерсон А. И. Финансовый капитал во Франции. – М.: Государственное социально-экономическое изд-во, 1937. – 320 с.

434. Шульга З. П., Палкін Ю. І. Інтереси, стимули, зацікавленість. Шляхом заповітів В. і. Леніна. – К.: Вид-во Київського ун-ту, 1970. – 262 с.

435. Шумпетер Й. Капіталізм, соціалізм і демократія. – М., 1995.

436. Шумпетер Й. Теория экономического развития. – М., 1982.

437. Щеглова Е. Рынок с вечным потенциалом // Украинская Инвестиционная Газета. – 2003. – № 38, 23 сентября.

438. Щербаков А. И. Использование средств государственной накопительной системы финансовыми институтами // Финансы. – 2002. – № 1. – С. 68–70.

439. Экономическая теория: Учебник для вузов / К. Ховард, Г. Журавлева, Н. Эриашвили. – М.: Банки и биржи, ЮНИТИ, 1997. – 278 с.

440. Энциклопедия банковского дела. Чарльз Дж. Вулфен / Пер. с англ. – М.: Корпорация «Федоров», 2000. – 1583 с.
441. Эрнандо де Сото. Загадка капитала. Почему капитализм торжествует на Западе и терпит поражение во всем остальном мире / Пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2001. – 272 с.
442. Юданов А. Ю. Фирма и рынок. – М.: Знание, 1990. – 64 с. – (Новое в жизни, науке, технике. Серия «Экономика», № 8).
443. Юданов Ю. И. Капиталы под псевдонимом. Финансовые группы малых стран. – М.: Изд-во «Международные отношения», 1967. – 288 с.
444. Юрій С. І. Спільне підприємництво: фінанси, кредит, валюта. – Тернопіль: Громада, 1995. – 208 с.
445. Якуша Ю. Историчний контекст та теоретичне осмислення економічної глобалізації // Банківська справа. – 2002. – № 3. – С. 3–15.
446. Ясин Е. Модернизация экономики и система ценностей // Вопросы экономики. – 2003. – № 4. – С. 4–36.
447. Arestis Philip. The Post-Keynesian Approach to Economics: an Alternative Analysis of Economic Theory and Policy. – Vermont: Edward Elgar, 1992. – P. 185.
448. Collin P. H. Dictionary of Banking and Finance. Second Edition. – Peter Collin Publishing, 2000. – 344 p.
449. Development, Trade and The WTO: A Handbook. Edited by Bernard M. Hoekman, Philip English, and Aaditya Mattoo. Джерело: [www.worldbank.org/research/trade/pubs.html](http://www.worldbank.org/research/trade/pubs.html).
450. Die neue Zeit, 1901–1902, B. II, S. 136–143.
451. Duisenberg Wim. Der Euro spricht viele Sprachen // Deutschland. – 2003. – № 5. – S. 45–47.
452. Euromoney. – 1987, IX. – P. 373–384.
453. Franz Konz. 1000 ganz legale Steuertricks. Für alle, die zuviel Lohn- und Einkommensteuer zahlen. Mit neuen Tips und Tricks. – Droemersch Verlaganstalt Th. Knaur Nachf., München, 1991. – 980 s.
454. Handelskrisis und Gewerkschaften, 1901, S. 26.
455. Henderson Roger. European Finance. – London: McGraw-Hill Book Company Europe, 1993. – 357 p.
456. Hofmann Gunter. Das Reformpaket // Deutschland. – 2003. – № 5. – S. 9–11.
457. IMF Survey. – September. – 1996. – P. 8.
458. Jarrow, Robert A. Finance Theory. – Prentice-Hall. Inc., Englewood Cliffs, New Jersey, 1988. – 298 p.
459. Merrill Lynch снизила прогноз для українських єврооблігацій // Урядовий кур'єр. – 2002. – № 209, 9 листопада.
460. Mitsuo Matsushita, Thomas Schoenbaum, Petros Mavroidis. The World Trade Organization: Law and Practice. – Oxford: Oxford University Press, 2003. Джерело: [www.worldbank.org/research/trade/pubs.html](http://www.worldbank.org/research/trade/pubs.html).
461. Private Banking: Элитное обслуживание частного капитала /

## ЗМІСТ

ВСТУП .....	3
<b>РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ ФУНКЦІОНУВАННЯ РИНКУ ФІНАНСОВОГО КАПІТАЛУ .....</b>	<b>5</b>
1.1. Економічна природа і сутність ринку фінансового капіталу .....	5
1.2. Процес нагромадження та його вплив на формування ринку фінансового капіталу .....	34
1.3. Конкуренція та її значення в розвитку ринку фінансового капіталу .....	66
<b>РОЗДІЛ 2. РИНОК ФІНАНСОВОГО КАПІТАЛУ В УМОВАХ ТРАНСФОРМАЦІЇ ЕКОНОМІКИ УКРАЇНИ .....</b>	<b>101</b>
2.1. Економічні передумови виникнення ринку фінансового капіталу в Україні .....	101
2.2. Роль приватизаційних процесів у формуванні фінансового ринку .....	130
2.3. Державна політика та її вплив на розвиток фінансового сектору .....	148
2.4. Закономірності та пріоритети функціонування ринків фінансового капіталу і праці в контексті макроекономічної стабілізації в Україні .....	172
2.5. Тенденції та перспективи розвитку ринку фінансового капіталу в умовах інтеграції у світовий економічний простір .....	190
<b>РОЗДІЛ 3. ПЕРВИННИЙ РИНОК ФІНАНСОВОГО КАПІТАЛУ В УКРАЇНІ .....</b>	<b>206</b>
3.1. Сучасні тенденції формування фінансового капіталу підприємств в Україні .....	206
3.2. Діяльність акціонерних товариств у системі корпоративних відносин .....	232
3.3. Методи виходу підприємств на ринок фінансового капіталу ....	246

3.4. Інституційне забезпечення функціонування підприємств	
на ринку фінансового капіталу .....	277
3.4.1. Створення фінансових інституцій підприємства .....	278
3.4.2. Перелік основних варіантів структури .....	279
3.4.3. Фінансова група підприємства .....	279
3.4.4. Управління інвестиційної політики підприємства .....	280
3.4.5. Документальне забезпечення діяльності підприємства	
на ринку фінансового капіталу .....	281
3.4.5.1. Планові і програмні документи .....	281
3.4.5.2. Установчі та реєстраційні документи компаній, заснованих	
підприємством для роботи на ринку фінансового капіталу .....	281
3.4.5.3. Методики і типові положення .....	282
3.4.6. Ресурси для діяльності підприємства на ринку	
фінансового капіталу .....	284
3.4.6.1. Структура видатків .....	284
3.4.6.2. Розрахунок орієнтовних видатків .....	285
3.4.6.3. Розрахунок кількості залученого персоналу .....	286
3.4.7. Етапи виходу підприємства на фондовий ринок	
(програма дій) .....	286
3.4.8. Стадії програми виходу підприємства на ринок	
фінансового капіталу .....	287
3.4.9. Створення організаційної структури для роботи	
на ринку фінансового капіталу .....	287
3.4.10. Створення інформаційного, кадрового і методичного	
забезпечення .....	288
3.4.11. Здійснення окремих фінансових операцій з цінними	
паперами. Первинний ринок цінних паперів .....	288
3.4.12. Вторинний ринок цінних паперів .....	289
3.4.13. Інвестиції у цінні папери .....	290
3.4.14. Депозитарно-розрахункова і реєстраторська інфраструктура,	
комп'ютерна мережа і комунікаційне забезпечення .....	290
3.5. Програма виходу і діяльності підприємства .....	291
на ринку фінансового капіталу .....	291
3.5.1. Основні положення програми .....	291
3.5.2. Вимоги до підготовки програми .....	292
3.5.3. Інформаційне та організаційне забезпечення підготовки	
програми .....	293
3.5.4.1. Тематичний покажчик основних нормативних актів,	
які регулюють діяльність підприємства на ринку цінних паперів	
України .....	295

3.5.4.2. Скорочений тематичний показчик.....	295
3.5.4.3. Учасники ринку цінних паперів і регулюючі органи .....	295
3.5.4.4. Випуск та обіг цінних паперів, облік і звітність .....	296
3.5.5. Орієнтовний розрахунок початкових грошових видатків, необхідних для створення власної фінансової інфраструктури і виходу підприємства на ринок цінних паперів .....	296
3.6. Оптимізація ризиків в інвестиційній діяльності підприємств .....	299
РОЗДІЛ 4. СТАНОВЛЕННЯ ТА РОЗВИТОК ВТОРИННОГО РИНКУ ФІНАНСОВОГО КАПІТАЛУ .....	313
4.1. Суперечності та тенденції розвитку вторинного ринку фінансового капіталу .....	313
4.2. Взаємозв'язок вторинного ринку фінансового капіталу і реального сектору економіки .....	323
4.3. Роль фінансових посередників та їхній вплив на ефективність функціонування ринку фінансового капіталу .....	340
ДОДАТКИ.....	374
ЛІТЕРАТУРА .....	388

НАУКОВЕ ВИДАННЯ

**Людмила Михайлівна Алексеєнко**

**РИНОК ФІНАНСОВОГО КАПІТАЛУ:  
СТАНОВЛЕННЯ, ПРОБЛЕМИ  
ТА ПЕРСПЕКТИВИ РОЗВИТКУ**  
Монографія

*Ðàääãóàáí í ý ò à éí ì ï þ ò áðí à ááðñò àí í ý  
Ëàðèñè Û áðáàé*

Підп. до друку 25. 06. 2004 р.  
Формат 60х90  $\frac{1}{16}$ . Папір офсетний.  
Друк офсетний. Умов.-друк. арк. 24,65. Обл.-вид. арк. 28,2.  
Тираж 350 прим.

Видавництво ТАНГ «Економічна думка»  
46000, м. Тернопіль, вул. Львівська, 11.

Віддруковано у ВАТ «ТВПК «Збруч»  
46008, м. Тернопіль, вул. Живова, 11