

**КИЇВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ
ІМЕНІ ТАРАСА ШЕВЧЕНКА**

На правах рукопису

Алексєєнко Людмила Михайлівна

УДК 336.76

**РИНОК ФІНАНСОВОГО КАПІТАЛУ В ЕКОНОМІЧНІЙ
СИСТЕМІ УКРАЇНИ**

Спеціальність 08.04.01 – фінанси, грошовий обіг і кредит

**Дисертація на здобуття наукового ступеня
доктора економічних наук**

**Науковий консультант:
Лютий Ігор Олексійович,**

доктор економічних наук, професор

Київ – 2005

ЗМІСТ

ВСТУП	4
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГІЧНІ ЗАСАДИ ФУНКЦІОНУВАННЯ РИНКУ ФІНАНСОВОГО КАПІТАЛУ	15
1.1. Економічна природа та сутність фінансового капіталу	15
1.2. Еволюція формування ринку фінансового капіталу в економічних системах	35
1.3. Інститути та структура ринку фінансового капіталу	54
Висновки до розділу 1	71
РОЗДІЛ 2. ТЕНДЕНЦІЇ РОЗВИТКУ РИНКУ ФІНАНСОВОГО КАПІТАЛУ В ЕКОНОМІЧНІЙ СИСТЕМІ УКРАЇНИ	75
2.1. Організаційно-правові та інституційні засади формування і розвитку ринку фінансового капіталу в економічній системі України	75
2.2. Приватизаційні процеси як каталізатор становлення ринку фінансового капіталу в Україні	89
2.3. Моніторинг діяльності учасників ринку фінансового капіталу і тенденцій його розвитку	112
Висновки до розділу 2	132
РОЗДІЛ 3. МЕХАНІЗМ ФУНКЦІОНУВАННЯ РИНКУ ФІНАНСОВОГО КАПІТАЛУ В ЕКОНОМІЧНІЙ СИСТЕМІ УКРАЇНИ	137
3.1. Особливості механізму формування та функціонування ринку фінансового капіталу в Україні	137
3.2. Державні фінанси та їх роль у розвитку ринку фінансового капіталу	156
3.3. Механізм залучення фінансового капіталу підприємств на фінансовий ринок	176

3.4.	Банківський капітал у розвитку ринку фінансового капіталу	199
3.5.	Заощадження населення і напрями їх залучення на ринок фінансового капіталу	217
	Висновки до розділу 3	232
РОЗДІЛ 4.	РИНОК ФІНАНСОВОГО КАПІТАЛУ В ЗАБЕЗПЕЧЕННІ СТАБІЛІЗАЦІЇ ЕКОНОМІЧНОГО ЗРОСТАННЯ В УКРАЇНІ	236
4.1.	Роль держави у стимулюванні ефективності використання ринку фінансового капіталу	236
4.2.	Банківські інститути та їх роль у забезпеченні стабільного розвитку економічної системи України	255
4.3.	Пріоритети діяльності фінансово-кредитних інститутів в Україні	272
4.4.	Стратегія виходу підприємств на ринок фінансового капіталу	302
	Висновки до розділу 4	329
РОЗДІЛ 5.	ПРОБЛЕМИ ТА ПЕРСПЕКТИВИ ІНТЕГРАЦІЇ РИНКУ ФІНАНСОВОГО КАПІТАЛУ УКРАЇНИ У СВІТОВУ ФІНАНСОВУ СИСТЕМУ	334
5.1.	Тенденції глобалізації та їх вплив на національні ринки фінансового капіталу	334
5.2.	Пріоритетні напрями діяльності міжнародних економічних інституцій на вітчизняному ринку фінансового капіталу	367
5.3.	Суперечності та перспективи інтеграції національного ринку фінансового капіталу в світову фінансову систему	386
	Висновки до розділу 5	407
	ВИСНОВКИ	411

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

419

ДОДАТКИ

461

ВСТУП

Актуальність теми. Характерними рисами сучасності є посилення взаємозалежності економічних систем різних країн, поширення інтеграційних процесів на макро- і мікрорівнях, інтенсивний перехід більшості країн від замкнених національних господарств до економіки відкритого типу. Водночас структурно-економічні перетворення розширюють можливості консолідації фінансового капіталу як у світовому господарстві загалом, так і з урахуванням зростання ролі фінансової системи в умовах структурно-інноваційного розвитку економіки України. Досягнення макрофінансової рівноваги для ефективної реалізації програм інституційного та інвестиційного розвитку країни потребує підвищення рівня концентрації фінансового капіталу через залучення коштів учасників ринку, капіталізацію їхнього прибутку, злиття та макроінтеграцію капіталів. Саме тому функціонування ринку фінансового капіталу в Україні варто розглядати як єдине ціле із зазначенням того, що важливий методологічний принцип при дослідженні згаданого ринку – це вивчення його як цілісної системи фінансових відносин, основними особливостями котрої є специфічний спосіб взаємозв'язку й взаємодії її складових елементів.

Різноманітним аспектам складної і багатопланової проблеми ринку фінансового капіталу присвячено праці провідних вітчизняних економістів та фінансистів: В. Андрущенко, В. Базилевича, О. Барановського, Ю. Воробйова, В. Гейця, В. Грушка, Б. Кваснюка, В. Корнеєва, М. Крупки, І. Лютого, В. Міщенко, О. Мозгового, А. Мороза, П. Нікіфорова, А. Пересади, С. Реверчука, В. Федосова, А. Філіпенка, С. Юрія, а також зарубіжних економістів: Ч. Вульфена, Дж. Гелбрейта, З. Боді, М. Енга, Р. Мертонна, Ф. Мишкіна, Е. Ріда, П. Роуза, Дж. Сакса, Дж. Сінкі,

М. Фрідмена; російських вчених В. Барда, А. Грязнової, Л. Красавіної, Д. Молякова, М. Песселя, П. Солюса.

Разом з тим у працях вітчизняних і зарубіжних вчених розглянуті тільки окремі аспекти функціонування ринку фінансового капіталу. У дослідженнях цих науковців не враховано те, як на вітчизняний ринок фінансового капіталу вплине вступ України до Світової організації торгівлі та інших міжнародних організацій. При дослідженні ринку фінансового капіталу слід враховувати не лише стратегічні завдання економічної системи держави, зокрема, прискорення модернізації та підвищення конкурентоспроможності національної економіки, а й стійкість фінансової системи щодо зовнішніх впливів у процесі набуття ринком відкритості. У такому контексті питання регулювання доступу на вітчизняний ринок іноземного капіталу важливе для економічної безпеки України та її подальшого економічного розвитку. Тому ґрунтовних досліджень потребують питання, пов'язані з реалізацією фактора відкритості, його впливу на учасників ринку фінансового капіталу, недопущенням того, щоб демпінгову політику здійснювали іноземні оператори з метою встановлення контролю за вітчизняним ринком фінансового капіталу. Бракує також наукових праць, присвячених комплексному дослідженню теоретико-методологічних засад функціонування ринку фінансового капіталу, передусім щодо його економічної суті, формування власного капіталу суб'єктами підприємництва з урахуванням структуризації інтегрованих промислово-фінансових об'єднань в Україні. Відсутність чіткого визначення поняття "ринок фінансового капіталу" унеможлиблює формування відповідної методологічної бази для дослідження практичних аспектів функціонування ринку фінансового капіталу з урахуванням постійної зміни світової економічної кон'юнктури.

За таких обставин комплексне, всебічне дослідження ринку фінансового капіталу в економічній системі держави набуває особливої ваги й актуальності, що і зумовило вибір теми дисертаційної роботи.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами. Дослідження виконано відповідно до плану науково-дослідної роботи кафедри

фінансів, грошового обігу та кредиту Київського національного університету імені Тараса Шевченка за комплексною темою "Розвиток фінансової системи України в умовах ринкових перетворень" (№ ДР 01БФ040-01), у межах якої обґрунтовано напрями підвищення ефективності функціонування ринку фінансового капіталу в економічній системі держави. Дане дослідження також є складовою теми "Оптимізація теоретичних та практичних аспектів фінансового забезпечення економічного зростання в Україні" (№ ДР 0101U002946), яку виконує Тернопільський державний економічний університет. Автором розроблено методичне забезпечення програмно-цільового регулювання виходу підприємств на фінансовий ринок з урахуванням промислово-фінансової інфраструктури в регіоні.

Мета і завдання дослідження. Метою дисертаційної роботи є розробка теоретико-методологічних засад формування та функціонування ринку фінансового капіталу й обґрунтування пропозицій щодо підвищення збалансованості взаємодії всіх його учасників з урахуванням впливу державних регулятивних заходів і макроекономічних структурних змін в економічній системі України. Поставлена мета зумовила вирішення таких основних завдань:

- розкрити економічну сутність фінансового капіталу та особливості його впливу на формування і функціонування ринку фінансового капіталу;
- визначити поняття "ринок фінансового капіталу", "первинний ринок фінансового капіталу" і "вторинний ринок фінансового капіталу", розглянути їх як основні засади функціонування ринку фінансового капіталу, його регулювання і нагляду за ним;
- проаналізувати сучасний стан і тенденції розвитку ринку фінансового капіталу в економічній системі України;
- дослідити структуру ринку фінансового капіталу й обґрунтувати пропозиції щодо її оптимізації;
- розкрити сутність, основні засади моніторингу діяльності учасників національного ринку фінансового капіталу як основи гарантування фінансової безпеки держави;

- обґрунтувати пропозиції щодо вдосконалення державної політики у сфері інституційного забезпечення розвитку ринку фінансового капіталу як основи забезпечення захисту національних інтересів та підвищення довіри до фінансової системи України;
- показати місце та роль банківських інститутів у забезпеченні стабільності розвитку економічної системи України;
- запропонувати напрями підвищення ефективності функціонування фінансового капіталу підприємств та рекомендації щодо їхньої реалізації;
- визначити роль та пріоритетні напрями підвищення ефективності діяльності фінансово-кредитних інститутів на ринку фінансового капіталу;
- дослідити взаємозв'язок ринків капіталу і праці з огляду надання рекомендацій щодо залучення грошових заощаджень населення на ринок фінансового капіталу;
- розглянути перспективи інтеграції національного ринку фінансового капіталу в світову економіку та обґрунтувати пропозиції для вдосконалення державної політики України щодо захисту прав і законних інтересів його учасників.

Об'єктом дослідження є економічні відносини між суб'єктами ринку фінансового капіталу.

Предметом дослідження є теоретико-методологічні засади та механізм функціонування ринку фінансового капіталу в економічній системі України.

Методи дослідження. Методологічною основою дисертаційної роботи є теоретичні напрацювання світової економічної науки, концептуальні положення сучасної економічної теорії, дослідно-пошукова й наукова література, праці відомих вітчизняних і зарубіжних вчених-економістів.

У роботі використано методи аналізу й синтезу, індукції і дедукції, економіко-математичні та статистичні методи; при обґрунтуванні категоріального апарату застосовано метод наукових абстракцій. Для вирішення поставлених завдань використано наступні методи: дедуктивний – при дослідженні інституційних аспектів фінансового регулювання діяльності

учасників ринку; кореляційного і регресійного аналізів – при розгляді ефективності використання фінансового капіталу підприємствами в регіонах та за видами економічної діяльності; економіко-статистичні методи – у процесі аналізу залучення банківського капіталу на ринок фінансового капіталу; економетричні методи – при розробленні моделей інвестиційного фонду держави й оптимізації складу учасників промислово-фінансової групи; ретроспективний аналіз – при дослідженні розвитку ринку фінансового капіталу із застосуванням методу екстраполяції досвіду на реалії сьогодення. У роботі широко використано графічний метод.

Статистичною і фактологічною основою дослідження є дані Міністерства фінансів України, Національного банку України, Державної комісії цінних паперів та фондового ринку України, Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг України, матеріали Державного комітету статистики України, економічні звіти науково-дослідних центрів і рекомендації міжнародних експертів із питань фінансово-економічного розвитку країни, а також законодавчо-нормативні акти, що регулюють функціонування ринку фінансового капіталу в Україні.

Наукова новизна одержаних результатів. У дисертаційній роботі теоретичні та практичні результати вирішують важливу наукову проблему обґрунтування теоретико-методологічних засад механізму формування і функціонування ринку фінансового капіталу в національній економіці за умов ринкової трансформації та інтеграції у світову фінансову систему.

До найвагоміших результатів, що становлять наукову новизну, належать наступні:

вперше:

– розроблено теоретико-методологічні основи дослідження еволюції ринку фінансового капіталу та особливості його функціонування в економічній системі України, виявлено тенденції становлення даного ринку з урахуванням новітніх інформаційних технологій, які зумовлюють виникнення нових інститутів-посередників і видів фінансових послуг, що призводить до

ускладнення відносин між учасниками ринку фінансового капіталу й потребує адекватного інституційного забезпечення в умовах поетапності ринкової трансформації економіки та розвитку національної фінансової системи;

– обґрунтовано організаційно-правові засади механізму функціонування ринку фінансового капіталу в Україні, які обумовлені інституціональними, технологічними змінами та відображають взаємозв'язок і взаємовплив первинного й вторинного ринків на макроекономічні процеси, що призводить до системних змін у складі учасників та забезпечує їхню ефективну діяльність;

– запропоновано концептуальні підходи до формування системи моніторингу за національним ринком фінансового капіталу та окремими суб'єктами при здійсненні заходів, спрямованих на протидію незаконним фінансовим операціям та легалізацію доходів, отриманих незаконним шляхом, для гарантування фінансової безпеки держави й посилення захисту інтересів учасників ринку шляхом відпрацювання механізму координації превентивних заходів, пруденційного нагляду та розробки процедури забезпечення репатріації фінансових капіталів;

– запропоновано стратегію виходу підприємств на ринок фінансового капіталу з урахуванням існуючої промислово-фінансової інфраструктури та особливостей розвитку фінансової системи України, що дає змогу при дефіциті фінансових та грошових ресурсів задіяти потенціал ринку фінансового капіталу для випуску конкурентоспроможної продукції;

дістали подальшого розвитку:

– теоретико-методологічні підходи щодо обґрунтування ролі, завдань та цілей держави у контексті відповідності її фінансової політики рівневі розвитку системи інституційного забезпечення ринку фінансового капіталу, доцільності вибору єдиної стратегії моніторингу приватизованих підприємств, прогнозування наслідків прийнятих фінансових та управлінських рішень загальнодержавного значення і відстоювання державних інтересів у всіх секторах економіки;

– визначення і систематизація процесів нагромадження фінансового капіталу з урахуванням впливу структурних змін у реальному секторі економіки, які зумовлюють потребу в координації корпоративних засад поведінки учасників ринку фінансового капіталу з метою гарантування прав власності, що забезпечує сприятливий інвестиційний клімат для залучення вітчизняних та іноземних інвесторів;

– представлення перспектив розширення сфери діяльності фінансових посередників, можливостей консолідації, накопичення і залучення їхніх коштів на ринок фінансового капіталу з метою забезпечення ефективного розміщення, гарантування безпеки учасникам інститутів спільного інвестування, недержавних пенсійних фондів, страхових компаній, кредитних спілок, що при відкритті національного ринку для іноземного капіталу дасть фінансовим посередникам змогу не тільки зберегти свій сегмент ринку, а й домогтися реалізації успішної економічної стратегії;

– теоретичні та практичні основи діяльності банківських інститутів із позицій забезпечення інвестиційно-інноваційних складових макроекономічного розвитку економіки, що зумовлює потребу в концентрації фінансового капіталу у перспективних сегментах реального сектору економіки; запропоновано цілісний набір фінансових операцій та послуг з метою забезпечення консолідації учасників інвестиційного процесу на ринку фінансового капіталу;

– теоретичні засади дослідження ринків фінансового капіталу і праці, зростання їхньої взаємозалежності в умовах структурної перебудови національної економіки, що зумовлює потребу залучення заощаджень населення як важливого інвестиційного ресурсу в реальний сектор економіки через відпрацювання порядку випуску та розміщення державних цінних паперів, розширення можливостей отримання населенням споживчих та іпотечних кредитів, залучення мікрокредитів банків для підприємницької діяльності;

– обґрунтування перспектив інтеграції ринку фінансового капіталу в світову фінансову систему з урахуванням можливостей, що надає членство України у міжнародних економічних організаціях та фінансових установах,

регіональних економічних об'єднаннях; на відміну від підходів, які акцентують увагу на отриманні позик від міжнародних економічних організацій для фінансування програм і проектів, обґрунтовано положення про те, що стратегія співробітництва має бути спрямована на захист національних інтересів;

удосконалено:

– визначення інвестиційної привабливості регіонів України із використанням методики інтегральної оцінки промислового й фінансового секторів економіки, що дало змогу запропонувати механізм формування фінансового капіталу за видами економічної діяльності та визначити напрями підвищення ефективності управління корпоративно-консолідованим фінансовим капіталом;

– матричну балансову модель визначення величини інвестиційного фонду держави для розрахунку необхідних обсягів ресурсів, що доцільно залучити на ринку фінансового капіталу для інвестування оновлення основного капіталу підприємств;

– визначення оптимального складу учасників промислово-фінансової групи за допомогою економіко-математичної моделі, що дозволяє розрахувати прибутковість їхньої діяльності в процесі об'єднання фінансових капіталів.

Практичне значення одержаних результатів. Матеріали проведеного дослідження мають як теоретичне, так і практичне значення, а саме можуть бути використані у процесі формування та вдосконалення державної регуляторної політики на фінансовому ринку, при розробці програм виходу підприємств на ринок фінансового капіталу, визначенні стратегії розвитку фінансових посередників, а також застосовані в діяльності законодавчих та виконавчих органів влади.

Одержані результати щодо вдосконалення механізму мобілізації державних інвестицій на ринок фінансового капіталу, регулювання розміщення державних цінних паперів і політики управління державним боргом використано Міністерством фінансів України (довідка № 31-0040 від 14.10.2004 р.; довідка № 02100-02/14 від 25.06.2005 р.).

Пропозиції стосовно регулювання відносин між учасниками фінансового ринку та захисту їхніх прав використано Державною комісією з регулювання ринків фінансових послуг України (довідка № 9157/10 від 30.11.2004 р.).

Висновки та рекомендації щодо підвищення фінансової стійкості банків, захисту прав кредиторів у процесі розширення доступу іноземного капіталу в банківську систему України впроваджені у практичній діяльності Національного банку України (довідка № 13-420/4263 від 08.09.2004 р.).

Положення дисертації щодо вдосконалення залучення і розміщення коштів корпоративних клієнтів, доцільності оптимізації витрат шляхом обслуговування менш витратних видів вкладів і застосування нових високотехнологічних банківських продуктів, а також розширення спектру отримання комісійних використано у діяльності ВАТ "Український Професійний Банк" (довідка № 1668/1-7-1 від 04.10.2004 р.).

Пропозиції щодо застосування довготермінового накопичувального страхування і програми "Страховик-Банк-Промисловість" із акумуляції та розміщення страхових резервів використані ВАТ "Страхова компанія "Скайд" (довідка № 464 від 26.08.2005 р.).

Рекомендації стосовно стратегії поведінки фінансових посередників у процесі мобілізації і розміщення інвестицій, застосування нових фінансових інструментів та оптимізації управління портфелем цінних паперів враховано у процесі реорганізації діяльності інвестиційної компанії (довідка Київської інвестиційної компанії № 18 від 14.03.2001 р.).

Висновки та пропозиції щодо розробки єдиної концепції розвитку фінансових установ в умовах інтеграції України до Європейського Союзу використано при оформленні рекомендацій і аналітичної записки Восьмої міжнародної наукової конференції "Проблеми економічної інтеграції України в Європейський Союз: наука, навчання, освіта – економічний та організаційний аспекти" (м. Лівадія-Ялта-Форос, 22–24.09.2003 р.) (акт № 126–33/762 від 23.06.2004 р.) і відзначено в аналітичній записці Дев'ятої міжнародної конференції "Проблеми економічної інтеграції України в Європейський Союз:

міжнародний рух капіталу" (м. Ялта-Форос, 15–17.09.2004 р.) (акт № 126–33/669 від 16.05.2005 р.). Результати дисертації використовують у навчальному процесі економічного факультету Київського національного університету імені Тараса Шевченка при розробленні методичного забезпечення та викладанні навчальних дисциплін "Теорія кредиту", "Актуальні проблеми фінансів", "Фондовий ринок" та "Міжнародні фінансові ринки" (акт № 040/432 від 12.09.2005 р.) та Тернопільської академії народного господарства (довідка № 126-33/669 від 16.05.2005 р.; довідка № 126-16/748 від 27.05.2005 р.).

Апробація результатів дисертації. Основні теоретичні та методологічні положення і результати дослідження доповідалися на міжнародних, всеукраїнських та регіональних науково-практичних і науково-методичних конференціях: Всеукраїнській конференції "Науково-практичні проблеми інвестиційної та інноваційної політики держави" (червень, 1997 р.; м. Київ); Четвертій міжнародній науковій конференції "Проблеми економічної інтеграції України в Європейський Союз: інвестиційні аспекти" (вересень, 1999 р., м. Ялта-Форос); П'ятій міжнародній науковій конференції "Проблеми економічної інтеграції України в Європейський Союз: європейські студії" (вересень, 2000 р., м. Ялта-Лівадія-Форос); Другій міжнародній науково-практичній конференції "Розвиток страхового ринку та його кадрове забезпечення" (жовтень, 2001 р. м. Тернопіль); Науково-практичній конференції "Роль грошових заощаджень населення у розбудові економіки України" (лютий, 2002 р., м. Київ); Міжрегіональній науково-практичній конференції "Оподаткування в промисловому регіоні: теорія, практика і перспективи розвитку" (листопад, 2002; м. Донецьк); Третій Всеукраїнській науково-практичній конференції "Підвищення ролі фінансових відносин у комплексному соціально-економічному розвитку регіону" (листопад, 2002 р., м. Дніпропетровськ); Науково-практичній конференції "Розвиток податкових відносин та модернізація податкової служби України" (грудень, 2002 р., м. Ірпінь); Міжнародній науково-практичній конференції "Реформування

фінансово-кредитної системи і стимулювання економічного зростання" (травень, 2003 р.; м. Луцьк); Всеукраїнській науково-практичній конференції "Фінансова система України: проблеми становлення та функціонування – 2" (травень, 2003 р.; м. Острог); Науково-практичній конференції "Актуальні питання вдосконалення фінансово-кредитного механізму в Україні" (травень, 2003 р.; м. Запоріжжя); Міжнародній науково-практичній конференції "Ринкова трансформація економіки України: теорія, практика, перспективи" (жовтень 2003 р., м. Львів); Одинадцятій міжнародній науково-теоретичній конференції "Механізм співпраці України з міжнародними фінансовими інститутами" (листопад 2003 р., м. Київ); Четвертій Всеукраїнській науково-практичній конференції "Фінансово-економічні проблеми розвитку регіонів України" (листопад 2003 р., м. Дніпропетровськ); Всеукраїнській науковій конференції "Актуальні проблеми теорії та практики фінансів, грошового обігу і кредиту" (квітень 2004 р., м. Київ).

Результати дисертаційного дослідження розглянуті на засіданнях Вченої ради економічного факультету і кафедри фінансів, грошового обігу та кредиту Київського національного університету імені Тараса Шевченка.

Публікації. Основні наукові положення, висновки і результати дослідження опубліковано в 55 наукових працях загальним обсягом особисто належних здобувачеві 96,6 д. а., з них одноосібна монографія, два економічних тлумачних словники, 52 наукові статті, у т. ч. в співавторстві – 10. Із зазначених праць опубліковано у провідних наукових фахових виданнях 30 статей, в інших виданнях – 22 статті.

РОЗДІЛ 1

ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГІЧНІ ЗАСАДИ ФУНКЦІОНУВАННЯ РИНКУ ФІНАНСОВОГО КАПІТАЛУ

1.1. Економічна природа та сутність фінансового капіталу

Становлення сучасної світової економічної системи – тривалий, складний і багатогранний процес, тісно пов'язаним зі зміною соціально-економічних формацій. Теоретичні концепції, які економісти розробили з метою пояснення суті капіталу, економічних циклів, руху міжнародних фінансових і товарних потоків в умовах глобалізації, характерні різноманітністю та протиріччями, але, загалом, дають змогу констатувати, що глобалізація – це новий та довготривалий етап розвитку світової економіки. Капітал як наріжне поняття – це своєрідна угода між "минулим і майбутнім", вартість, що дає дохід; основними джерелами формування і зростання обсягів капіталу є заощадження й отримання доходів за його користування.

Якщо розглядати економічну літературу в ретроспективі, то можна зробити висновок про існування різних поглядів на сутність капіталу. Суттєвий внесок у розвиток теорії капіталу внесли А. Р. Тюрго, А. Сміт, Д. Рікардо, К. Маркс, М. Туган-Барановський, Є. Бем-Баверк, Дж. Кейнс, Дж. Р. Хікс, К. Віксель та інші вчені. Зокрема, А. Р. Тюрго зазначав, що особа, яка щорічно отримувала "чи від своєї землі, чи із заробітків від своєї праці, чи від свого промислу більше цінностей, ніж їй потрібно витратити, може відкласти цей надлишок і нагромаджувати його; ці нагромадження цінностей становлять те, що називається капіталом" [413, с. 158]. Світова економічна думка (згідно з "The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law"¹) визначила два трактування капіталу: як технічного чинника виробництва та як суспільних відносин [465, р. 201]. Згідно зі "Словником економіки Макміллана" капітал

(capital) – це "слово, яке використовують для позначення чинника виробництва, що утворюється самою економічною системою. Слово також використовують як термін для позначення фінансових активів" [379, с. 212]. Засновник неоавстрійської школи економічної теорії Людвіг фон Мізес у праці "Людська діяльність: Трактат з економічної теорії" писав: "Капітал – це праксіологічна концепція. Вона є продуктом мислення, і її місце – у людських думках. Це спосіб представлення проблем діяльності, метод їхньої оцінки з точки зору певного плану" [300, с. 481].

Отже, з огляду на зазначені визначення капіталу можна зробити висновок про складність та неоднозначність трактування категорії "капіталу" різними економістами. Водночас можна погодитися з думкою В. Шемятенкова, який у праці "Теорія капіталу" стверджував, що кожна з теорій дослідження капіталу є формально-логічною системою, заснованою на визначеній системі припущень (метод "інших рівних умов") [438, с. 217].

Важливим аспектом у поглибленні теоретичних уявлень щодо суті капіталу були дискусії між вченими Кембриджського університету (Н. Калдор, П. Срафф, Дж. Харкорт, Д. Чампернаун) та Массачусетського технологічного інституту (Ф. Модільяні, П. Самуельсон, Р. Солоу) впродовж 1950-1970 рр. стосовно теорії вартості, теорії капіталу, теорії зростання та теорії розподілу.

В економічній літературі капітал нерідко ототожнюють з грошима, власністю на активи, товарами тривалого користування, різницею між активами та зобов'язаннями, пов'язують з продуктом людського розуму. Так, у словнику "Dictionary of Banking and Finance" (під ред. П. Колліна) капітал трактують як "гроші, власність та активи, які використовують у бізнесі" [452, р. 45]. Поряд з цим, Ернандо де Сото зауважив, що причина таємничості капіталу в тому, що він, подібно до 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 [443, с. 70]. Чарльз Дж. Вулфен у "Енциклопедії банківської

¹ "The New Palgrave" є торговою маркою Макміллана (Macmillan Reference Limited).

справи" зазначив, що категорія "капітал" має наступні значення: 1) за економічною суттю – це еквівалент реального капіталу²; 2) за бухгалтерською суттю він є синонімом нетто-активів (різниця між активами й зобов'язаннями); 3) у підприємстві простежується відмінність між обіговим капіталом (working capital) і основним капіталом (fixed capital); 4) у кредитному аналізі (credit analysis) – це майновий ризик.

Поширений погляд на капітал як на один із виробничих чинників. Так, А. Гальчинський зазначив, що капітал як чинник виробництва має свої особливості та є похідним чинником, економічне застосування якого – результат виробництва [151, с. 169–176]. На думку П. Семюельсона та В. Нордгауза капітал є одним із тріади продуктивних факторів виробництва і складається з вироблених товарів тривалого користування, які використовують у виробництві [373, с. 624].

А. Литовський зазначив, що капітал – це частина фінансових ресурсів, вартість, що дає додаткову вартість [263]. Отже, капітал є вартістю, яка забезпечує отримання додаткової вартості.

У підручнику "Економікс: принципи, проблеми і практика" зазначено, що капітал – це створені людиною ресурси, що використовують для виробництва товарів і послуг, товари, які безпосередньо задовольняють потреби людини, інвестиційні товари, засоби виробництва [277, с. 784]. Схоже з цим визначенням поняття капіталу наведено у "Великому економічному словнику" [119, с. 289].

Д. Розенберг у словнику "Словник банківських термінів" наголосив, що у загальному розумінні капітал – це "сума грошей, інвестована в підприємство" [358, с. 47]. Фактично поняття капіталу зводиться до грошей, однак гроші самі не є капіталом. Щоб стати капіталом, гроші потрібно авансувати у виробництво з метою створення додаткової вартості.

² Автор має на увазі "запас нагромаджених виготовлених товарів" (натуральний показник, а не грошова вартість) чи матеріальних цінностей (різниця між виробництвом і споживанням). Це коротке визначення понять "реальний капітал" і "капітал у вартісному визначенні", тобто тієї частки матеріальних цінностей, яка відкладена для забезпечення подальшої роботи підприємства [147, с. 601–602].

Грегорі Н. Манків у підручнику "Макроекономіка" визначив капітал як "знаряддя, які використовують працівники: кран для будівельника, калькулятор для бухгалтера, персональний комп'ютер для автора цієї книжки" [281, с. 76].

Деякі економісти визначення капіталу зводять не лише до матеріально-речової форми. Зокрема, у "Зовнішньоекономічному словнику" є така дефініція: "Капітал – економічна категорія, яка має багато визначень. Найзагальніше з них – як відносини" [138, с. 149].

У системі марксистського вчення дослідження сутності капіталу займало важливе місце. Зокрема, К. Маркс, аналізуючи матеріально-речову структуру капіталу, зазначав, що він складається зі знарядь праці, сировини, засобів до існування, матеріальних продуктів, певної суми товарів, мінових вартостей. Водночас він розглядав капітал як нагромаджену працю, як відношення між уречевленою та живою працею. К. Маркс писав, що капітал не річ, а суспільне, належне певній суспільно-історичній формації виробниче відношення, яке втілене в речі й надає їй специфічного суспільного характеру. Джерелом формування капіталу він вважав додаткову вартість, створену додатковою працею найманих працівників виробничої сфери. Відповідно капітал марксистки трактували як засіб експлуатації найманих працівників, а відповідні виробничі відносини – як відносини з розподілу додаткової вартості.

Сучасні західні економісти повніше розкрили матеріально-речову структуру капіталу, пов'язали його зі статками, з часом. Водночас вони не розглядають капітал у його органічному взаємозв'язку з відносинами між людьми, що означає однобічність підходу до суті цієї категорії. Так, І. Фішер трактував капітал як запас багатства у певний час, як здатність його і власності давати їхньому власникові постійний дохід [111, с. 538].

З огляду на ці та інші визначення економічної категорії "капітал" можна зробити висновки, що стануть підґрунтям розгляду суті фінансового капіталу.

По-перше, поняття "капітал" багатозначне, тому для визначення саме суті капіталу використовують різні терміни.

По-друге, капітал за суттю (з огляду на матеріально-речову форму) є вторинним фактором виробництва, запасом уречевлених засобів виробництва і часткою запасів багатства держави, що використовують з метою отримання додаткової вартості. Водночас капітал має не лише матеріально-речову, а й суспільну форму. Зокрема, охоплює також виробничі відносини, що складаються між людьми у процесі виробництва. Отже, отримання додаткової вартості передбачає використання як матеріальних, так і людських факторів виробництва.

По-третє, розглядаючи капітал як поняття слід враховувати всі види активів (а не лише грошові кошти), оскільки матеріальні, нематеріальні та фінансові активи здатні давати власникам доходи або сприяти їхньому отриманню.

По-четверте, доцільно виокремити поняття категорії "капітал" як на макроекономічному, так і на мікроекономічному рівнях. В останньому випадку можна говорити про те, що капітал окремого суб'єкта господарювання складається з грошових коштів і вартісної оцінки інших видів активів, які можна використовувати у процесі виробництва. Водночас вартісна (грошова) форма, порівняно з матеріально-уречевленою формою, дає змогу капіталу виступати в найабстрактнішій функціональній формі; його втіленням стають гроші, тобто гроші як носій самозростаючої вартості.

Складність і багатогранність проявів поняття "капітал" ускладнюють можливість чіткого розуміння його формування та функціонування. З'ясувати суть капіталу допомагає його класифікація за різними ознаками, характерними для капіталу з того чи іншого боку, що доповнюють одна одну, створюючи цілісне уявлення про суть капіталу. Є різноманітні ознаки класифікації капіталу. Розглянемо лише ті з них, що, на нашу думку, безпосередньо пов'язані й впливатимуть на повніше розкриття суті фінансового капіталу. Наведене дає підстави для дослідження капіталу з позицій власності, за метою використання, за формами інвестування, за об'єктами інвестування, за формами в процесі обігу, за організаційно-правовими формами і за характером використання у

господарському процесі. 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 [110, с. 63].

Складність і багатогранність економічної категорії "капітал" впливає й на визначення поняття фінансового капіталу. В економічній літературі нема єдиного підходу до визначення поняття фінансового капіталу. У вітчизняній і зарубіжній літературі (якщо розглядати її у ретроспективі) термін "фінансовий капітал" вживають часто, і залежно від контексту в нього вкладають різний зміст. Так, Р. Гільфердинг у праці "Фінансовий капітал" розкрив суть фінансового капіталу і те, як він функціонує. Учений, зокрема, зазначив, що фінансовий капітал є грошовим капіталом і має форму руху останнього Г-Г' ("становить гроші, що дають гроші"). Як грошовий капітал він буває у двох формах – позичковий і фіктивний, що надають у розпорядження промисловцям. Банки виступають посередниками, і саме вони прагнуть постійно зростаючу частку грошового капіталу "перетворити на власний капітал і таким способом фінансовому капіталу надають форми банківського капіталу". Банківський капітал також перетворюється на просту (грошову) форму реально функціонуючого, тобто промислового капіталу. Водночас змінюється самостійність торгового капіталу, а поділ капіталу на банківський і продуктивний капітал у фінансовому капіталі "знищується". "Такий банківський капітал, – пише Р. Гільфердинг, – отже, капітал у грошовій формі, – який таким способом насправді перетворений на промисловий капітал, я називаю фінансовим капіталом" [154, с. 264–265].

Виникнення та суть фінансового капіталу досліджували і класики марксизму-ленінізму. Зокрема, В. Ленін розкривав суть фінансового капіталу так: "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" [262, с. 323].

Природу фінансового капіталу також досліджували радянські економісти, серед наукового доробку яких можна відзначити праці В. Мотильова, Г. Солюса, Ю. Юданова. Згадані вчені загалом визнавали, що фінансовий капітал є феноменом імперіалізму, оскільки не окремі монополії, а фінансові групи контролюють сектори економіки, використовуючи державу у своїх інтересах [136, с. 243]. Як бачимо, цьому визначенню притаманне ідеологічне нашарування, зокрема, визнання існування фінансового капіталу при імперіалізмі. Для багатьох наукових праць радянського періоду було характерним зосередження уваги на конкретних формах капіталу, впливі держави на ринок капіталів. Наприклад, В. Мотильов зазначав, що фінансовий капітал є якісно новою формою капіталу, в якій об'єднується власність на промисловий і банківський капітал, проте це не нівелює відмінності між ними, згадані види капіталів продовжують самостійно функціонувати в економічній системі [308, с. 83]. За висловом Г. Солюса, втручання держави у процеси формування і вкладення капіталів із застосуванням адміністративної та економічної сили змінило структуру й фінансовий механізм ринку капіталів [385, с. 1–9].

В окремих дослідженнях фінансовий капітал ототожнений із грошовим капіталом. Так, К. Макконелл та С. Брю зазначили, що "фінансовий капітал – це грошовий капітал" [277, с. 784]. Аналогічне за суттю визначення фінансового капіталу дали А. Борисов [119, с. 802], Р. Дяків [192, с. 610] та І. Фамінський [138, с. 441]. На думку Ю. Воробйова, фінансовий капітал – це виражена у грошовій формі вартість сукупних коштів підприємства, залучених як джерело для фінансування господарської діяльності з метою отримання можливості формування прибутку і стратегічного управління за діяльністю господарських структур [144, с. 23].

Сучасні трактування поняття "фінансового капіталу" пов'язані з функціонуванням багаторівневої ієрархічної фінансової системи і визнанням того, що в сучасних умовах великі компанії та банки господарюють у всіх основних сферах економіки. Оскільки у світовій економіці тривають процеси глобалізації, є стійка тенденція зростання взаємного володіння акціонерним капіталом банків та нефінансових корпорацій, концентрація акцій у системах холдинг-компаній та інших подібних фінансових інституціях, то "фінансовий капітал" (financial capital) визначають як складну систему взаємозв'язків великих кредитно-банківських інституцій з нефінансовими корпораціями [191, с. 282; 379, с. 567–568]. Із зазначеної точки зору визначення фінансового капіталу зводять лише до ліквідних активів, акцентуючи увагу на принциповій відмінності між акціонерним капіталом і борговими зобов'язаннями компаній.

Питанням фінансового капіталу присвячені праці сучасних російських економістів. Так, Є. Борисов зазначив, що фінансовий капітал виникає в процесі переплетення економічних зв'язків, і всі конкретні форми господарської діяльності (промислової, торгової, банківської) об'єднуються в єдину цілісність [120, с. 358–360].

У даному контексті, на нашу думку, важливо констатувати, що промисловий капітал в єдиному процесі відтворення функціонує у 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 на продуктивний, і в процесі виробництва створюють відповідну кількість товарів. Перехід у товарну форму капіталу є умовою подальшого перетворення на грошовий капітал, що стає більшим на величину додаткової вартості, створеної у процесі виробництва. У процесі відтворення форми капіталу не лише перетворюються одна на іншу, а й функціонують одночасно грошовий, продуктивний і товарний капітали. Паралельна наявність різних форм капіталу є передумовою розвитку позичкового капіталу. Зауважимо, що частина капіталу має постійно

перебувати у формі грошового капіталу для підтримання безперервності процесу виробництва.

Грошовий капітал – важлива ланка у процесі перетворення капітальної вартості на товарну форму і потім товарного капіталу – на продуктивний. Грошовий капітал є однією з форм промислового капіталу. Для грошей, що функціонують як капітал, головна мета – отримання додаткової вартості, а не просто обслуговування обміну товарів і отримання завдяки цьому споживчої вартості. Гроші як капітал реалізують через функції грошей як засобу платежу і як засобу нагромадження. Матеріальним носієм грошей як капіталу є кредитні гроші, тобто неповноцінні гроші, що виникли на основі кредитних відносин та функціонують у формі різних боргових зобов'язань. Однією з функціональних форм грошового капіталу є позичковий, який надає його власник у тимчасове користування підприємцям з метою отримання прибутку у вигляді позичкового відсотка. В результаті маємо роздвоєння капіталу на капітал-власність і капітал-функцію. Позичковий капітал пов'язаний із банками, оскільки фактичне перетворення грошей на позичковий капітал відбувається за безпосередньої участі банків.

Вільна конвертація валют 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 регулюють певними інструментами, зокрема, відсотковими ставками, які визначають відповідно до конкурентних умов використання позичкового капіталу.

Вільний капітал виник і в сфері обігу. У випадку порушення рівноваги у сферах виробництва й обігу частина грошового капіталу може стати надлишковою. Очікуючи свого застосування, вона вибуває зі сфери обігу доти, поки не виникне можливість для нового застосування. Отже, функціонування капіталу зумовлює потребу в збільшенні обсягів грошових ринків і ринків капіталу.

Грунтуючись на висвітлених положеннях, можна зробити такі узагальнення. Насамперед, економісти дають різні визначення фінансового капіталу, а в деяких економічних тлумачних словниках і працях, присвячених висвітленню проблематики капіталу, даного поняття взагалі нема.

По-друге, у більшості випадків трактування "фінансового капіталу" зводять до "грошового капіталу" чи "капіталу у формі грошових коштів". Водночас в економічній літературі нема єдиного сформованого визначення самого поняття "грошовий капітал". Зокрема, грошовий капітал розглядають: як наявні в розпорядженні гроші для купівлі інвестиційних товарів (під інвестиційними товарами автори мають на увазі засоби виробництва, капітал); як функціональну форму промислового капіталу, що у вигляді грошей дає додаткову вартість [277, с. 771, 773; 188, с. 289].

По-третє, найпоширенішим є визначення фінансового капіталу як складної системи взаємозв'язків банків із підприємствами. Однак у більшості випадків зазначають, що це стосується "великих" чи "потужних" юридичних осіб [138, с. 441; 379, с. 567–568]. З огляду на це вважаємо, що в умовах об'єктивної інтегрованості фінансово-кредитних відносин поняття "фінансовий капітал" варто досліджувати як якісно нову форму капіталу, в якій поєднані власність на промисловий і банківський капітали, хоча це не нівелює відмінності між згаданими двома видами капіталів, і вони продовжують функціонувати самостійно. Водночас зазначимо, що процес підпорядкування промисловим капіталом банківського, або банківським капіталом промислового, безперервний та діалектично пов'язаний зі змінами у реальному секторі економіки й соціально-політичними аспектами суспільного життя [308, с. 83–90].

По-четверте, одним із доволі поширених напрямів є зведення трактування "інтеграції банківського та промислового (корпоративного) капіталу" до правових і організаційно-економічних засад формування фінансово-промислових груп [122, с. 37]. Трапляються також визначення фінансового капіталу як "вираженої у грошовій формі вартості сукупних коштів

підприємства" [143, с. 23], тобто, фінансовий капітал розглядають на мікроекономічному рівні, з точки зору функціонування окремих підприємницьких структур.

Зауважимо, що з огляду на вже сформульовані в економічній літературі визначення поняття "фінансовий капітал" та форми його прояву, трактування даного поняття з точки зору значимості мікроекономічного рівня не в повному обсязі характеризує його властивості в умовах переходу від індустріальної до постіндустріальної стадії економічного розвитку суспільства. Тому точнішим буде цей розгляд із урахуванням макроекономічного рівня.

Аналізуючи визначення фінансового капіталу, необхідно дати трактування суті фінансового капіталу. Відповідно, фінансовий капітал – це грошові кошти і виражена в грошовій формі частка матеріальних, нематеріальних та фінансових активів, що нагромаджують суб'єкти фінансової діяльності з різних джерел для забезпечення економічних умов здійснення підприємницької діяльності з метою отримання прибутку. Проте на макроекономічному рівні фінансовий капітал консолідується (нагромаджують, акумулюють) у процесі діяльності складної системи взаємозв'язків держави, промислово-виробничих структур та фінансових установ для забезпечення доступності, швидкості обігу й зручності у його використанні, щоб отримати прибуток.

Цілком зрозуміло, що за подібних обставин і вихідним, і визначальним моментом для остаточного формування економічної суті фінансового капіталу є подолання протиріччя, що виникає між надлишком грошових нагромаджень в одних секторах економіки та потребою у залученні додаткових грошових ресурсів для інвестування – в інших. Загалом нагромадження капіталу є об'єктивним процесом, зумовленим власне потребою економічної діяльності. Потреба ж у нагромадженні виникає у процесі розширення споживання, що потребує відповідних матеріальних передумов. Останні створюють саме нагромадженням, яке у подальшому впливає на споживання, визначаючи

можливості його розширення. Зміна поглядів на нагромадження впродовж ХХ століття свідчить про своєрідну еволюцію матеріальних умов відтворення.

У загальному аспекті поняття "нагромадження капіталу" (capital accumulation) трактують як "нагромадження основного капіталу за рахунок додатних чистих інвестицій" [379, с. 322], тобто вважають, що нагромадження є перевищенням обсягу виробництва над виробничим та особистим споживанням; перевищенням величини засобів виробництва і життєвих засобів до кінця періоду порівняно з його початком.

Часто у поняття "нагромадження капіталу" вкладають ширший зміст, що охоплює довільні вкладення капіталу для отримання прибутку, а також витрати грошових, матеріальних та інтелектуальних засобів на нагромадження фінансових ресурсів з метою ефективної діяльності на макроекономічному рівні [114, с. 77].

К. Маркс, досліджуючи у праці "Капітал" закон нагромадження, логічно – від абстрактного до конкретного, від часткового до цілісного – виділив найважливіші етапи процесу нагромадження. Зокрема, розглянув абстрактні моменти і проаналізував конкретну суть нагромадження з теоретичним відображенням її у категорії; розширюючи межі дослідження, описав дію чинників, що впливають на реальний процес нагромадження; започаткував дослідження зв'язків нагромадження з іншими економічними явищами; встановив ці зв'язки, згрупував за важливістю, а потім найсуттєвіші з них поєднав для досягнення цілісного визначення цього поняття. Основні аспекти логіки дослідження, методологічна сила поглядів К. Маркса стали фундаментальною основою розвитку економічної науки.

Проте, з точки зору предмета нашого дослідження нагромадження доцільно розглядати як одну з основних засад функціонування ринку фінансового капіталу в економічній системі держави. Нагромадження – це збереження частини споживчого фонду для подальшого відтворення, тому диспропорції між інвестиціями і заощадженнями призводять до виникнення диспропорцій в економічному розвитку. У зв'язку з цим саме всебічне

дослідження тенденцій нагромадження капіталу в різноманітних зв'язках і залежностях дає змогу виявити основні закономірності розвитку фінансового капіталу.

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

Важливо зазначити, що теорії нагромадження розвивалися динамічно. Зв'язок між нагромадженням та економічним розвитком, відтворенням у суспільному масштабі можна було простежити на основі макроекономічних і мікроекономічних підходів. Основні тенденції розвитку ринкового господарства, пов'язані з нагромадженням капіталу, є наступними: правове визначення власності на засоби виробництва; концентрація капіталу; централізація капіталу; напрями вдосконалення ринкових відносин із визначенням оптимальних меж доцільності нагромадження капіталу.

Відтворення капіталу при мікроекономічному підході економісти розглядають як підсумковий результат відтворення індивідуальних капіталів, а макроекономічний підхід враховував також державні інтереси. Меркантилісти (Т. Мен, Монкретьєн, Г. Скаруффі) особливу увагу приділяли забезпеченню дієвої державної підтримки процесу нагромадження, політиці активного торгового балансу, формуванню достатнього золотого запасу держави (акумуляція золота і благородних металів), а також збільшенню грошової маси шляхом регулювання норми відсотків за кредити.

Дослідники класичної школи (зокрема, А. Сміт, Д. Рікардо) визнавали нагромадження важливим чинником процесу економічного відтворення. Так, А. Сміт вивчав здебільшого нагромадження на рівні підприємства (мікрорівні), особливу увагу приділяв зайнятості населення. У праці "Дослідження про

природу і причини багатства народів" стверджував, що капітали нагромаджують у результаті ощадливості й зменшують внаслідок нерозсудливості, а також зазначав, що спроможність до нагромадження ("новий продукт і новий капітал, створені колоніальною торгівлею") сприяла економічному процвітання Великої Британії [382, с. 165]. Д. Рікардо розглядав різноманітні підходи до оцінки процесу нагромадження капіталу, а також зазначав, що зниження норми прибутку нівелює процес нагромадження [357, с. 239].

Фізіократи (Ф. Кене, А. Тюрго, В. Мірабо, П. Дюпон де Немур) обґрунтовували доцільність ощадного використання нагромаджень, засуджували марнотратство у вигляді використання заощаджень на розкоші. Одними з перших вони проаналізували капітал як чинник виробництва, а прибуток як форму доходу на капітал. Макроекономічний підхід до проблем нагромадження капіталу пов'язаний із кейнсіанством [229, с. 199–200], зокрема, зростання інвестицій сприяє збільшенню попиту і відповідно зайнятості населення, проте тут не враховували можливі негативні наслідки інфляційних очікувань. Наукові дослідження згаданих учених стали значною віхою в розвитку теорії нагромадження капіталу.

Тісний впорядкований взаємозв'язок етапів дослідження зумовлює необхідність історичного підходу до вивчення проблематики нагромадження капіталу, процесу становлення й розвитку зазначених явищ, обов'язкового врахування якісних особливостей, різних фаз становлення і розвитку економічної системи у межах світового процесу суспільного розвитку. Зокрема, К. Каутський зазначив, що "повне розуміння сучасності потребує деякого ознайомлення з минулим" [370, с. 4].

У Римській імперії грошовий обіг був обмеженим, а нагромадження постійного багатства незначним. Доходи, що сім'ї отримували ("наживали") від торгівлі, не вкладали у виробництво (не капіталізували), а зберігали переважно "у скрині" або з метою безпеки передавали на збереження банкірам, які використовували ці гроші відповідно до отриманих вказівок [370, с. 24-29]. В

епоху домонополістичного капіталізму нагромадження було локальним, оскільки промисловці не допускали банкірів і власників вільних коштів до втручання у виробництво, отже, промисловий капітал і банківський капітал протягом тривалого часу функціонували відокремлено.

В історичному аспекті країна має пройти відповідний період первісного нагромадження, щоби забезпечити наявність достатнього фінансового капіталу. Європейські держави розпочали процес первісного нагромадження у другій половині середніх віків. П. Фішер зазначив, що з нагромадженням суспільного багатства зроблено перший крок до розкладання заснованих на загальній власності суспільств [421, с. 15]. У XIX ст. К. Маркс зауважив, що насправді "методи первісного нагромадження – все, що завгодно, але тільки не ідилія" [289, с. 15].

В Україні первісне нагромадження капіталу розпочалося у XVI–XVII ст., а початок розвитку капіталістичної ери – у XVIII ст. Кріпосне право в Англії скасували у XIII ст., а в Росії та Україні – у XIX ст., що, відповідно, сповільнило розвиток капіталістичних виробничих відносин; нагромадження значних коштів у лихварів, купців, поміщиків відбувалося ще у надрах феодално-кріпосницького господарства³.

Розгляд суті нагромадження фінансового капіталу слід поділити на кілька етапів.

Перший етап нагромадження фінансового капіталу відбувався наприкінці XIX ст. – на початку XX ст. Розвиток ринкової економіки сприяв диверсифікації взаємовідносин та економічних інтересів банківських інституцій і промислових корпорацій. Основні ознаки цього процесу наступні: високий рівень концентрації виробництва й централізації капіталу (виникнення монополій у промисловості й банківській справі); зміна ролі та впливу потужних банків; розширення кредитних відносин із промисловістю

³ Падіння кріпосного права сприяло розвитку промислового капіталізму, оскільки такі виробничі відносини були гальмом розвитку капіталізму. Райони ж недавньої "колонізації" – Україна (Малоросія) – порівняно легше перейшли до капіталізму. Первісне нагромадження супроводжувалося віддаванням селян "на поталу й розграбування" капіталу [202, с. 49; 141, с. 6]. Достатня розвиненість мануфактурного виробництва сприяло становленню фабричної промисловості.

(збільшення розмірів виданих кредитів і, відповідно, посилення банківської монополії, оскільки банки поступово стають безпосередніми співвласниками промислових підприємств).

Наступний етап розпочався після Другої світової війни, оскільки розширилися 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. Взаємопроникнення промислових монополій і банківської сфери стимулювало нагромадження фінансового капіталу, формування "особистої унії" (зосередження в одних руках керівних посад у правліннях банківських та промислових структур) й активізацію розвитку фондового ринку (оскільки спільне володіння цінними паперами ставало прибутковим і потребувало нових приватних інвесторів)⁴.

З огляду на це можна констатувати, що розвиток корпоративних відносин, тісне переплетення "особистої унії" зі "системою участі" (допуск до керівництва давав окремим особам змогу управляти значними сумами залученого фінансового капіталу), спільне володіння цінними паперами, розвиток трастових (довірчих) операцій сприяли формуванню фінансової індустрії у промислово розвинутих країнах.

Третій етап пов'язаний із централізацією капіталу в 1960–1980-х рр. й насамперед виникненням фінансових груп (конгломератів), які об'єднували кредитно-фінансові установи, підприємства різних галузей промисловості, торгівлі, сфери обслуговування тощо⁵. Фінансові групи об'єднували функціонально й технологічно незалежні структури, що дало їм змогу

⁴ У 1950-х рр. у США питома вага акціонерних товариств у переробній промисловості становила понад 94%, а 200 потужних корпорацій переробної промисловості володіли 69% всього капіталу. Зокрема, 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 [419, с. 333].

⁵ У Франції в 1900-1918 рр. відбувалося в середньому 4,2 злиття на рік; у 1919–1929 рр. – 22,7; у 1930–1945 – 29,0; 1946–1957 – 46,6; 1958–1963 – 760,5, а в 1964–1968 рр. – 1560 злиттів щорічно. У США кількість злиттів зросла з 223 у 1948 р. до 995 у 1966 р. і 5400 у 1969 р., тобто збільшилася за 21 рік більше ніж у 24 рази. У 1960-х рр. хвиля злиттів перевершила рівень двох попередніх американських "бумів" злиттів – у 1899 і 1929 рр. 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 [251, с. 10–11; 207, с. 333].

оперативно маневрувати фінансовими ресурсами при зміні кон'юнктури. Основною тенденцією стало те, що дедалі більше потужних промислових банківських та інших монополій виходило за межі національних економік.

Четвертий етап розпочався у 1990-х рр. і був зумовлений інтенсивним формуванням глобального економічного простору, який сприяє об'єднанню країн із відкритою економікою і розвитку ринкових відносин. Подальше нагромадження капіталу супроводжується зростанням мобільності й масштабності його руху, що здійснюється в напрямку ринків країн, які забезпечують вищу рентабельність за інвестиціями або мають стійкішу грошово-кредитну систему.

В Україні процес нагромадження стримувався тотальною централізацією управління промисловістю, що суперечило розвитку цивілізованої конкуренції. У 1960–1980-х рр. у радянській економічній літературі певне узгодження трактування нагромадження з основним економічним законом соціалізму дало змогу визначити в системній ієрархії цю категорію як одну з найважливіших, тому широко обговорювали проблематику "грошових нагромаджень" у промисловості [207, с. 30; 317, с. 283; 323, с. 19]. У період радянської планової економічної політики, спрямованої на "інтенсифікацію розвитку шляхом підвищення якості засобів праці", формування та використання грошових нагромаджень стало важливою фінансовою проблемою.

Дослідженню проблематики нагромадження присвячені праці М. Вознесенського, В. Масленнікова, Д. Молякова, М. Олексієнко, М. Осадько, З. Соколинського. Професор М. Олексієнко зазначав, що грошові нагромадження соціалістичної промисловості – це вживане в народногосподарській практиці та економічній літературі визначення чистого доходу суспільства, реалізованого на промислових підприємствах [323, с. 19]. Часто траплялося визначення зведення суті нагромадження до збільшення фізичного обсягу засобів виробництва і предметів споживання, що свідчило про недооцінку форм відтворення й нагромадження [348, с. 3–4]. З. Соколинський у праці "Теорії нагромадження" зазначив, що з посиленням державного втручання в економіку

також зростає зацікавленість у дослідженні різноманітних аспектів нагромадження, що є найгнучкішою ланкою кінцевого використання національного доходу [387, с. 1–9].

В. Масленніков, Д. Моляков стверджували, що в 1970–1980-х рр. окреслилася тенденція поступового зниження частки грошових нагромаджень у загальних фінансових ресурсах держави. Відповідно перетворення державного бюджету на бюджет соціально-культурних заходів, охорони здоров'я й освіти може знизити ефективність функціонування сфери соціалістичного матеріального виробництва [292, с. 23–28]. Дана проблема є актуальною й нині, оскільки у практичній площині прийняття соціально орієнтованого бюджету потребує зваженого підходу з урахуванням проголошеної державної промислово-інвестиційної політики, для чого необхідні значні грошові нагромадження.

Загалом нагромадження при соціалізмі було характерне високим рівнем усуспільненого виробництва й адміністративно-колективістськими засадами суспільних відносин; декларували, що нагромадження здійснювали в інтересах усього суспільства та процвітання загальнонародної держави.

В економічній науці теорія нагромадження розвивається під безпосереднім впливом трансформаційних змін. Закономірно, що протягом останнього часу особливу увагу приділяли цілісній розробці конкретно-економічної проблематики. З посиленням державного регулювання економіки зростає інтерес до різних аспектів нагромадження, оскільки останнє є гнучким засобом використання національного доходу. Проблематиці нагромадження капіталу в умовах ринкових перетворень присвячено праці О. Бондаренко [116], Ю. Воробйова [144], В. Корнєєва [241].

Вивчення теорій нагромадження важливе з огляду того, що розширене відтворення у різних суспільно-економічних формаціях має певні загальні риси. Теорії нагромадження варто досліджувати з урахуванням концепцій зростання, а також як самостійного об'єкта дослідження. Вирішення багатьох фінансово-кредитних проблем залишається донині невизначеним, про що

свідчать дискусії між провідними економістами [335; 179, с. 69–73]. Водночас слід зазначити, що розширюється й сфера нагромадження. Характерною ознакою є саме престижне нагромадження, яке підкреслює соціальне становище особи у суспільстві, тому товари "престижного споживання", як правило, не є об'єктами для оцінки поточного виробництва, оскільки їхні обсяги доволі невеликі та, як правило, відстають від попиту. Це призводить до постійного зростання цін на такі товари, зокрема, на стародавні замки, унікальні книги, марки, рукописи, замовні автомобілі, літаки, що нагадує "нагромадження скарбів", коли вилучені з обігу гроші перебувають у формі скарбів і це не потребує додаткового капіталу" [295, с. 71–72]. Речі престижного вжитку звужують фінансову базу виробничих інвестицій і, відповідно, збільшують їхню вартість, у результаті чого сповільнюється нагромадження постійного капіталу.

Складність і багатогранність макроекономічного зростання в Україні пов'язані з процесом нагромадження капіталу. На цей процес впливає вся системи виробничих відносин. В економічній літературі зазначено, що немає певного механізму, який може визначити оптимальність співвідношення між прийняттям рішень стосовно доцільності інвестицій чи нагромадження капіталу [173, с. 378]. У ринковій економіці обсяги виробництва залежать від постійної зміни кон'юнктури, що впливає на зменшення і на збільшення його обсягів. Відповідно співвідношення між формами нагромаджень визначають по-різному в окремі періоди економічного циклу. Зокрема, надлишкові нагромадження призводять до відволікання коштів із державного бюджету для їхнього обслуговування. Цілком очевидне є те, що відбувається фіктивне нагромадження, оскільки тут не діє процес новітнього відтворення. Застосування економіко-математичних методів і моделей дає змогу вивчати питання про оптимізацію пропорцій нагромаджень капіталу.

Визначення ролі нагромадження в процесі формування фінансового капіталу можна звести до наступних основних положень.

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

По-друге, від нагромадження грошового капіталу залежить ефективність функціонування ринку фінансового капіталу. У процесі нагромадження капіталу відбувається централізація виробництва, а постійне поліпшення технологій виробництва зумовлює підвищення органічної будови капіталу. Нагромадження капіталу сприяє протидії спаду норми прибутку за рахунок збільшення його величини.

По-третє, без нагромадження капіталу неможливе розширення виробництва. У реальній економіці важко відокремити процес власне нагромадження капіталу, тобто капіталізацію додаткової вартості, від інших форм руху капіталу. Тенденція нагромадження полягає в тому, що чим більше акумулюють постійного капіталу, тим складнішим стає процес нагромадження капіталу, оскільки ускладнюються економічні взаємовідносини, виникає потреба у залученні додаткового капіталу.

По-четверте, нагромадження капіталу є супутнім чинником ринкового господарства, тому проблематика зростання органічної будови капіталу, оптимізація співвідношення між окремими частинами капіталу, вплив досягнень науково-технічного прогресу на процеси нагромадження потребують 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 перебувають в управлінні власника капіталу чи його довіреної особи.

При цьому необхідно наголосити на одному важливому моменті. Як уже було зазначено, найважливішим фактором, що забезпечує зростаючі масштаби нагромадження, є збільшення розмірів авансованого капіталу, його концентрація й централізація. Концентрація промислового капіталу відбувається в процесі його формування за рахунок частки щорічного прибутку підприємств. 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. Тому особливе значення для розвитку й посилення ролі потужних підприємств і фінансових інституцій має централізація капіталу, тобто поглинання, злиття й залучення вільного капіталу шляхом продажу акцій, облігацій та інших цінних паперів.

Підсумовуючи викладене, можна зробити висновок про відстеження тісного взаємозв'язку методології дослідження проблематики механізму нагромадження капіталу та його кількісних характеристик із розвитком ринку фінансового капіталу.

1.2. Еволюція формування ринку фінансового капіталу в економічних системах

Ринкові перетворення сучасної епохи є якісно новою системою економічних відносин. Глобалізація світової економіки та реформування валютно-фінансової системи пов'язані зі значним зростанням обсягів і значення

міжнародних потоків фінансового капіталу. З одного боку, це відіграє позитивну роль, оскільки приватний капітал – важливе джерело фінансування розвитку виробництва у багатьох країнах (особливо тих, що розвиваються). Проте, з іншого боку, потужні обсяги фінансових потоків змінюють відносини між учасниками (державами, фінансовими установами, інвесторами) даного процесу. Ускладнюються відносини з точки зору ефективності управління фінансовим капіталом, оподаткування та уникнення ризиків у світовій економічній системі. У вітчизняній і зарубіжній економічній літературі термін "економічна система" вживають часто. Загалом "система" – це комплекс елементів та їхніх властивостей, взаємодія між якими зумовлює виникнення якісно нової цілісності. Л. Берталанфі визначав систему як комплекс взаємодіючих елементів [189, с. 361]. У "Великому економічному словнику" поняття "економічна система" розглянуто як систему суспільного виробництва, тобто сукупність продуктивних сил і виробничих відносин [115, с. 917]. Відповідно, економічна система – це складна динамічна система, що охоплює процеси виробництва, обміну, розподілу і споживання матеріальних благ у суспільстві. Ця система належить до класу кібернетичних систем, оскільки має багатоступеневу структуру і, якщо розглядати окремі ланки або рівні ієрархії, то вони також є складними й динамічними системами (підсистемами), що відрізняються певною самостійністю і можливостями саморегулювання.

На подальший розвиток ринку фінансового капіталу впливають ієрархічність рівнів управління, децентралізація, багатомірність та віртуалізація (оскільки сучасні інформаційні технології сприяють формуванню сітьових структур), що потребує впорядкування цілей, завдань, видів діяльності й повноважень. Учасники ринку застосовують залежно від обраної мети діяльності: лінійну структуру – єдине управління; дивізійну структуру – надає можливості автономії окремим напрямкам діяльності (сприяє прийняттю і вирішенню стратегічних рішень); матричну структуру – постійні структури діють узгоджено з перспективними (проектними) структурами; сітьову структуру – взаємодію між учасниками з різними потужностями. Відповідно в

економічній системі ринок фінансового капіталу виконує роль ринку економічного розвитку, оскільки зрівноважує вплив регульованого державного ринку, на якому перебувають в обігу державні боргові зобов'язання та інвестиції з приватним сектором, котрий характерний інтегруванням промислово-фінансової ланки, що спричинене насамперед вимогами і потребами забезпечення доступності та швидкості руху фінансового капіталу.

Ринок є атрибутом (умовою) стійкості поступального економічного розвитку суспільства, тому поступово регульований ринок перетворюється на соціальний інститут. Оскільки ринок – категорія товарного господарства, то йому відповідає певна системи економічних відносин. Він становить взаємодію двох основних складових – попиту покупців і споживачів, а також пропозиції багатьох продавців та виробників. В економічній літературі ринок (market) визначають переважно як "сферу обміну, в якій функціонують купівля та продаж товарів або послуг" або як "сукупність соціально-економічних відносин у сфері обміну, за допомогою яких реалізують товари і послуги" [309, с. 75; 364, с. 116; 452, р. 191].

Недооцінка ролі ринку призводить до порушення системи співвідношень в економіці, ускладнення збалансованості фінансово-виробничих відносин із постійно змінними потребами. У колишньому СРСР особливості ринку полягали у пануванні суспільної (державної) власності; надмірній диференціації регіонів і республік за галузями виробництва. Командно-адміністративна (неринкова) економіка була характерна жорсткою централізацією та монополізацією розподілу ресурсів (товарних, природних); відсутністю насправді ринкових суб'єктів господарювання, які організовують свою діяльність в умовах існування різних форм власності; попит та пропозицію збалансовували в основному за допомогою адміністративних методів. Надлишкові гроші з обігу усували шляхом вилучення у дохід державного бюджету надприбутків, завищенням цін на продовольчі та промислові товари, підтримкою "планово-збиткових" підприємств (виробництв).

У соціалістичній економіці випуск та обмін продукції здійснювали згідно з централізованим загальнодержавним планом соціально-економічного розвитку. Такий підхід давав змогу раціонально перерозподіляти додаткову вартість, що було економічно доцільним в умовах індустріалізації, війни та післявоєнного періоду відбудови народногосподарського комплексу. Загалом, на нашу думку, командно-адміністративні методи забезпечували достатньо ефективне маневрування фінансово-кредитними ресурсами у замкнутій економічній системі, а відповідно система ціноутворення сприяла "відтягуванню" інфляції.

У радянській економічній літературі ринок розглядали як носій стихійності, поняття ринку трактували як "плановий" чи "сукупний" [203, с. 26; 204, с. 27; 225, с. 111]. Тут була стійка тенденція ігнорування як у теорії, так і на практиці об'єктивних закономірностей розвитку ринку в умовах постіндустріального суспільства, а також 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; економічну ефективність виробництва необхідно оцінювати одним показником – прибутком; оптимізація балансу між грошовою і матеріальною оплатою праці в суспільному секторі виробництва. Важко погодитися з думкою А. Бабіцького, який вважав, що на початку 1990-х рр. єдиним раціональним шляхом був подальший розвиток суспільного виробництва в єдиному народногосподарському комплексі, заснованому переважно на державній власності, тому можна було перейти до регульованого ринку з "економічно зацікавленим обміном виробленої продукції" [99, с. 44–45].

З метою усунення деформацій постсоціалістичного ринку держава здійснює законодавче регулювання різноманітних форм власності, встановлення цін, процесу вільного маневрування ресурсами, доступу до

інформації учасників ринку й створення відповідної ринкової інфраструктури. Взаємодія коливань попиту та пропозиції через механізм цін дає змогу усталити функціонування ринку. Ринкові відносини загалом уособлюють відносини між капіталами, що беруть участь у виробництві, відносини з приводу використання отриманого прибутку (доходу) та визначення його норми.

Наприкінці 1990-х рр. в економічній сфері поступово починають проявлятися 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 стає більше скерованим на задоволення життєвих потреб людини, сприяє підвищенню рівня життя, оскільки звільняє населення від повсякденного принизливого дефіциту товарів і послуг. Основними недоліками ринку є стійка тенденція до монополізації в економіці, непрогнозований рух потужних фінансових потоків, різка активізація неконтрольованого використання природних ресурсів, вражаюча диференціація доходів і, відповідно, соціально небезпечне розшарування населення.

Дослідження ринку передбачають визначення його стану та потреб [120, с. 147; 442, с. 87–89]. Краще зрозуміти суть ринку дає змогу класифікація його за різними видами (рис. 1.1).

Залежно від рівня економічного розвитку розрізняють наступні види ринку: нерозвинений, вільний, регульований і деформований. Вільний ринок (класичний, стихійний) – це саморегульована система, характерною ознакою якої є економічна свобода учасників. Вільна конкуренція є атрибутом ринку, що стихійно розвивається, на якому коливання попиту та пропозиції не завжди врівноважуються і, відповідно, періодично виникає невідповідність між потребами ринку й обсягами виробництва. Вільний ринок розвивається самостійно, поза контролем держави, на ньому вільно діють одноосібні

власники невеликих підприємств; виробники випускають продукцію (товари) без попередньої домовленості з покупцями і самостійно її реалізують, оскільки нема організованих ринків збуту. Проте визнання ринку вільним – порівняно

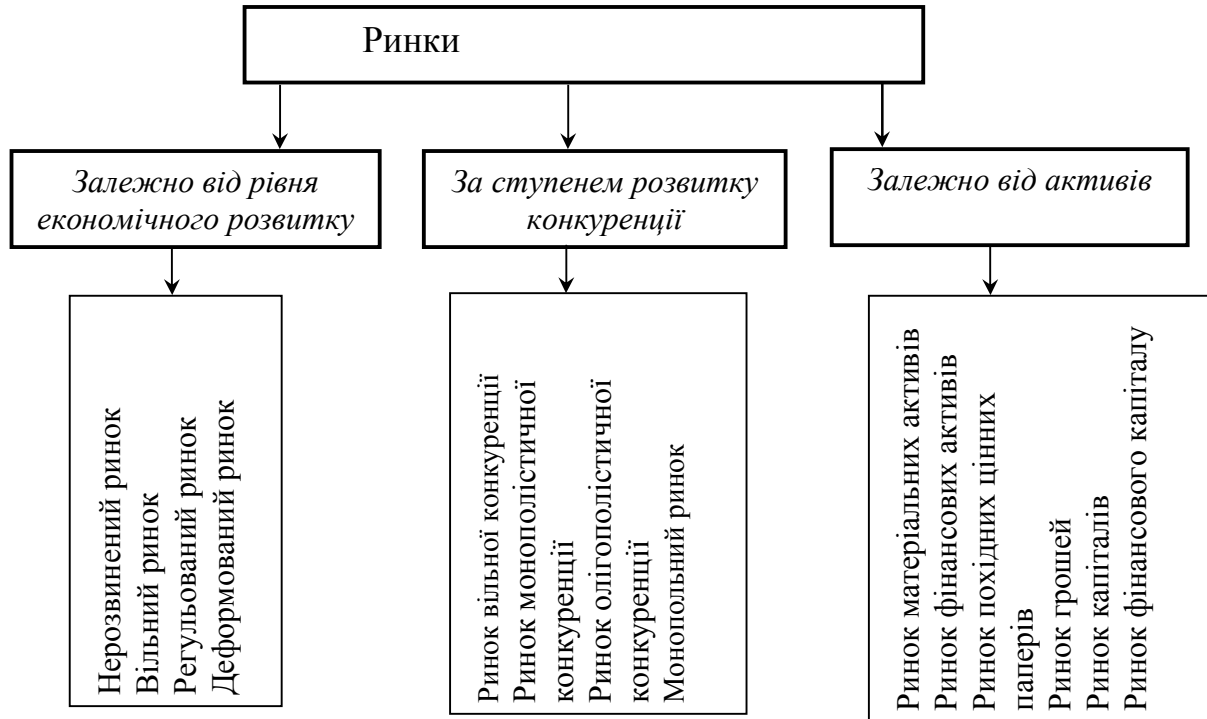


Рис.1.1. Класифікація видів ринків

абстрактне твердження, оскільки завжди є певне регулювання тих чи інших економічних відносин та відчутний вплив соціально-політичних чинників.

Зростання світового рівня концентрації і 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 його учасників; основну масу товарів реалізують саме потужні компанії; більшу частину продукції випускають відповідно до попередніх контрактів і замовлень (державних, приватних тощо); посередники сприяють

просуванню товарів до споживачів; здійснюють дослідження ринку й формування попиту покупців. Регульований ринок в економічній літературі визначають як цивілізований, спрямований на гуманізацію суспільства, оскільки держава та інші учасники ринку намагаються оптимізувати ринкові ризики і скеровувати економічні відносини та здобутки на задоволення інтересів суспільства. Тому, як правильно зазначив С. Дзарасов, якщо за показниками соціально-економічного процесу і добробуту порівнювати країни з ринковою і плановою економікою, то перевага перших стає очевидною, оскільки прогресивним є не той лад, що привласнив собі милозвучнішу назву і займається саморекламою, а той, що виходить на авангардні позиції в суспільному розвитку [178, с. 9].

Варто зазначити, що модель європейської системи управління застосовує основні елементи регульованого ринку: вільне ціноутворення, адекватну інформацію про ринок, обмеження державного втручання, можливості альтернативного використання фінансових, матеріальних і трудових ресурсів та основні засади узгодження економічних інтересів великої кількості учасників ринкових відносин. Система ринкових відносин функціонує й розвивається на основі закону вартості, що має ознаки як загальні, так і специфічні для фінансових відносин.

За ступенем розвитку конкуренції відповідно розрізняють ринок вільної конкуренції, монополістичної конкуренції, олігополістичної конкуренції і монопольний ринок. Конкуренція у поєднанні з діючим механізмом цін, стихійно регульованими попитом та пропозицією – є основна рушійна сила економічного прогресу. При соціалізмі конкуренцію виробників у цілому фактично підміняли конкуренцією споживачів. В умовах трансформаційної економіки конкуренція стимулює розвиток ринку фінансового капіталу, змушує підтримувати високу ділову активність учасників, шукати нові перспективні напрями розміщення капіталу з метою отримання прибутків і надприбутків. Ринкова конкуренція також зумовлює особливі тенденції у перебігу можливих фінансових криз, вибір стратегії підприємств, спрямованої на запобігання

входженню у ринок нових конкурентів (шляхом різноманітних юридичних маневрів; встановлення нижчих цін, ніж у новостворюваних суб'єктів господарювання).

За формою залучення активів виокремлюють такі види ринків:

– ринок матеріальних активів (ринок реальних активів – в обігу перебувають товари, майно) та ринок фінансових активів (в обігу є акції, облігації, векселі, інші вимоги на реальні активи);

– ринок похідних цінних паперів (спотів, ф'ючерсів);

– ринок грошей (кредитні зобов'язання до року);

– ринок капіталів (ринок довготермінових (понад рік) кредитних зобов'язань і часток капіталу акціонерних товариств)

– ринок фінансового капіталу (в обігу є фінансовий капітал).

У період ринкової трансформації національної економіки відчувається нестача ґрунтовних науково-практичних розробок і вміння проведення глобальних теоретичних досліджень згаданих видів ринків, не зазначаючи навіть про розробки методологічних проблем. У 1990-х рр. зростання цін та інфляційні процеси, тіньова економіка, заміна товарно-грошових відносин бартером ("недоцільна" мінова торгівля) аж ніяк не сприяли відкритості та динамічності розвитку даних сегментів ринку.

Перехід України до ринкової форми функціонування економічної системи прискорив утворення системи ринків, що відрізняються за видами на основі певних критеріїв (рис. 1.2).

З огляду на предмет нашого дослідження, більшу увагу приділимо наступним рынкам – грошовому, капіталів та цінних паперів, які є складовими фінансового ринку. Варто зауважити, що протягом тривалого часу науковці дискутують про класифікацію ринків, у тому числі фінансового ринку, що зобов'язує нас ще раз звернутися до цих науково-практичних проблем з метою уточнити суть даного економічного явища. У праці В. Торкановського наведено широке за змістом визначення фінансового ринку як сукупності всіх грошових ресурсів країни, котрі перебувають у постійному обігу, розподілі чи

перерозподілі, та змінюються під впливом співвідношення попиту та пропозиції на ці ресурси з боку різних суб'єктів економіки [364, с. 7]. У навчальному посібнику В. Опаріна перевагу надано визначенню як сукупності обмінно-перерозподільних відносин, пов'язаних із процесами купівлі-продажу

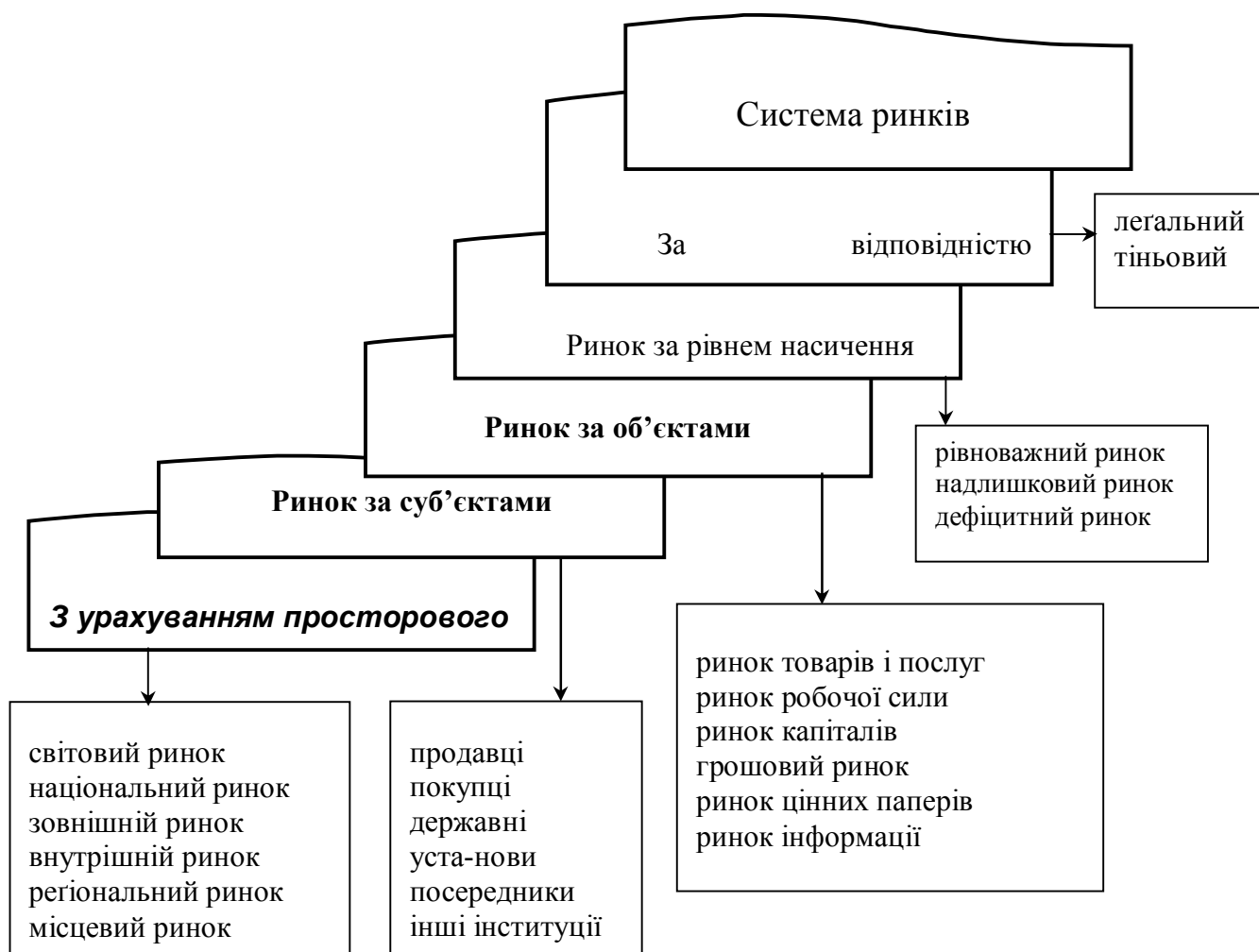


Рис. 1.2. Типологія системи ринків

фінансових ресурсів [324, с. 207].

Професор О. Василик зазначив, що фінансовий ринок – це ринок грошей, кредитних ресурсів, цінних паперів, фінансових послуг [130, с. 402]. Подібне за змістом визначення є у "Великому економічному словнику" під редакцією А. Азріліяна: "Фінансовий ринок – це ринок коротко-, середньо- і довготермінових кредитів, інвестицій, цінних паперів, внесків і т.п." [115, с. 869].

Найпоширеніше визначення фінансового ринку як системи економічних і правових відносин, пов'язаних із купівлею-продажем або випуском та обігом фінансових активів [437, с. 13; 216, с. 6]. Трапляються визначення, що потребують конкретизації. Зокрема, трактування фінансового ринку як системи формування попиту і пропозиції на фінансові активи, грошові кошти та інвестиційні ресурси (у формі позик чи власного капіталу) [406, с. 46].

Широкий спектр думок і поглядів можна пояснити відмінностями у розумінні авторами складових фінансового ринку. З урахуванням викладеного фінансові ринки об'єднують: ринок банківських кредитів і ринок цінних паперів [254, с. 6–7]; грошовий ринок, ринок позичкового капіталу і ринок цінних паперів [364, с. 7–9]; ринок капіталу і грошовий ринок [115, с. 869]; ринок грошей і ринок капіталів [324, с. 210–211].

Із зазначеного можна зробити висновок, що: по-перше, фінансовий ринок складається з взаємозалежних і взаємодоповнюючих один одного, але окремо функціонуючих ринків; по-друге, фінансовий ринок належить до категорії складних ринків, оскільки об'єднує деякі ринки, на яких в обігу є однорідні фінансові (або матеріальні) активи; по-третє, ринки, які відносять до фінансового ринку, можуть належати до об'ємніших ринків. З огляду на це вважаємо, що доцільніше функціонуючі фінансові ринки розглядати з урахуванням двох основних характерних ознак: часової та інституціональної. Тому за часовою ознакою фінансові ринки можна поділити на грошові ринки і ринки капіталу, а за інституціональною ознакою фінансові ринки об'єднують фондові ринки і фінансові інститути. У таких обставинах найоптимальнішим підходом у процесі дослідження фінансового капіталу вважаємо розгляд функціонування наступних ринків – грошового ринку і ринку капіталу.

В економічній літературі трапляється й вужче за змістом трактування грошового ринку – як ринку боргових зобов'язань із терміном погашення менше року [406, с. 48–51], що, на нашу думку, за змістом більше відповідає поняттю "ринок грошей". Деякі економісти ототожнюють грошовий ринок із фінансовим ринком [166, с. 77]. Професор М. Савлук розглядає грошовий

ринок як ринок грошей і ринок капіталів. Відповідно ринок грошей об'єднує ринок короткотермінових позичок, ринок короткотермінових фінансових активів і валютний ринок, а ринок капіталів – ринок цінних паперів та ринок середньо- і довготермінових банківських позичок [145, с. 60].

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 та беруть у борг або "мобілізують" на різноманітних умовах і на різноманітні терміни [379, с. 458]. С. Маслова і О. Опалов вважають, що ринок капіталів – специфічна сфера ринкових відносин, де об'єктом угоди є наданий у позику грошовий капітал і де формують попит і пропозицію на середньо- і довготерміновий позикові капітали [293, с. 87]. Т. Теплова зазначила, що ринки капіталу – це ринки довготермінових зобов'язань і корпоративних акцій [406, с. 48-51]. З точки зору В. Опаріна, ринок капіталів складається з ринку фінансових інструментів, що відображають права власності, та довготермінових боргових зобов'язань, становить сферу торгівлі не тільки грошима, а й правами власності [324, с. 211]. Наведені визначення схожі між собою і загалом такого роду трактування поняття "ринку капіталу" свідчать, що його функціонування – складний економічний механізм, який постійно модифікується. Вочевидь, що, з точки зору управління, формування та використання фінансового капіталу є загальновизнаною складною теоретико-прикладною проблемою. Варто зауважити, що в економічній літературі виділяють 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 обігу); об'єкт власності та розпорядження; носій фактору ризику; носій фактора ліквідності [110, с. 13]. На основі нашого дослідження, вважаємо, що ринок капіталів є частиною фінансового ринку, де формуються попит і пропозиція на грошовий капітал. Оскільки фінансовий капітал – це грошові кошти і виражена у грошовій формі

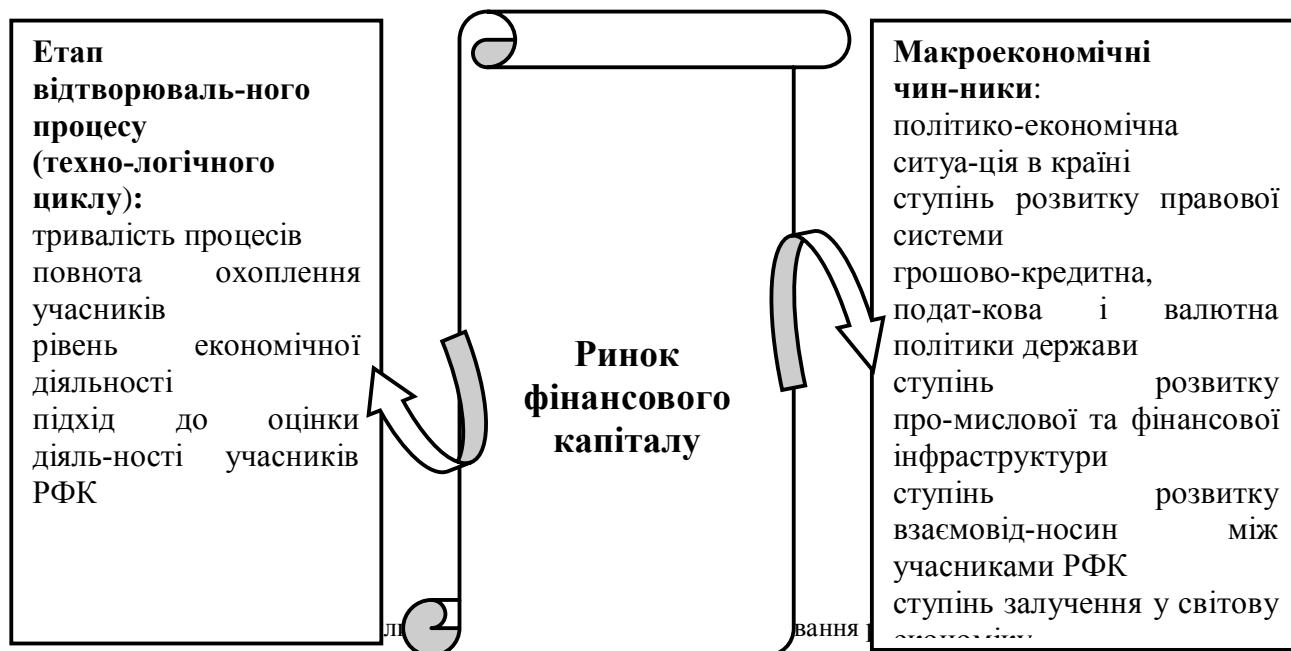
частка матеріальних, нематеріальних та фінансових активів, які консолідуються в процесі складної системи взаємозв'язків держави, виробничих структур та фінансових установ з метою забезпечення доступності, швидкості обігу й зручності їхнього використання, то відповідно для ґрунтовнішого наукового дослідження мобілізації фінансового капіталу доцільно виокремити поняття "ринку фінансового капіталу" (РФК). Таким чином, враховуючи викладене, вважаємо можливим визначити ринок фінансового капіталу як особливий сегмент фінансового ринку, на якому формуються попит, пропозиція, ціна та укладають угоди щодо купівлі-продажу фінансових інструментів (інструментів ринку фінансового капіталу).

Складність і багатогранність механізму функціонування ринку фінансового капіталу, його місце та роль в економіці мають теоретичне та практичне значення. Можна виокремити три основних напрями дослідження ринку фінансового капіталу як особливого, специфічного явища, що виражає природу фінансових відносин: дослідження цього ринку в абстрактній формі як вихідного пункту для розуміння процесів його становлення у їхній конкретності й розмаїтості; відстеження ринку в динаміці (русі та розвитку); визначення перспектив розвитку ринку з урахуванням світових політико-економічних процесів. Саме тому є потреба конкретизувати з огляду на предмет нашого дослідження підходи для системного визначення ринку фінансового капіталу.

По-перше, з'ясування тенденцій і закономірностей розширеного відтворення дає змогу поглибити розуміння суті становлення РФК, простежити основні та вторинні явища історичного походження й розвитку даного ринку. Його органічність подано у діалектичній єдності світової економічної системи та її складових частин, цілого і часткового, загального й особливого, в їхній динаміці (зміні та розвитку форм), у якісних перевтіленнях і кількісних перетвореннях. Становлення РФК тісно переплітається з процесом первісного нагромадження, який позитивно впливає на розвиток виробничих відносин, тому власне ринкова система набула характеру домінуючого фактора й ознак

всесвітньо-історичного явища. Формування цього ринку в Україні, як і в більшості країн Центральної та Східної Європи, розпочалося наприкінці XVIII ст. – на початку XIX ст., проте хоча його становлення відбувалося синхронно й подібно до західноєвропейських аналогів, але було тривалішим та ускладненим певними національними і політичними особливостями. Зокрема, дану проблему досить цілісно висвітлено у праці "Питання первісного нагромадження капіталу і національні рухи в слов'янських країнах" [141].

Природно, що розширення та поглиблення міжнародних відносин, глобалізація економіки супроводжується і підтримуються аналогічними процесами й у сфері фінансових відносин. Посилення взаємопроникнення фінансових капіталів спричиняє зростання взаємозалежності між національними економіками. Тому на функціонування ринку фінансового капіталу впливають як макроекономічні чинники, так і відповідний етап відтворювального процесу (рис. 1.3). Отже, розвиток ринку фінансового капіталу доцільно також відстежувати і як одну з основних ланок механізму циклічного відтворення.



По-друге, функціонування ринку фінансового капіталу важливо досліджувати не лише у вузькоприкладному конкретно-економічному напрямку, а й у загальнотеоретичному плані як цілісної системної структури. У

зв'язку з цим пізнання суті РФК зводиться до розгортання його в логічну систему економічних понять, що мають глибинний внутрішній зв'язок і складну взаємозалежність. Зокрема, особливу увагу економічна та філософська науки приділяють вивченню проблематики системних відносин, а тому важливою є констатація того, що кожне суспільне явище має подвійну якісну структуру – як функціональну, так і загальносистемну. Водночас ринок фінансового капіталу потрібно досліджувати й у русі та розвитку. Відповідно, ігнорування такого підходу при його вивченні є перешкодою для створення стрункої системи відносин з урахуванням дії економічних законів.

Таким чином, якщо базуватися на твердженні, що ринок – це обмін виготовленої продукції на продукцію інших учасників 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) здійснюють незалежно від методів (адміністративного чи директивного), залишається обміном і не залежить ні від способів такого обміну, ні від форм власності. У процесі обміну відбувається перерозподіл додаткової вартості, і при цьому не завжди справедливо з погляду тих, від кого вилучають значну її частку. Загалом це більше залежить не від механізму обміну чи кон'юнктури ринку, а від економічної ситуації та обраної стратегії розвитку суспільства. До того ж, у системному вимірі ринок фінансового капіталу супроводжується різноманіттям форм власності й форм господарювання, свободою підприємництва (вибору партнерів) і ринкових суб'єктів, конкуренцією товаровиробників (фінансових установ), доступом ринкових суб'єктів до інформації про стан економічної кон'юнктури та частковим обмеженням можливостей держави у регулюванні економічних процесів.

Логічним підходом є поділ ринку фінансового капіталу на первинний та вторинний ринки. Згаданий підхід зумовлено тим, що оскільки цей ринок – частина фінансового ринку, то за аналогією, як це практикують з останнім, доцільно зробити такий самий поділ для ціліснішого відстеження руху

фінансового капіталу. Оскільки на фінансовому ринку цей поділ залежить від того, чи нові фінансові активи пропонують для продажу, чи емітовані тому відповідно: на первинному ринку здійснюють первинну і подальші емісії цих активів, розміщення їх серед інвесторів, початкове вкладення капіталу в різні галузі економіки, а на вторинному – в обігу перебувають емітовані раніше фінансові активи, котрі використовують як для збільшення інвестицій в економіку, так і для перерозподілу сфер впливу на ринку. Що ж до ринку фінансового капіталу, то на первинному ринку доцільно розглядати відносини між учасниками виробничої сфери, які виникають у процесі мобілізації (нагромадження, розміщення, руху) фінансового капіталу. На вторинному ринку залучають фінансові установи для консолідації цього капіталу й перерозподілу його з урахуванням потреб як реального, так і фінансового сегментів ринку.

По-третє, варто зауважити, що дослідження ринку фінансового капіталу загалом ґрунтоване на використанні методу абстракції, без якого неможливо розкрити внутрішні закономірності розвитку цього ринку та механізми їхньої взаємодії. Не викликає сумніву те, що інтегруюче значення цього ринку як якісно нової системи економічних відносин полягає у тому, що він формується відповідно до властивих йому особливостей розвитку. При такому підході, з огляду на означений поділ РФК, економічні відносини недоцільно також поділяти на внутрішні (первинні) та зовнішні (вторинні), оскільки на ринку складаються економічні відносини, які є здебільшого внутрішніми. У зв'язку з цим така постановка питання дає змогу уникнути протиріччя з іншими підходами при визначенні первинних і вторинних економічних відносин. Тому ринок фінансового капіталу виконує низку важливих функцій: по-перше, забезпечує взаємодію покупців та продавців фінансових інструментів; по-друге, сприяє підвищенню ліквідності ринку, оскільки задіяні державний регуляторний та моніторинговий механізми за здійсненням фінансових операцій; по-третє, суттєво зменшуються витрати на ці операції та відповідне інформаційно-аналітичне обслуговування.

Незважаючи на поліморфізм⁶, ринок фінансового капіталу характерний цілісністю, організованістю, керованістю та цілеспрямованістю. На практиці це означає об'єктивну потребу в досягненні гармонізації, з одного боку, спільного залучення, розміщення та використання тимчасово вільного фінансового капіталу на первинному й вторинному ринках, а з іншого боку, контроль за використанням мобілізованих коштів учасниками процесу інвестування і державою. Крім того, ефективне функціонування цілісної (єдиної) системи мобілізації фінансового капіталу потребує не лише формування конкурентного середовища, впровадження досягнень науково-технічного прогресу, зваженого ціноутворення, а й узгодження економічних інтересів учасників з метою встановлення оптимальних пропорцій між різними ланками (секторами) ринку фінансового капіталу.

Складність і багатогранність механізму взаємозв'язків учасників ринку фінансового капіталу на макро- і мікрорівні зумовлюють необхідність застосування системного підходу у дослідженні узгодження інтересів для забезпечення одночасної реалізації економічних інтересів різних суб'єктів господарювання, стимулювання ефективності їхньої економічної діяльності з метою отримання прибутку. З огляду на предмет нашого дослідження доцільно виділити наступні аспекти: по-перше, загалом інтереси за суттю перебувають на межі економіки та філософії. Вони відображають економічні відносини, властиві певному способу виробництва, тому є тим механізмом, у якому проявляються економічні закони. Відтак у домарксистській філософії суспільні процеси та явища розглядали з ідеалістичних позицій, загалом ігнорували значення інтересів (їх вважали детермінованими лише на біологічному, а не соціальному рівні).

Із таких позицій вихідним методологічним принципом у дослідженні економічних інтересів є визнання конкретно-історичного походження потреб і констатація того, що економічні потреби породжені суспільними потребами та певним етапом економічного розвитку. Форми узгодження інтересів є

⁶ Поліморфізм – від *грец.* *polymorphos* – різноманітний.

перехідними і залежать від рівня усупільнення виробництва та зрілості виробничих відносин.

По-друге, у ринковій економіці, на нашу думку, кожний учасник діє з урахуванням насамперед власних інтересів. Інтереси осіб (учасників ринкових відносин) формуються незалежно від волі й свідомості людей; вони діють, враховуючи реальні економічні відносини. Визнання об'єктивної природи економічних інтересів передбачає не тільки ці інтереси до їхнього усвідомлення соціальними суб'єктами, а й можливості руху, їхній реалізації. Оскільки економічний інтерес є об'єктивним, він не може бути невизначеним у собі, а може бути лише частково невизначеним у свідомості. Крім того, реальним економічний інтерес є не тому, що він усвідомлений, а навпаки – його усвідомлюють тому, що він об'єктивно реальний.

Очевидно, що безпосередньо рушійні сили і спонукальні причини діють в органічній єдності. Так, 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. Природно, що у кінцевому підсумку взаємозв'язок, взаємозалежність і взаємодія економічних інтересів учасників ринку є цілісною системою. Саме досліджуючи узгодження інтересів підприємств та фінансових установ, відстежуємо зрощування перших із другими, відповідно грошовий і промисловий капітали діють спільно, зміцнюючи ділові зв'язки, створюючи систему контролю за матеріальними, нематеріальними та фінансовими активами, а також розподілом прибутків.

По-третє, усвідомлення учасниками ринку фінансового капіталу економічних інтересів набуває форму мети та є основною спонукальною причиною її втілення. Водночас визнання об'єктивного характеру фінансових (чи матеріальних) інтересів не заперечує ролі суб'єктивного, оскільки інтереси залежать від суспільства в цілому й людей зокрема. Так, при соціалізмі, в умовах суспільної власності на засоби виробництва, суб'єктивний фактор

відіграє суттєву роль у прийнятті соціально-економічних рішень. Разом з тим, у перехідній економіці інтереси відображають об'єктивну спрямованість діяльності суб'єктів ринку на забезпечення умов власного розширеного відтворення.

Таким чином, 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 спрямованості динамічного розвитку системи виробничих відносин із властивою їм єдністю безперервності й дискретності. Отже, реалізація економічних інтересів у сукупності й взаємозв'язку може бути подана як постійна зміна власне виробничих відносин, тому економічні інтереси втілюють об'єктивну необхідність відтворення та розвитку економічних суб'єктів (зокрема, учасників ринку фінансового капіталу), а також реалізації сукупності економічних інтересів у їхній взаємодії. Очевидно, що інший підхід до дослідження останніх призводить до логічного протиріччя.

При цьому слід підкреслити, що становлення ринку фінансового капіталу свідчить про необхідність урахування економічних інтересів, сприяння їхньому розвитку в суспільно корисному напрямку та створення умов для втілення всієї сукупності економічних інтересів. Зауважимо, що у процесі розвитку даного ринку система економічних інтересів відзначається певною специфікою. Одночасно ця система має загальні риси, властиві ринковим відносинам, тому дає змогу глибше вивчити особливості цих інтересів. Регулювання ринку (зокрема, застосування регуляторних заходів) не завжди може привести до позитивних результатів, тому зближення цілей учасників процесу становлення ринку фінансового капіталу дає змогу узгодити методи досягнення, разом із

цим і систему економічних інтересів з метою уникнення їхньої можливої деформації.

Зауважимо, що суспільні, колективні та особисті інтереси у межах своєї спільності мають власну специфіку і самостійну виокремленість. Враховуємо, що суспільний інтерес пов'язаний зі встановленням відповідних пропорцій у розвитку економіки та оптимальним співвідношенням у розподілі суспільних благ. У досліджуваному контексті суспільні інтереси – це відносини між суспільством і учасниками ринку фінансового капіталу, а також кожним учасником зокрема. В економічній літературі деякі економісти розглядають наступні дві основні форми колективних інтересів: 1) трудові колективні інтереси, тобто інтереси працівників, які викупили підприємство; 2) колективна капіталістична власність, створена шляхом злиття капіталів кількох підприємств [309, с. 47]. Одночасно зберігається як єдність, так і розбіжність суспільного й колективного інтересів. В. Засанський зазначив, що в Україні в умовах реформування відносин власності й перетворення працівника підприємства з власника "колективного" на власника "акціонерно-колективного" не було змінено його ставлення до власності, що впливає на ефективність роботи приватизованих підприємств [199, с. 78]. Не можна не погодитися з точкою зору В. Сизоненко і Н. Колесник, які вважають, що система підприємницьких інтересів характерна поєднанням конкуренції на базі економічного відособлення та консолідації певних напрямів господарської діяльності на основі співробітництва [375, с. 21]. Підсумовуючи викладене, зауважимо, що інтереси, через які проявляються економічні відносини, відіграють визначальну роль у розвитку ринку фінансового капіталу, оскільки інтереси учасників цього ринку в цілому є формою здійснення загальних інтересів та одночасно частково формою реалізації економічних особистих інтересів учасників. Водночас розвиток фінансової індустрії потребує відповідної структури цього ринку, що забезпечувала б як узгодженість економічних інтересів, так і оперативність роботи його учасників на основі залучення спеціалізованих суб'єктів економічної діяльності.

1.3. Інститути та структура ринку фінансового капіталу

Функціонування ринку фінансового капіталу потребує адекватної цілісної, стійкої і впорядкованої структури, яка розвивається й удосконалюється з урахуванням поточних запитів його учасників. Загалом об'єктивний розвиток РФК варто розглядати як єдине ціле із зазначенням того, що найважливіший методологічний принцип при дослідженні цього ринку – вивчення його як цілісної системи фінансових відносин, основними особливостями котрої є специфічний спосіб взаємозв'язку й взаємодії її складових елементів. Вважаємо за можливе виокремити наступні основні аспекти у дослідженні структури ринку фінансово капіталу: по-перше, розвиток цього ринку має характерні особливості у кожній країні залежно від конкретно-історичних умов, що згодом знаходить відображення в його структурі та зумовлює відповідний вплив на економічний розвиток суспільства. Іншими словами, становлення РФК має історичний контекст, який містить передумови протиріч економічних відносин, властивих даному ринку і потребує адекватної інфраструктури, яка розвивається й удосконалюється з урахуванням поточних економічних потреб. Зокрема, на розвиток впливає цілісна система економічних відносин; з одного боку, вона надає йому конкретної форми, а з іншого боку – зі зміною економічних відносин модифікується й структура даного ринку. Відповідно елементи фінансової індустрії, що не є прибутковими, поступово скорочуються чи взагалі зникають або ліквідуються. По-друге, згідно з принципом матеріалістичної діалектики основну ознаку єдиної цілісної структури визначають інтегральні якості та реальний економічний стан учасників. На початкових стадіях розвиток ринкових відносин і нагромадження фінансового капіталу визначається, насамперед, організаційно-правовими формами господарювання й відповідними чинниками у виробничій сфері. Поступово у процесі ринкової інтеграції зникає якісна самостійність виробничої й фінансової сфер, вони стають елементами цілісної системи

промислово-інвестиційної діяльності. Крім того, розвиток цих сегментів ринку спонукає дотримуватися принципу рівноваги з метою забезпечення відносної стійкості економічних зв'язків між учасниками економічних відносин.

По-третє, структурний фактор може впливати як позитивно, так і негативно на ефективність консолідації фінансового капіталу, тому важливо створити сприятливі умови для реалізації переваг спільної діяльності учасників РФК на всіх рівнях і в усіх сферах, зокрема, виробничій та фінансовій. Водночас структурна ефективність РФК залежить від формування відповідного співвідношення у формах і суб'єктах функціонування національного господарства на всіх його рівнях. Тому ефект економічної діяльності залежить від оптимізації залучення суб'єктів господарювання у сферу відтворення, що в результаті дає змогу власникам фінансового капіталу досягнути його консолідації. У даному контексті Я. Корнаї зауважив, що хоча ринок функціонує на основі приватних контактів між покупцями і продавцями, але в реальності ці складні угоди можуть включати тисячі параметрів [238, с. 4]. Оскільки в цьому процесі особливе місце займає РФК, на якому фінансовий капітал перебуває в постійному обігу, і відповідно його структура змінюється під впливом співвідношення попиту та пропозиції, розвитку й появи нових учасників ринку, фінансових інструментів та технологій. При цьому за структурізацією можна виокремити сегменти ринку, враховуючи наступні критерії – за інституційними ознаками, за видами фінансових інструментів і за економічним призначенням ресурсів. Із урахуванням інституційних ознак фінансовий капітал у процесі руху консолідується у взаємопов'язаній системі секторів грошового ринку: фондового ринку, ринку банківських кредитів і ринку послуг небанківських фінансових установ. За видами інструментів, що застосовують для переміщення фінансового капіталу, можна виокремити три сегменти – ринок цінних паперів, ринок позичкових зобов'язань і валютний ринок. Загалом на РФК здійснюють операції з фінансовими активами і грошовими коштами з терміном обігу понад рік, хоча за економічним призначенням РФК є частиною (складовою) фінансового ринку, який об'єднує

ринок капіталів і ринок грошей. Кожен із розглянутих критеріїв – складне багатофункціональне явище, що відображає той чи інший аспект фінансових відносин з огляду на конкретні обставини.

У підсумку варто відзначити, що новітні підходи до філософії бізнесу, в ролі якої виступають "глобальні фінанси", потребують визнання того, що коли темпи фінансових інтеграційних процесів випереджають наукові дослідження, виникає загроза кризових ситуацій в економіці. Отже, теоретичні дослідження структури ринку фінансового капіталу потребують суттєвих перманентних коректив з урахуванням адекватності розвитку, зокрема, міжкорпоративної електронної комерції (B2B – бізнес–бізнес, B2C – комерційні відносини бізнес–споживач) чи віртуальної приватної мережі (VPN – Virtual Private Network – дає банкам змогу об'єднувати філії в єдину мережу для забезпечення проходження всіх корпоративних інформаційних потоків).

Оскільки фінансовий капітал є капіталом у грошовій формі, то в процесі його обігу відбувається мобілізація як грошових коштів, так і виражених у грошовій формі часток матеріальних, нематеріальних і фінансових активів, що перебувають у розпорядженні виробничих структур та фінансових установ. Зокрема, згідно із Законом України "Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг" № 2664-III від 12 липня 2001 р. до фінансових активів відносять кошти, цінні папери, боргові зобов'язання та право вимоги боргу, що не віднесені до цінних паперів. Можна зробити узагальнення: якщо реальні активи беруть участь у створенні матеріальних благ, то фінансові активи – це права на можливе отримання згаданих благ частково або в повному обсязі. Отже, фінансові активи опосередковують розподіл між інвесторами прав власності на реальні активи. С. Павлов зауважив, що ці активи є титулами власності на реальний капітал, відображають "дублікат, тінь цього капіталу", так абсорбуючи надлишковий капітал, за величиною порівнянний до всього реально діючого капіталу [328, с. 10]. Таким чином, у процесі функціонування ринку фінансового капіталу виникає сукупність економічних та правових грошових відносин між його учасниками в процесі

купівлі-продажу фінансових активів під впливом попиту та пропозиції. Варто зауважити, що в законодавчих актах при визначенні поняття "фінансова послуга" увага акцентована не лише на проведення учасниками ринку самої операції з фінансовими активами, а й на доцільності "отримання прибутку або збереження реальної вартості фінансових активів".

Слід підкреслити, що обіг фінансових активів відображає рівень економічного розвитку країни, тому тісно взаємопов'язаний із процесами інтеграції виробничої та фінансової систем. Водночас становлення національної економіки кожної країни має особливості, що суттєво впливають на структуру РФК. Саме у США і Великій Британії розвиток інститутів спільного інвестування сприяв поступовому зниженню впливу банківського сектору, а обсяги ринків акцій стали перевершувати обсяги операцій ринків державних і корпоративних облігацій. Порівняно зі США та Європою стриманішим є ставлення до активізації обігу фінансових активів у Японії, де традиційно зберігається висока норма заощаджень населення. Оскільки Україна обрала європейську модель розвитку, то доцільно розглянути інструменти сфери фінансових послуг [353, с. 90], подані на рис. 1.4.

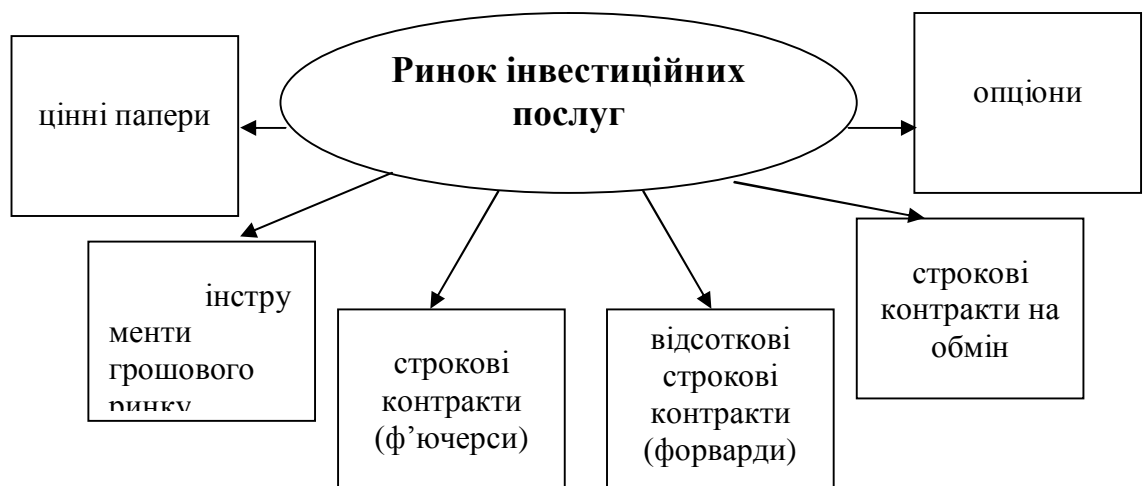


Рис. 1.4. Схема ринку інвестиційних послуг у Європейському Союзі

Загалом у Європейському Союзі ринок включає наступні інвестиційні послуги: 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) відсоткові строкові контракти (форварди); 5) строкові контракти на обмін (на певну дату в майбутньому) при залежності ціни від процентної ставки, валютного курсу чи фондового індексу (відсоткові, курсові чи індексні свопи); 6) опціони, що надають право на купівлю чи продаж будь-якого зі зазначених інструментів, у т. ч. тих, що передбачають грошову форму оплати, наприклад, курсових і відсоткові опціонів. Зокрема, до цінних паперів належать: акції та подібні цінні папери; облігації й інші боргові зобов'язання; будь-які цінні папери, що підлягають обігу і дають право придбати перераховані цінні папери шляхом передплати чи обміну, крім технічних документів та деривативів небіржового походження.

В Україні у процесі адаптації законодавства до європейських стандартів, у сфері господарювання використовують такі види цінних паперів: акції, облігації внутрішніх та зовнішніх державних позик, облігації місцевих позик, облігації підприємств, казначейські зобов'язання, ощадні сертифікати, векселі та інші цінні папери, передбачені законодавчими актами. До основних характеристик цих цінних паперів можна віднести стандартизованість, обіговість і серійність. Отже, на фінансовому ринку за призначенням є в обігу наступні фінансові інструменти: інструменти власності (прості акції, привілейовані акції), інструменти позики (інструменти боргу (облігації, ощадні сертифікати, казначейські зобов'язання, векселі та інші), кредитні інструменти) й похідні фінансові інструменти. Зокрема, акцією визнають цінний папір без встановленого терміну обігу, що засвідчує часткову участь у статутному фонді акціонерного товариства, підтверджує членство в цьому товаристві та право на участь в управлінні ним, дає право її власникові на отримання частини прибутку у вигляді дивіденду, а також на участь у розподілі при ліквідації товариства. Акції можуть бути іменними та на пред'явника, привілейованими і простими. Розширення функціонування акціонерної форми діяльності підприємств зумовлює зростання фінансового капіталу в процесі подальших емісій цінних паперів, а також за рахунок можливості підвищення

курсів акцій. Т. Владігеров зауважив, що "нагромадження фіктивного капіталу сприяє зростанню фінансового капіталу" [134, с. 7]. Відповідно облігація – це цінний папір, що засвідчує внесення її власником грошових коштів і підтверджує зобов'язання відшкодувати йому номінальну вартість цього цінного паперу в передбачений у ньому термін із виплатою фіксованого відсотка. В обігу перебувають два основних типи облігацій: процентні та безпроцентні. Загалом суб'єкти господарювання використовують згадані цінні папери для поточних операцій (розрахунків), отримання інвестиційного доходу і залучення капіталу.

Важливо зазначити, що належне місце в економічному процесі займає вексель – письмове боргове зобов'язання встановленої форми, який дає його власникові (векселедержателю) право вимагати від позичальника (векселедавця) сплати у вказаний термін зазначеної суми грошей. Сучасне вексельне право формувалося поступово, враховуючи досвід, нагромаджений упродовж багатьох століть, оскільки векселі почали використовувати зі середини XII ст. у Південній Італії. У світовій фінансовій практиці багато угод здійснюють за допомогою залучення саме векселів, зокрема, у торгівлі – 90% товарних угод, проте є й певні розбіжності в умовах їхнього використання як між сферами економіки, так і між країнами. Підписання міжнародних угод і протоколів про спільну діяльність у сфері міжнародного приватного вексельного права сприяє врегулюванню правових проблем у товарному обігу між країнами, що мають різні законодавчі положення. Вважають, що вексельний обіг можна успішно використовувати як засіб конкурентної боротьби. Відповідно ширше використання векселів в умовах кризових ситуацій зумовлене економічною доцільністю, оскільки банки значно зменшують обсяги активних операцій кредитування суб'єктів господарювання. Загалом, вексельні відносини доволі завуальовані – взаємозобов'язання не оголошують, вони "приховані від сторонніх спостерігачів", тому зручні з огляду безпеки і конфіденційності.

Процес глобалізації економіки сприяв розвитку міжнародного ринку цінних паперів. В. Мусатов у праці "Міжнародна міграція фіктивного капіталу" зазначив, що функціонування фінансового капіталу тісно переплетене з "інтернаціоналізацією фіктивного капіталу – основою системи панування, яку створює фінансовий капітал" [310, с. 3–4]. При цьому на початковому етапі відбувається перерозподіл надмірно нагромадженого капіталу в промислово розвинених країнах. Тому залучення в обіг євроакцій та єврооблігацій сприяло прискоренню розвитку світового фінансового ринку. Оскільки національні ринки фінансових активів функціонують у тісному взаємозв'язку, то випуск єврооблігацій сприяє переплетенню ринків і формуванню структур первинного і вторинного ринків єврооблігацій, що розвиваються паралельно. Так, на ринку єврооблігацій інвестори залучають 50–65% облігаційних позик (до речі, ще у 1980-х рр. на цьому ринку доволі успішно конкурували європейські банки, а з 2002 р. – Центральний Європейський Банк). Типовим прикладом залучення нових джерел фінансування є створення ринку середньотермінових єврокредитів, який доповнює ринки короткотермінових єврокредитів для європозик. Зокрема, середньотерміновий кредит рол-овер видають на 3–6 місяців і передбачають періодичне поновлення угоди впродовж 8–10 років із оплатою за плаваючою відсотковою ставкою. Вагомим доповненням є відновлювані передплатні привілеї, за яким позику можна відновлювати кілька разів у межах визначеного терміну, а також метод фінансування шляхом "відкриття пакетів", у якому поєднані єврокредитування, закордонні емісії облігацій, інші види надання позик. Банки включають єврокредити у систему проектного фінансування, яке стосується потужних об'єктів (виробництв і технологій), що передбачає погашення кредиту з прибутків новозбудованих підприємств.

Загалом же багато похідних цінних паперів є продуктами фінансової інженерії (financial engineering), яка становить процес створення й розробки цінних паперів із певними властивостями, що задовольняють потреби інвесторів. З цієї точки зору цінні папери доцільно розглядати як сукупність

(різні можливості ризиків) грошових надходжень, котру можна диверсифікувати відповідно до потреб торговців цінними паперами і розвитку світової мережі Інтернет. "Інженерні" розробки нових фінансових продуктів дають змогу створювати цінні папери з передбачуваними показниками ризику⁷. При цьому фінансова інженерія спирається на розпакування цінних паперів (unbundling), тобто на поділ грошових надходжень від одного цінного паперу для створення кількох нових цінних паперів. Використовують також пакування цінних паперів (bundling) – об'єднання різних видів цінних паперів у один комбінований цінний папір. К. Уолш зауважив, що поняття "фінансова інженерія" протягом останнього часу набуло неабиякої популярності, його особливо часто застосовують у схемах, які дають змогу підвищити прибуток акціонерів за умов незмінного прибутку компанії [259, с. 190].

Зв'язки національних ринків фінансових активів зі світовою економікою виявляються у взаємозв'язку провідних країн, тому реорганізація механізму торгівлі цінними паперами зумовлена й розширенням комерційних операцій у світовій мережі Інтернет. Крім Інтернет-трейдерів – "електронних трейдерів" – у мережі Інтернет діють інвестиційні банки: Wit Capital (Wit Capital, який створив Ендрю Кляйн, ще у 1995 р. вперше розмістив в Інтернеті цінні папери пивоварної компанії), E* Offering, W. R. Hambrecht. Відомі інвестиційні банки пропонують первісне розміщення акцій (IPOs) в Інтернеті за допомогою "електронних брокерських операцій". Проте онлайніві інвестори не поспішають купувати IPOs і зважено підходять до пропозицій⁸. Отже, відкритим залишається питання, чи стануть онлайніві інвестори настільки ж надійними покупцями IPOs-акцій, як інституційні інвестори.

Таким чином, активізація операцій із фінансовими активами у результаті розвитку електронної інженерії та зростання обсягів емісії і розміщення цінних

⁷ Наприклад, корпорація Chubb за допомогою потужного інвестиційного банку Goldman Sachs об'єднала в один комбінований цінний папір три види первинних цінних паперів – акцію, облігацію і привілейовану акцію. Корпорація випускає привілейовану акцію, яку власник може перетворити на просту, що підлягає обміну на конвертовану акцію за бажанням компанії, тобто цей цінний папір поєднує властивості привілейованої акції з можливостями інших цінних паперів.

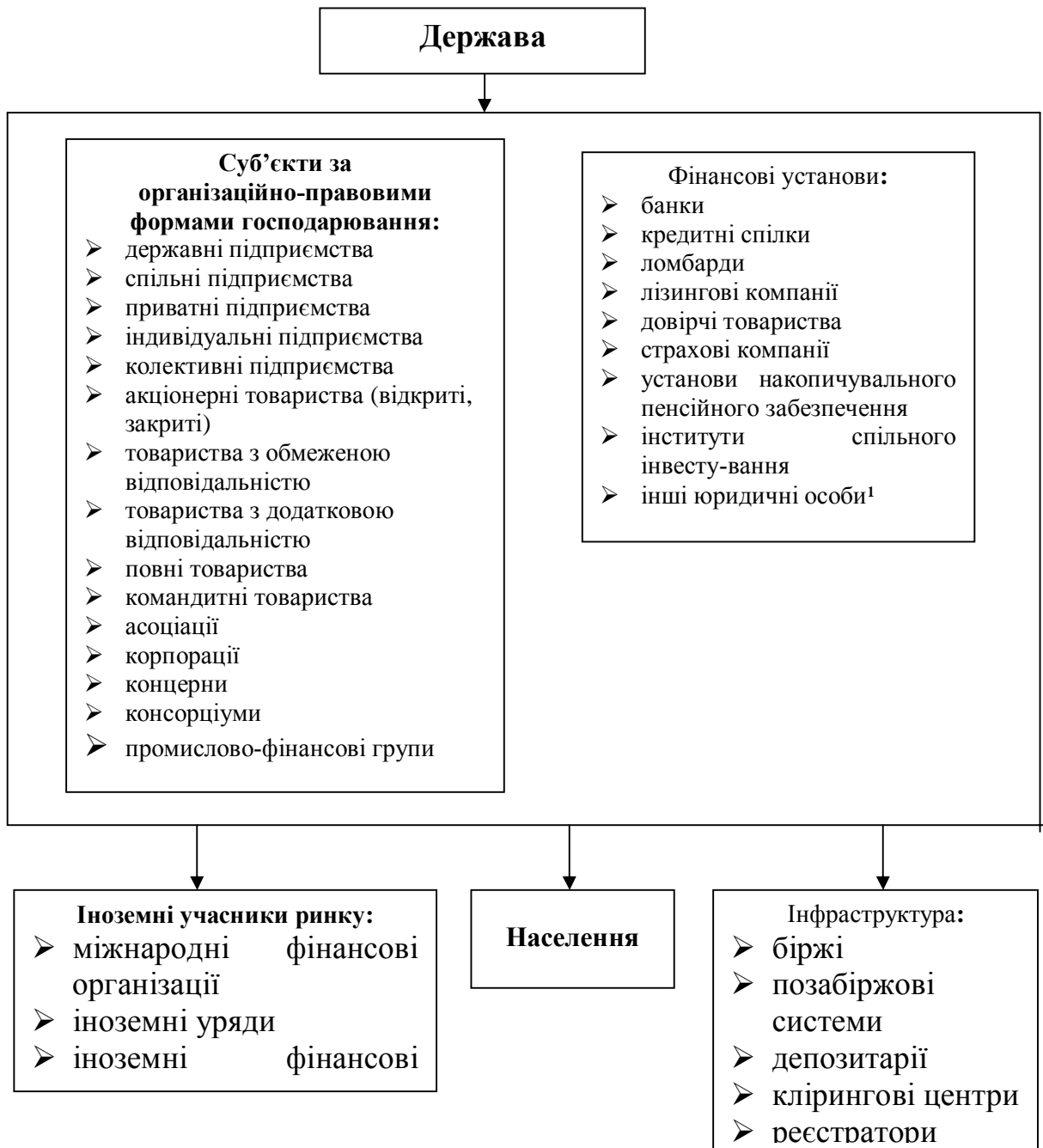
паперів сприяє становленню інтегрованих фінансових ринків. З одного боку, міжнародний обіг цінних паперів – це доволі складна технічна процедура, що залежить від багатьох факторів і тенденцій розвитку світової економіки. Тому фінансові установи, які набули достатній досвід роботи на національному ринку цінних паперів і є фінансово потужними, хоча не мають практики міжнародної діяльності, можуть зазнати суттєвих зовнішньоекономічних збитків. З іншого боку, новітні фінансові технології дають змогу з допомогою похідних фондових інструментів управляти наявними ризиками без традиційних обмежень у часі, просторі та інформаційному забезпеченні (відкритості й публічності інформації). Ці тенденції слід враховувати при узгодженні регуляторної політики на вітчизняному фінансовому ринку для запобігання можливим кризовим ситуаціям.

Саме тому структура ринку фінансового капіталу включає організаційно-правові форми, що опосередковують фінансові відносини, тобто це є сукупність систем та установ для обслуговування даного ринку. На нашу думку, структуру ринку фінансового капіталу можна розглядати як у вузькому, так і широкому сенсі. У вузькому сенсі основними учасниками (суб'єктами) ринку фінансового капіталу є виробничі структури та фінансові установи, а у широкому сенсі повніше й адекватніше сучасну структуру даного ринку можна схематично зобразити наступним чином (рис. 1.5).

Від узгодженості взаємозв'язків учасників ринку (насамперед держави), виробничих структур та фінансових установ залежить забезпечення доступності, швидкості обігу й зручності у використанні фінансового капіталу з метою отримання прибутку. Учасниками РФК є фінансові установи – оператори ринків фінансових послуг. Загалом до ринків фінансових послуг належать професійні послуги на ринках банківських, страхових та інвестиційних послуг, операцій з цінними паперами й інших видах ринків, що забезпечують обіг фінансових активів. Відповідно, до фінансових послуг

⁸ Приблизно 90% акцій IPOs скуповують інституціональні інвестори, а решту – VIP-клієнти інвестиційних банків. Відповідно, в процесі перепродажу зацікавлені посередники мають змогу отримати прибуток ("sprinkling") при продажу цих акцій у перший день торгів.

відносять наступні: торгівлю цінними паперами, довірче управління фінансовими активами, послуги у сфері страхування та накопичувального



¹ Єдиним видом діяльності яких є надання фінансових послуг.

Рис. 1.5. Структура ринку фінансового капіталу

пенсійного забезпечення, фінансовий лізинг, факторинг, залучення фінансових активів із зобов'язанням щодо наступного їхнього повернення,

надання коштів у позику (в т. ч. на умовах фінансового кредиту), надання гарантій та поручництв, кліринг й інші форми забезпечення розрахунків. Оскільки фінансові установи, віднесені до посередників, одночасно можуть мати статус емітентів фінансових активів та інвесторів, то вони взаємодіють майже з усіма учасниками інфраструктури: біржами, позабіржовими системами, депозитаріями, кліринговими центрами, реєстраторами, аудиторами, консалтинговими фірмами і рейтинговими агентствами.

Очевидним є те, що випуск та обіг фінансових активів тісно пов'язані з фондовим ринком, який є складовою фінансового ринку. Роль і значення фондового ринку в системі ринкових відносин широко висвітлені в економічній літературі. Так, О. Мозговий зазначив, що атрибутами фондового ринку є цінні папери різних типів, видів та різновидів, економічні суб'єкти, ринкова технологія, інфраструктура [306, с. 9]. О. Мендрул, І. Павленко вважають, що українська модель фондового ринку ґрунтована на конкретних правилах і процедурах, що охоплюють майже всі аспекти діяльності суб'єктів ринку [298, с. 22]. Якщо мати на увазі твердження, що синонімом поняття "фондовий ринок" є поняття "ринок цінних паперів", то прикладом ототожнення може слугувати й те, що "ринок цінних паперів – це реально існуючий ринок капіталу" [363, с. 7–9]. Отже, фондовий ринок становить систему відносин купівлі-продажу різних фінансових активів та фондових цінностей. На нашу думку, в процесі дослідження доцільно враховувати, що фондовий ринок є: 1) частиною ринку капіталів, де здійснюють емісію та купівлю-продаж цінних паперів; 2) сегментом фінансового ринку, на якому купують і продають усі види фондових інструментів, зокрема, цінні папери часткові (пайові) та боргові, первинні й похідні, коротко- і довготермінові; 3) сукупністю суспільних відносин, що виникають та діють щодо цінних паперів (у т. ч. державне, інституційно-правове та інше регулювання).

Сучасний фондовий ринок України розпочав становлення одночасно з аналогічними ринками інших постсоціалістичних країн. Загалом Закон України "Про цінні папери і фондову біржу" № 1201-XII від 18 червня 1991 р. не дає

чіткої класифікації фізичних та юридичних осіб – учасників фондового ринку, зокрема, фінансових посередників. Проте в законодавстві не було й заборони на торгівлю на дилерському ринку, а також не конкретизована роль банків на фондовому ринку. Все це не обмежувало основні засади розвитку ринку цінних паперів, тому стихійно розпочали діяти інвестиційні компанії та фонди, що мали дозволи і могли здійснювати операції з цінними паперами як на біржовому, так і на позабіржовому ринках.

Згідно із Законом України "Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні" № 448/96-ВР від 30 жовтня 1996 р. учасниками даного ринку є емітенти, інвестори та особи, які здійснюють професійну діяльність на даному ринку. Відповідно головними учасниками фондового ринку є емітенти – юридичні особи, котрі 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, котрі організують процес взаємодії між емітентами та інвесторами. Важливу роль у регулюванні й законодавчому забезпеченні фондового ринку відіграють держава, а також саморегульовані організації, що здійснюють ринкову оцінку законодавчих актів. Основними завданнями державних інституцій є наступні: сприяння становленню цивілізованого та безпечного фондового ринку; запобігання можливим ризикам; захист наявних і потенційних акціонерів. Фондові ринки поділяють на первинні та вторинні. Первинні ринки – це ринки залучення нового капіталу (розміщення вперше випущених цінних паперів). Вторинні ринки – це ринки обігу розміщених цінних паперів (акцій, облігацій, застав, різних видів позик тощо).

Важливу роль відіграють власне фондові біржі, які є типовими представниками організованого ринку цінних паперів, що функціонує на основі законодавчо визначених правил ведення такого виду торгівлі. Загалом фондова біржа – це акціонерне товариство, яке зосереджує попит і пропозицію цінних паперів, сприяє формуванню їхнього біржового курсу та діє відповідно до законодавства. В принципі до початку ХХ ст. вільна конкуренція забезпечувала

майже необмежене переміщення значних коштів із галузі в галузь через фондові біржі, оминаючи механізми державного регулювання. Фондовий ринок в Україні виник одночасно з початком діяльності Київської біржі, яка діяла у 1869–1914 рр. Хоча за статусом вона була товарною (в основному цукровою), проте здійснювала операції й на фондовому ринку. Загалом біржа протягом тривалого часу відігравала у світовій економіці (до ХІХ ст.), як правило, другорядну роль. Основні причини цього полягали в обмежених обсягах ринку цінних паперів (більшу частку становили державні цінні папери, а меншу – акції банків, промислових підприємств, залізничних компаній тощо) і недостатній розвиненості ринкових відносин (невелика кількість бірж, обмежена сфера їхньої діяльності, достатньо високі ставки комісій тощо), тому операції з цінними паперами, по суті, не мали суттєвого впливу на економіку. Поступово, у процесі становлення "фондового капіталізму" разом із короткотерміновими заставними (ломбардними) операціями, які здійснювали при наданні позичок тільки під фонди, що котируються на біржі, дедалі частіше кредити видавали під фонди, які мали реальну цінність – акції, облігації [264, с. 288]. Отже, фондові біржі наполегливо і логічно входили в єдину систему фінансових відносин, ставали важливим елементом цілісної економічної системи держави. Зокрема, нині у США діють кілька потужних фондових бірж (stock exchanges): загальнонаціональними вважають Нью-Йоркську фондову біржу (New York Stock Exchange – NYSE, або Big Board)⁹ й Американську фондову біржу (American Stock Exchange – Amex), регіональними – Бостонську (Boston), Тихоокеанська (Pacific) та інші фондові біржі. Одночасно розвивається і позабіржовий ринок – торгівля цінними паперами, що не мають відповідного допуску на фондові біржі. Так, через високі вимоги на фондових біржах до учасників торгів багато потужних корпорацій (Microsoft, Intel, Apple Computer, Sun Microsystems, MCI Communications) користаються послугами

⁹ NYSE – найбільша фондова біржа світу, де здійснюють 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 всіх фондових біржах.

позабіржового ринку цінних паперів NASDAQ, який став конкурентом для Нью-Йоркської фондової біржі. Саме тому частка угод на позабіржовому ринку з корпораціями, акції яких є у лістингу NYSE, зросла з 2,5% у 1983 р. до 8% у 1998 р. [113, с. 984].

Водночас біржові системи постійно вдосконалюють та видозмінюють стратегію діяльності, зокрема, відповідно до зміни потреб ринку фінансового капіталу: 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) застосовують сучасні системи комп'ютеризації біржової торгівлі, що дає змогу створювати новітні системи розрахунків, обмін інформацією щодо котирування у режимі реального часу; 4) тенденція міжнародної інтеграції сприяє поглибленню взаємодії (зокрема, взаємопроникненню) біржових систем, а також учасників і цінних паперів. Відтак зміцнення позицій світових фінансових центрів, у яких зосереджено основні грошові потоки, а також ланцюгові хвилі потужних злиттів та банкрутств операторів фондових бірж зумовило пошук компромісів в організації Світової фондової біржі (GEM) і активізації участі в даному процесі торговельних майданчиків Австралії, Токіо, Гонконгу, Мехіко, Сан-Паулу, Euronext (об'єднує біржі Парижа, Брюсселя, Амстердама) та інших країн. Інтеграційні процеси сприятимуть створенню цілодобового фондового ринку, об'єднанню найбільш ліквідних акцій компаній із різних країн у єдиний загальний лістинг, який пересувається з одного часового поясу в інший та регулюється за правилами того майданчика, де у даний момент відбуваються торги. Вартість цінних паперів, що є в обігу на Світовій фондовій біржі, становить понад 20 трлн. дол. США. Варто зауважити, що, оскільки в Україні фінансовий ринок недостатньо розвинутий і зорієнтований здебільшого на внутрішнього інвестора, то загальносвітові фінансові тенденції на нього впливають лише частково. До того ж, поки що не вдалося створити потужну біржову інфраструктуру, в технологічному плані адекватну торговим осередкам

промислово розвинутих країн. Вочевидь, що все це пов'язано не стільки з недосконалістю законодавства, а й з особливостями процесу приватизації та відповідною незацікавленістю певних посадових осіб у становленні цивілізованого фондового ринку, оскільки процес первинного нагромадження капіталу потребував "хаотичності" обігу цінних паперів.

Серед суб'єктів інфраструктури, які забезпечують обслуговування обігу фінансових активів, особливу роль відіграють: 1) позабіржові торговельно-інформаційні системи; 2) депозитарні установи (депозитарії, реєстратори, зберігачі), що здійснюють облік, збереження та фіксування переміщення цінних паперів від одного власника до іншого; 3) розрахунково-клірингові установи (розрахункові палати, спеціалізовані відділи при біржах), що здійснюють платежі щодо операцій у межах власне ринку цінних паперів.

Міжнародна практика свідчить, що досягнення необхідного кредитного рейтингу та якість прийняття рішень учасниками ринку фінансового капіталу залежать від прозорості інформації і стратегічної визначеності їхньої діяльності. Оперативний обмін інформацією між фінансовими установами, суб'єктами господарювання та фізичними особами потребує повноти й достовірності інформаційних ресурсів та нової інформативної культури¹⁰. Проте розголошення конфіденційної інформації може спричинити небажані зміни на ринку, тому при ринковій дисципліні необхідний особливий підхід до прозорості фінансової інформації. Цивілізований розвиток аудиту та консалтингових послуг має сприяти зменшенню можливих порушень на ринку¹¹. Механізм розвитку аудиту і консалтингових послуг в Україні складний та одночасно ефективний процес, оскільки ці послуги пов'язані з товаром, що має значну комерційну цінність (інформаційне забезпечення), а також від

¹⁰ Відомий вітчизняний інформаційно-аналітичний центр "Ліга" забезпечує функціонування мережі ділової інформації ЛІГАБізнесІнформ і формування єдиного інформаційного простору (60 тис. постійних користувачів; www.liga.net).

¹¹ До відомих учасників вітчизняного ринку аудиторських і консалтингових послуг належать й міжнародні компанії (їх ще називають "великою п'ятіркою"): американська Andersen, шотландська Ernst and Young, англо-голландсько-німецько-американська KPMG, американо-японська Deloitte and Touch, англо-американська

майстерного застосування цих послуг залежать безпека діяльності учасників РФК і зменшення можливих фінансових порушень.

Загалом становлення національного аудиту, консалтингу і послуг, суміжних із аудитом, збіглося з процесом приватизації, формуванням приватної форми власності, а також початком діяльності різних видів господарських товариств. До речі, саме акціонерні товариства нині є основними клієнтами аудиторських фірм. Для підтримки усталеної співпраці аудиторські компанії зацікавлені у наданні комплексних послуг – одноразових консультацій, абонентського обслуговування, проведенні семінарів із 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. Слід зазначити, що як вітчизняні аудиторські компанії, так і ті, які працюють під відомими міжнародними брендами, здійснюють заходи для запобігання професійним ризикам, що можуть призвести до втрати довіри до них. Основні проблеми, які систематично вирішують ці компанії, пов'язані з постійними змінами українського законодавства і складнощами у його трактуванні, а також з тим, що нема компромісів щодо діяльності міжнародних аудиторських компаній. Зокрема, теорія прийняття рішень передбачає наявність ризиків у будь-якій діяльності, тому Є. Гутцайт слушно, на наш погляд, зазначив, що питання про зумисне походження помилкового висновку має другорядне значення, – важливіший є факт помилки [171, с. 57], що, безумовно, стосується й аудиту.

Власне добровільно замовляють аудит учасники ринку фінансового капіталу, які відповідно до виробничо-фінансової стратегії працюють із іноземними компаніями і мають справу з іноземними кредитами та інвестиціями, а також розміщують цінні папери за кордоном¹². Вони зацікавлені

PriceWaterhouseCoopers, а також українські компанії – "Київська аудиторська група", "Аналітик-Аудит", "АП і Л".

¹² Із міжнародними аудиторськими компаніями співпрацюють також підприємства, у статутному капіталі яких є іноземна частка, або у випадках, коли вони отримали іноземні кредити. Зокрема, Світовий банк надав кредит відкритому акціонерному товариству "Київенерго" за умови обслуговування в аудиторській компанії Andersen.

в підтвердженні стабільності фінансового стану з метою залучення у сферу своєї діяльності інших суб'єктів господарювання. У результаті аудиторські компанії розробляють систему управління фінансовими ресурсами учасників РФК, забезпечують необхідними інформаційними технологіями та корпоративними інформаційними системами. Зазначимо, що у дійсності процедура внутрішнього аудиту підприємств є недосконалою, оскільки більшість із них не створює відповідних контрольних відділів (на відміну від банків) і не здійснює комплексних перевірок фінансово-господарської діяльності структурних підрозділів. На практиці це свідчить про те, що не застосовують технології сучасного фінансового менеджменту, а у більшості випадків – про незацікавленість засновників та основних акціонерів у внутрішньому аудиті. Отже, часто діяльність спостережних рад та ревізійних комісій акціонерних товариств є відверто декларативною. Оскільки у сучасних умовах нема законодавчих норм, що забезпечували б юридичну незалежність проведення внутрішнього аудиту від впливу керівництва підприємства, тому варто звернутися до досвіду Інституту міжнародних аудиторів (Institute of International Auditors, ІА), який установив етичний кодекс поведінки внутрішніх аудиторів, підготував стандарти щодо професійної практики ведення внутрішнього аудиту та положення зі стандартів внутрішнього аудиту. Крім того, основне завдання цих заходів – усунення ризиків прийняття непрофесійних рішень.

Зрозуміло, що іноземні потужні фінансові установи і корпорації перш, ніж вкласти значні інвестиції в економіку іншої країни, звертаються до консалтингових фірм чи спеціальних компаній-дистриб'юторів, які спочатку ретельно вивчають економічну ситуацію, а потім відповідно з відпрацьованими схемами здійснюють на початках цільові інвестиції у систему внутрішньої корпоративної торгівлі. Зокрема, вони досліджують усі можливості не тільки управління підприємством, а й досягнення цілковитого контролю над ним. Як правило, промислові корпорації, котрі приходять на український ринок, здійснюють не лише вкладання капіталу в підприємства, сумісні щодо

технологічного циклу, а й впроваджують передові технології, ноу-хау, досвід і забезпечують доступ до освоєних ринків збуту. Зрозуміло, що інвестори вимагають достатньо кваліфікованої й відповідальної оцінки від як аудиторських, так і консалтингових компаній.

Зазначимо, що у процесі поетапного становлення ринку фінансового капіталу не просто відбувається розвиток економічних відносин, а змінюється й структура і започатковуються якісно нові перетворення у відносинах між його учасниками. Оскільки лише в динаміці чітко проявляються як кількісні, так і якісні зміни, то підходи до подальшого ґрунтовного наукового дослідження розташовані не в довільному порядку, а у логічній послідовності, в якій вони внутрішньо і зовнішньо взаємопов'язані між собою, тому єдина субстанціональна основа відображає основний зміст історичного процесу виникнення, існування та розвитку ринку фінансового капіталу.

Висновки до розділу 1

За результатами дослідження теоретичних аспектів сутності ринку фінансового капіталу на основі багатостороннього системного підходу можна зробити наступні висновки.

1. Дослідження економічної суті капіталу дало змогу запропонувати комплексний підхід до розгляду капіталу: поняття "капітал" багатозначне, і для визначення його сутності використовують різні терміни; з огляду на матеріально-речову форму капітал є вторинним фактором виробництва; розглядаючи капітал, слід враховувати не лише грошові кошти, а й усі види активів, оскільки матеріальні, нематеріальні та фінансові активи здатні давати доходи власникам або сприяти їх отриманню; доцільно виокремлювати поняття категорії "капітал" як на макроекономічному, так і на мікроекономічному рівнях.

2. Складність і багатогранність економічної категорії "капітал" впливає й на визначення поняття "фінансовий капітал". Встановлено, що в умовах

об'єктивної інтегрованості фінансово-кредитних відносин це поняття варто досліджувати як якісно нову форму капіталу, в якій поєднана власність на промисловий і банківський капітал, проте це не нівелює відмінності між згаданими видами капіталів, і вони продовжують функціонувати самостійно.

3. У більшості випадків трактування суті фінансового капіталу зводять до "грошового капіталу"; "капіталу у формі грошових коштів"; "вираженої у грошовій формі вартості сукупних коштів підприємства", тобто розглядають на мікроекономічному рівні з точки зору функціонування окремих підприємницьких структур. Запропоновано по-новому сформулювати визначення поняття "фінансовий капітал".

4. Дослідження тенденцій нагромадження фінансового капіталу в різноманітних зв'язках і залежностях дає змогу виявити основні закономірності розвитку фінансового капіталу. Головними напрямками нагромадження промислового капіталу є: виробниче нагромадження, невиробниче нагромадження і нагромадження резервів. Концентрація виробництва і нагромадження промислового капіталу впливають на концентрацію й централізацію банківського капіталу.

5. Для вивчення механізму функціонування ринку важливе питання класифікації ринків, яке є дискусійним і недостатньо висвітленим в економічній літературі. Особливу увагу приділено ринкам грошей, капіталів та цінних паперів, які є складовими фінансового ринку. Фінансовий ринок складається з взаємозалежних і взаємодоповнюючих один одного, але окремо функціонуючих ринків. Він належить до категорії складних ринків, оскільки включає деякі ринки, на яких перебувають в обігу однорідні фінансові або матеріальні активи. Водночас ринки, що належать до фінансового ринку, можуть входити до об'ємніших ринків.

6. Ринок капіталів є складовою фінансового ринку. Для ґрунтовнішого наукового дослідження мобілізації фінансового капіталу виокремлено поняття "ринку фінансового капіталу". З'ясовано, що інтегруюче значення ринку фінансового капіталу полягає у тому, що він формується відповідно до

властивих йому тенденцій розвитку і зрівноважує вплив регульованого державою сектору ринку, на якому застосовують державні боргові зобов'язання, з приватним сектором, який характерний інтегруванням промислових і фінансових установ, спричиненим потребами забезпечення доступності та швидкості руху фінансового капіталу.

7. У світовій економіці простежуються процеси глобалізації, стійка тенденція взаємопроникнення фінансового капіталу, що суттєво впливає на стан та перспективи розвитку національних економік. Функціонування ринку фінансового капіталу слід розглядати не лише у вузькоприкладному конкретно-економічному напрямку, а й у загальнотеоретичному – як цілісної системної структури. Врахування цих взаємозв'язків важливо для глибшого вивчення економічних відносин у процесі руху фінансового капіталу. Для цілісного відстеження руху фінансового капіталу запропоновано виокремити первинний та вторинний ринки фінансового капіталу.

8. Подальшого розвитку в дисертації набуло дослідження ринку фінансового капіталу в економічній системі держави, яку визначено як складну динамічну систему, що охоплює процеси виробництва, обміну, розподілу і споживання матеріальних благ у суспільстві. На основі цього акцентовано увагу на розвитку ринку фінансового капіталу з урахуванням впливу ієрархічних рівнів управління, децентралізації, багатомірності та віртуалізації в умовах формування мережових структур в економіці, що потребує відповідного впорядкування цілей, завдань, повноважень і напрямів діяльності учасників цього ринку.

9. Дослідження ринку фінансового капіталу через призму руху фінансових активів дало змогу виокремити основоположні чинники його становлення: розвиток ринку має характерні особливості у кожній країні залежно від конкретно-історичних умов, що згодом відображається у його структурі та зумовлює відповідний вплив на економічні процеси в суспільстві; у процесі ринкової інтеграції поступово зникає якісна самостійність виробничої

й фінансової сфер, вони стають елементами цілісної системи промислово-інвестиційної діяльності.

10. Функціонування ринку фінансового капіталу потребує адекватної цілісної, стійкої і впорядкованої структури, яка розвивається й удосконалюється з урахуванням поточних та майбутніх потреб його учасників. Розвиток ринку фінансового капіталу варто розглядати як єдине ціле з урахуванням того, що найважливішим методологічним принципом дослідження цього ринку служить цілісність системи фінансових відносин, особливістю котрої – специфічний спосіб взаємозв'язку та взаємодії її складових елементів.

11. Учасниками ринку фінансового капіталу є держава, суб'єкти за організаційно-правовими формами господарювання, фінансові установи, фізичні особи, фінансова інфраструктура і міжнародні фінансові організації. Від узгодженості взаємозв'язків між учасниками ринку залежить забезпечення доступності, швидкості обігу й зручності у використанні фінансового капіталу з метою отримання прибутку.

12. Привабливість ринків оцінюють з урахуванням конкурентоспроможності його учасників. Узгодження принципів, норм і правил поведінки учасників ринку фінансового капіталу сприятиме вибору оптимальної стратегії їхньої багатовекторної взаємодії в умовах інтеграції у глобальному економічному середовищі. Скоординована діяльність учасників залежить від наявності чіткої концепції розвитку ринку фінансового капіталу і спроможності використовувати новітні фінансові інструменти.

Основні результати розділу опубліковано у наукових працях: [35, 46, 47, 49, 55, 56, 63, 64, 65, 66, 70, 71, 72, 75, 79, 87, 88].

РОЗДІЛ 2

ТЕНДЕНЦІЇ РОЗВИТКУ РИНКУ ФІНАНСОВОГО КАПІТАЛУ В ЕКОНОМІЧНІЙ СИСТЕМІ УКРАЇНИ

2.1. Організаційно-правові та інституційні засади формування і розвитку ринку фінансового капіталу в економічній системі України

У процесі дослідження різних етапів становлення та функціонування ринку фінансового капіталу в межах світового процесу суспільного відтворення важливо застосувати поступальний історичний підхід з урахуванням особливостей розвитку економічної системи держави. Фінансовий капітал поступово розширював сферу свого функціонування і став матеріальним важелем діяльності багатьох державних і приватних суб'єктів господарювання, тому дана проблематика не є породженням сучасної економічної думки, а має глибокі історичні корені. Так, із 1860-х рр. в Україні почалося промислове пожвавлення, а 1870–1890-і рр. стали періодом становлення фабрично-заводської промисловості, що дає змогу для подальшого дослідження здійснити систематизацію у вигляді наступних основних аспектів.

По-перше, діяльність акціонерних компаній (товариств) була ґрунтована на концесійній основі. Відповідно, кожне товариство отримувало спеціальний дозвіл державної влади Російської імперії у вигляді законодавчого акта.

По-друге, в процесі впровадження політики лібералізації у сфері економіки і змін у соціально-політичному устрої акціонерні товариства як суб'єкти підприємництва стають самостійнішими й незалежнішими. Промисловці відчують, 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.

По-третє, для господарської діяльності промислові підприємства повинні були мати достатньо основного й оборотного капіталу. На початках підприємцям вистачало своїх власних заощаджень (нагромаджень). "Становище підприємця було, – за висловленням Кніса, – атрибутом володіння" [384, с. 139–140]. Розвиток промисловості поступово зумовив потребу в постійно зростаючих обсягах кредитів. Банки загалом задовольняли промислові підприємства короткотерміновими кредитами, проте складною залишалася проблема забезпечення підприємств довготерміновими кредитами для збільшення основного капіталу. Її розв'язували двома способами: шляхом випуску облігацій і акцій.

Однак випуск облігацій був доступнішим для потужних підприємств, що мали достатню популярність і кредитоспроможність. Для їхнього випуску підприємства користувалися послугами банків, які й здійснювали емісію облігацій. Разом із тим операції з випуску та розміщення акцій (грюндерські операції) здійснювали приватні особи, які займалися засновницькою діяльністю. Вони перебирали весь клопіт щодо 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 першому десятилітті ХХ ст. в промисловості відбувся процес концентрації виробництва, що привело до зменшення кількості підприємств. Наприклад, у 1910 р. у нафтовій галузі число підприємств зменшилося з 344 до 254. Варто відзначити, що 15 найбільших із них видобували 75% галицької нафти. В 1905–1906 рр. в нафтовидобувній промисловості Галичини виникло 50 нових акціонерних компаній, у т. ч. канадсько-німецька "Галицько-Карпатське товариство" зі статутним капіталом 16 млн. крон, англо-австрійська компанія "Східниця" – 10 млн. крон, англійська компанія "Галичина" – 6 млн. крон [211,

с. 290–292]. Банки отримали додаткове джерело фінансування промислових підприємств у вигляді державних цінних паперів, що сприяло розвитку кредитної надбудови. Натомість до 1920-х рр. в Україні не було єдиної загальнодержавної промислової статистики, тому основними джерелами визначення фінансового стану банків і промислових підприємств слугували різноманітні відомчі матеріали фабричної інспекції, акцизного відомства та інших державних установ. Зокрема, у 1926 р. під час Всесоюзного промислового перепису обстежували синдикати, трести, заклади фабрично-заводської (цензової) промисловості, дрібні нецензові промислові заклади й кустарі¹³.

У даному контексті варто також зауважити, що в історичному аспекті банківська система в Україні розвивалася у тісному зв'язку з європейською і російською банківськими системами, більшість кредитних операцій здійснювали іноземні банкіри. Зокрема, на початку ХХ ст. вагоме місце в економіці західноукраїнських земель займав австро-угорський фінансово-банківський капітал: у Східній Галичині функціонувало десять філій Австро-Угорського державного банку та 14 філій приватних віденських і празьких банків [211, с. 290–292]. Так, Австро-Угорський державний банк "Вінер банк ферейн" та інші потужні іноземні банки вкладали значні капітали у розвиток лісопильної й деревообробної галузей промисловості Буковини. У той же час їхня роль особливо зросла напередодні та в період економічної кризи 1900–1903 рр., коли зазнали краху Львівський кредитний, Буковинський торговий й інші місцеві банки.

Натомість до ХХ ст. кредитні відносини за участю казенних і приватних банків не відігравали суттєвої ролі в мобілізації фінансового капіталу для організації мануфактурної промисловості, а банки видавали комерційні кредити під майже 10% річних. На початку минулого століття промислове піднесення, зростаюча концентрація промислового капіталу та створення синдикатів

¹³ За окремою статтею визначали частку державної промисловості, а також трестованої, кооперативної (власної й орендованої) і приватної (також власної й орендованої) [161, с. 29–35].

сприяли концентрації та централізації капіталів у банківській справі. Стрімке нагромадження фінансового капіталу призвело до загострення міжбанківської конкуренції й зацікавленості банків у залученні акціонерів (пайовиків), оскільки значно зріс попит і на вільні капітали. С. Ронін констатував, що "солідність банку й довіра до нього вкладників, при інших умовах залежали, головним чином, від величини його капіталу. Конкурентна боротьба, що точилася між майже рівними за силою суперниками, штовхала банки на шлях до об'єднання й злагоди" [361, с. 106].

У 1918 р. на базі націоналізованих приватних комерційних банків і колишнього Державного банку був створений Народний банк РРФСР (із 16 листопада 1921 р. – Державний банк РРФСР), що виконував функції єдиного кредитного, розрахункового і касового центру. У липні 1923 р. Держбанк РРФСР перетворений на Державний банк СРСР, який став слугувати "інтересам зміцнення" Союзу РСР. Слід зазначити, що у віснику "Державна статистика УРСР (її досягнення і перспективи) 1921–1925 рр." констатовано: система кредиту не брала безпосередньої участі в перерозподілі національного доходу, оскільки кредит, наданий окремим підприємствам та особам, створює відповідні зобов'язувальні відносини; але здійснюваний у цьому порядку перерозподіл грошей і матеріальних благ має велике значення для розвитку народного господарства й потребує спеціального вивчення у зв'язку з роботами зі складання балансу народного господарства [161, с. 69]. До речі, основними завданнями Державного банку Радянського Союзу були: забезпечення централізованого планового управління грошово-кредитною системою країни; підтримання стабільного грошового обігу та купівельної спроможності карбованця (рубля); координація і нагляд за діяльністю банків відповідно до законодавства.

Вочевидь, що становлення вітчизняного ринку фінансового капіталу розпочалося ще до проголошення незалежності України. Розклад соціалістичного ладу в 1990-х рр. зумовив залучення до світового фінансового ринку нових країн-учасниць. У цих умовах трансформаційні процеси охопили

країни, основними традиційними учасниками "фінансово-кредитного обігу" в яких були банки та державні промислові підприємства, а страхові організації (компанії) здійснювали свої функції в здебільшого відповідно до світових тенденцій розвитку страхової справи. І хоча економічні реформи загалом були спрямовані на формування ринків капіталу, праці та ресурсів, у кожній країні ці процеси відбуваються з урахуванням особливостей політичної, економічної і соціальної ситуацій, а також ефективності обраної стратегії економічних перетворень.

За таких обставин становлення принципово нової структури національної економіки, яка відповідає сучасним економічним вимогам, безпосередньо пов'язано з ринком фінансового капіталу. Оскільки формування ринкових відносин визначається економічною свободою, то розгляд особливостей ринку фінансового капіталу залежить від дії основних економічних законів (вартості, попиту та пропозиції тощо), визнання ринку як саморегульованої системи і розвитку інфраструктур ринкової економіки.

Необхідно підкреслити, що у 1990-х рр. в Україні на ринку фінансового капіталу вирішувалися наступні основні завдання: 1) оздоровлення фінансового стану господарського комплексу (реформа податкової системи, сприяння зростанню рентабельності підприємств); 2) спрямування фінансової політики на подолання інфляції (регулювання грошових нагромаджень суб'єктів господарювання, домогосподарств і заощаджень населення); 3) становлення інституту фінансового посередництва. Особливу увагу приділяли здійсненню заходів, спрямованих на економіко-правове та інституційне забезпечення функціонування ринку фінансового капіталу (таблиця 2.1).

Варто зауважити, що хоча законодавство з питань функціонування ринку фінансового капіталу вдосконалюють уже понад п'ятнадцять років, фактично структуризована нормативна база стосовно різних аспектів діяльності його учасників сформувалася лише у 2001–2005 рр.

Важливо зазначити, що історично ринок фінансового капіталу – це складна система взаємозв'язків потужних фінансових установ із нефінансовими

Особливості становлення ринку фінансового капіталу в Україні

1992–1994 рр.	1995–1998 рр.	1999–2005 рр.
Державні установи		
Перехід до нових принципів формування державного бюджету. Збільшення дефіциту бюджету і звуження до-хідної частини державного бюджету. Фінансування де-фіциту за рахунок грошової емісії. Формування держав-них позабюджетних фондів.	Фінансування дефіциту бюд-жету шляхом залучення зов-нішніх кредитів і випуску ОВДП. Активізація антиінф-ляційної політики. Досягнення макроекономічної фінансової стабілізації згідно зі стандартними рекомендаціями монетаристської політики.	Розширення дохідної частини бюджету. До-сягнення профіциту бюджету. Забезпечення стабільного обслугову-вання зовнішнього бор-гу. Підготовка і поетап-не проведення податко-вої реформи.
Сектор нефінансових підприємств		
Зниження рентабельності виробництва. Зростання не-платежів, збиткових підпри-ємств, бартерних операцій. Втрата підприємствами власних оборотних активів. Формування тіньової еконо-міки.	Державні заходи спрямовані на зниження рівня інфляції. Поси-лення правового регулювання господарської діяльності.	Оздоровлення фінансо-вого стану суб'єктів господарювання. Зни-ження заборгованості й неплатежів, взаємозалі-ків.
Сектор фінансових установ		
Створення комерційних банків, ринків корпора-тивних і державних цінних паперів. Зростання фінан-сових пірамід. Інтеграція банківського і промислового капіталу. Відкриття каналів вивезення капіталу.	Залучення на фондовий ринок іноземних портфельних інвес-торів. Нарощування операцій з ОВДП. Введення НБУ нової грошової одиниці – гривні.	Зменшення кількості комерційних банків. Зростання золотова-лютних резервів НБУ. Формування і моніто-ринг фінансового рин-ку.
Домашні господарства		
Зниження реальних доходів і купівельної спроможності населення внаслідок лібера-лізації цін та інфляції. Знецінення заощаджень на-селення. Збільшення частки заощаджень в іноземній валюті (поза банківською системою). Зростання дохо-дів від підприємницької ді-яльності.	Стабілізація рівня реальних до-ходів населення. Індксація за-робітної плати в бюджетних установах і розміру державних пенсій.	Розширення економіч-ної бази формування заощаджень у процесі поліпшення макроеко-номічних показників. Зростання довіри насе-лення до банків.

корпораціями, тому економічно закономірною є взаємозалежність держави і фінансової індустрії. М. Туган-Барановський зауважив, що дедалі більше об'єднання капіталу в господарські організації "викликає деякі хворобливі явища, до котрих не повинна байдуже ставитися суспільна влада" [412, с. 140].

Тому узгодження інтересів на різних фазах економічного розвитку призводить до відповідних змін у характері й напрямку економічних дій і заходів державної влади. Слід підкреслити, що реальне державне регулювання фінансової сфери та підприємництва в економічній теорії не ігнорували ніколи, але трактували залежно від діючого соціально-політичного ладу.

Загалом розвиток фінансового ринку залежить від дієвості політики реального протекціонізму щодо національних суб'єктів господарювання. Значною мірою система економічно-правових заходів, спрямованих на захист фінансового капіталу, передбачає використання протекціонізму – економічної політики держави, спрямованої на заохочення розвитку національної економіки та обмеження впливу іноземної конкуренції. Переважно протекціоністські заходи здійснюють із допомогою встановлення високих митних зборів на ввезення іноземних товарів, обмеження чи повної заборони ввезення певних товарів і надання субсидій національним промисловим підприємствам. Зокрема, С. Домінік слушно зазначив, що в умовах "нового протекціонізму" економіки країн мають бути конкуруючими, а не взаємодоповнюючими одна одну [369, с. 280–281].

Оскільки у більшості країн намітилася тенденція широкого застосування державного протекціонізму, то зі середини 1970-х рр. економічна політика колишнього СРСР була спрямована на забезпечення більшої самостійності (господарського розрахунку) підприємств та підвищення ефективності використання фінансової системи. Разом з тим на практиці виникали труднощі, зумовлені незбалансованістю доходів та видатків державного бюджету, неефективним використанням значних фінансових ресурсів на підприємствах і

тим, що нема реальних інвестицій для розвитку конкурентоспроможної економіки¹⁴.

Зрозуміло, що становлення ринкової економіки в постсоціалістичних країнах пов'язано зі здійсненням ліберальної політики у фінансовій сфері та підприємницькій діяльності, приватизацією державної власності й забезпеченням макроекономічної стабілізації. З таких позицій країни з перехідною економікою Східної Європи можна умовно поділити на дві групи: перша – країни, що розпочали ринкові перетворення за умов соціалізму (1950–1980 рр.), тому моделі їхнього розвитку адекватно враховували переваги капіталістичного і соціалістичного типів господарювання (Югославія, Угорщина, Польща, Чехословаччина); друга – країни, що 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 промислово розвинутих країн з урахуванням особливостей національних економік для переходу на ринкові засади.

Врешті, суть механізму державного управління ринковими процесами полягає у використанні саме системи економічних регуляторів (а не командно-адміністративних). Таким чином, регулювання ринку державою охоплює бюджетно-податковий механізм, фінансово-кредитну систему, ціноутворення тощо. Водночас важливими етапами розвитку ринкової економіки у країнах Східної Європи стало посилення контролю держави за емісією та зміцненням національних грошових одиниць (проведення дієвої монетарної політики), впровадженням єдиної системи оподаткування незалежно від форм власності (уніфікація податкової системи), створенням

¹⁴ У своїх дослідженнях деякі економісти відзначали однорідність категорій фінансів і кредиту, тому пропонували формулювання "фінансовий механізм" на відміну від поширеного "фінансово-кредитний механізм". Відповідно, фінансовий механізм трактували як планомірно організовану систему заходів, спрямованих на використання об'єктивно існуючих грошових відносин в інтересах розвитку суспільного виробництва у тісній єдності з принципами господарського розрахунку [426, с. 3]. С. Юрій у монографії "Спільне підприємство: фінанси, кредит, валюта" в процесі дослідження фінансово-кредитного механізму зазначив, що в умовах переходу до ринкової економіки відбувається якісна зміна впливу фінансових і кредитних важелів на процес відтворення [444, с. 140–144].

сприятливих умов для конкуренції (законодавчі обмеження діяльності монополістичних структур) і формуванням цивілізованого ринку фінансового капіталу.

Слід підкреслити, що сучасна наука відстежує особливості адаптації тенденцій кейнсіанського механізму (зміна відсоткової ставки, інвестицій, валового внутрішнього продукту (ВВП)) і монетаристського механізму (зміна сукупного попиту, ВВП) до широкомасштабних глобалізаційних процесів у світовій економіці. В економічній теорії використання критерію "ступінь індустріального розвитку суспільства" дало змогу виокремити розгляд наступних суспільних формацій: індустріальне, постіндустріальне і неоіндустріальне (інформаційне) [242, с. 2–10]. Варто зауважити, що Дж. Гелбрейт у праці "Нове індустріальне суспільство" зазначив, що на зміну ринковим відносинам прийде планування, оскільки індустріальне суспільство не сприймає стихійності ринку й конкуренції [172, с. 14]. Згідно з даною концепцією "зрівноваженої сили" між державою, фінансовими установами і корпораціями в майбутньому встановляться тісніші взаємозв'язки і взаємозалежність.

Таким чином, макроекономічні концепції державного регулювання (монетаризм, теорія раціональних очікувань, теорія "економіки пропозиції") особливу увагу приділяли інфляційним явищам, ринковим механізмам стабілізації, безробіттю тощо [188, с. 322–326]. Водночас у теоретичному аспекті неухильно зростає інтерес до висвітлення проблем фінансової сфери. З позицій модифікації кейнсіанської теорії нео- і посткейнсіанцями, зокрема, у дослідженнях одного з послідовників даного напрямку Ф. Арестіса можна простежити особливості фінансової індустрії в умовах глобалізації¹⁵. А у монографії Р. Хендерсона "Європейські фінанси" розглянуто застосування основних засад монетаризму в функціонуванні Європейського фінансового

¹⁵ Ф. Арестіс, проаналізувавши та узагальнивши твердження Дж. Кейнса, що за допомогою грошово-кредитної політики можна ефективно управляти грошовою масою, обґрунтував доцільність використання банківських кредитів для фінансування потреб оборотного капіталу і відповідну зацікавленість банків у залученні вільних коштів на фінансових ринках (wholesale financial markets) з урахуванням тенденцій розвитку світової економіки [446, с.185].

спільного ринку (EFСМ) та у розділі "Фінансові ринки: співпраця чи змагання" яскраво висвітлено основні принципи, що згуртували і мобілізували зусилля європейської спільноти для створення сприятливих умов введення євро [454, с. 172–185].

У даному контексті державний механізм економічного регулювання має сприяти запобіганню деформації об'єктивних ринкових процесів і відносин, а також враховувати чинники, які спричиняють піднесення і спади в економічному розвитку суспільства. Проте ринковій економіці властива циклічність економічного розвитку, зумовлена, зокрема, монетарними явищами; періодичними коливаннями обсягів виробництва і цін; впливом науково-технічного прогресу й обсягів інвестицій, що загалом сприяє створенню нових потужностей і зростанню зайнятості населення. Зокрема, Є. Воробйов виділив наступні стадії економічного розвитку: традиційне суспільство, стадія зрілості, стадія масового споживання, перехідне суспільство, інформаційна стадія і стадія зрушення [142, с. 28–32]. Відповідно 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.

Із таких позицій політика державного регулювання макроекономічного 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 відтворення, застосування прогнозування економічних та соціальних процесів). Тому в сучасних умовах зростає значення антициклічної політики держави (політики стримування), спрямованої на підтримку стабілізаційних економічних процесів у суспільстві. Загалом державне управління розвивалося одночасно з проведенням ринкових реформ і пошуком оптимальних методів регулювання економіки.

Таким чином, економічні методи державного регулювання ринку фінансового капіталу ґрунтовані на таких засадах: 1) визначення сфери діяльності, де ефективніший безпосередній державний контроль (зокрема, при впровадженні інноваційної моделі та перспективних цільових програм, розробці національних стандартів згідно з нормами міжнародного права); 2) оптимізація взаємодії управлінських (адміністративних) та економічних заходів державного регулювання національної економіки; 3) прогнозування результатів прийнятих господарських рішень загальнодержавного значення. Система регулювання ринку фінансового капіталу подана на рис. 2.1.



Рис. 2.1. Система регулювання ринку фінансового капіталу

Варто зауважити, що основні методи державного регулювання включають прямі (адміністративні) методи: ціни, заробітна плата, антимонопольне регулювання, координація зовнішньоекономічної діяльності; непрямі (економічні): індикативне планування та програмування;

бюджетно-податкова і грошово-кредитна політика. Загалом ці методи суттєво впливають на функціонування фінансового капіталу підприємницьких структур. У фінансовій сфері ефективність державного регулювання полягає у прийнятті зважених законодавчих актів та відповідних нормативних положень, спрямованих на забезпечення діяльності операторів ринку фінансового капіталу. Крім того, особливу роль відіграють саморегульовані організації, які створюють учасники даного ринку з метою координації діяльності, а також узгодження правовідносин із державними структурами.

Відповідно до Концепції регулювання фінансового ринку України передбачено наступні заходи щодо державної координації та нагляду: відповідальність учасників системи обслуговування даного ринку перед споживачами своїх послуг; створення умов для надання ефективних і недорогих послуг із обробки інформації; пом'якшення основних ризиків у системах обслуговування виконання угод щодо цінних паперів. Отже, на державному рівні здійснюють заходи, спрямовані на усунення операційних ризиків, мінімізацію затрат та підвищення ефективності функціонування фінансового ринку.

Для належної діяльності ринку фінансового капіталу слід обрати відповідний критерій управління (принцип регулювання) і створити інструменти управління (регулювання). Можна представити схему діяльності ринку фінансового капіталу з урахуванням взаємозв'язку фінансового капіталу підприємств, банківського капіталу, заощаджень і коштів населення (фізичних осіб), коштів держави (бюджетних асигнувань, державних інвестицій) та коштів міжнародних організацій на основі обробки експертних оцінок при цільовому прогнозуванні ефективності діяльності ринку фінансового капіталу. Застосуємо загальноприйнятий принцип регулювання–управління "за неузгодженістю", що у даному випадку відображають у наступному: ринок фінансового капіталу потребуватиме регулюючих дій, коли показники ефективності його діяльності (обрані критерії) відхиляються від заданих значень (рівнів значень). У загальному випадку завдання регулювання діяльності ринку фінансового

капіталу має багато критеріїв, тому скористаємося схемою із застосуванням графа-дерева цілей, оскільки саме вона дає змогу наочного пошуку регулюючих дій за наявності кількох критеріїв. Як правило, граничними значеннями показників ефективності діяльності ринку фінансового капіталу є їхні відповідники. Відхилення чи наближення до значень таких показників характеризує рівень ефективності РФК. Як регулюючі дії нашої схеми оберемо заходи, здійснення яких приводить до того, що контрольований критерій наближається до заданого рівня показників ефективності. Так, в основі графа (у корені дерева цілей) є ціль регулювання (мета управління) – початковий (нульовий рівень); потім визначаємо напрями діяльності (перший рівень), розгорнуті у піднапрями (другий та інші рівні) конкретних заходів. У нашому випадку маємо наступний граф (фрагмент дерева цілей) (рис. 2.2).

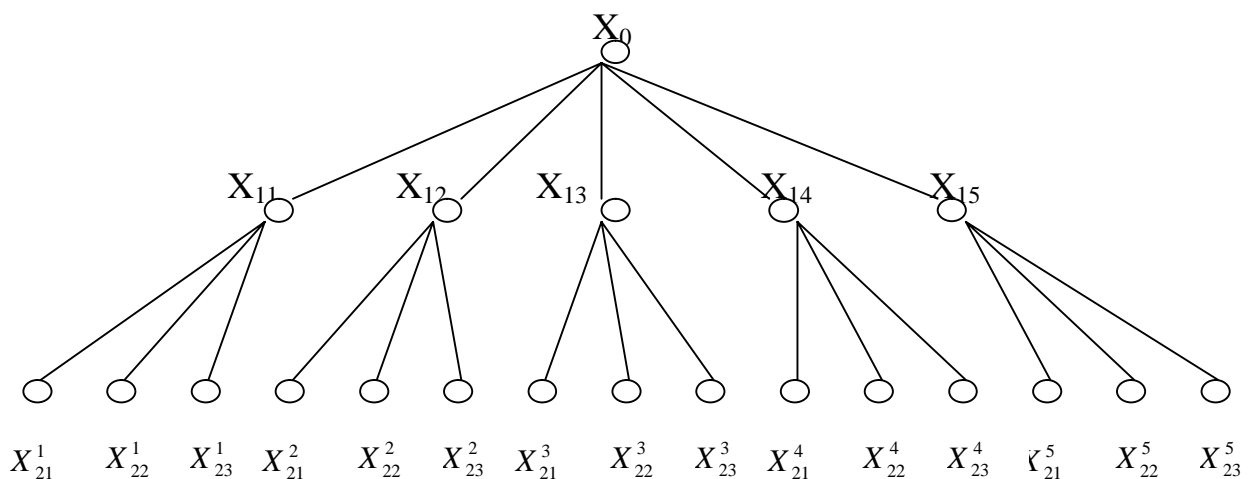


Рис. 2.2. Фрагмент дерева цілей підвищення ефективності функціонування ринку фінансового капіталу

Де: X_0 – підвищення ефективності функціонування ринку фінансового капіталу; X_{11} – поліпшення функціонування фінансового капіталу підприємств; X_{12} – поліпшення функціонування банківського капіталу; X_{13} – збільшення коштів і заощаджень населення; X_{14} – нагромадження коштів держави; X_{15} – розширення співпраці з міжнародними фінансовими організаціями; X_{21}^1 – встановлення раціонального співвідношення грошової маси та обсягу

виробництва і надання послуг; X^1_{22} – збільшення обсягів операцій на ринку цінних паперів; X^1_{23} – встановлення обсягів продажу готової продукції і надання послуг; X^2_{21} – встановлення норм резервування грошової маси; X^2_{22} – регулювання обсягів надання кредитів; X^2_{23} – добір учасників надання кредитів; X^3_{21} – поліпшення інвестиційного клімату; X^3_{22} – регулювання відсоткових ставок; X^3_{23} – надання податкових пільг; X^4_{21} – збільшення переліку цільових бюджетних асигнувань; X^4_{22} – збільшення обсягів бюджетних асигнувань; X^4_{23} – надання податкових пільг галузям пріоритетного розвитку; X^5_{21} – надання державних гарантій іноземним інвесторам; X^5_{22} – отримання кредитів від міжнародних фінансових організацій; X^5_{23} – часткове або повне списання боргів за кредитами міжнародних фінансових організацій.

Геополітичність вибору зумовлює важливість стратегії розвитку держави в пошуку нової моделі та оптимізації форм регулювання ринку фінансового капіталу залежно від політико-економічної ситуації, а відтак варто акцентувати увагу на наступних аспектах:

По-перше, пряме державне втручання негативно впливає на функціонування ринку фінансового капіталу, якщо воно недостатньо економічно обґрунтовано. Проте зважена державна підтримка перманентно здійснюваних заходів із націоналізації, денационалізації підприємств, санації збиткових приватних підприємств, а також всебічна підтримка приватного сектору сприяє розвитку економічних систем, а, отже, й розширенню сфери функціонування фінансового капіталу. Зокрема, інколи держава завищує компенсаційні виплати за приватну власність, яка підлягає націоналізації [176, с. 45].

По-друге, держава у сфері грошово-кредитної політики використовує різноманітні інструменти регулювання економіки: зміну банківських облікових ставок, операції на відкритому ринку, обов'язкове резервування для банківських установ тощо. "Грошовий обіг і маніпулювання кредитом – історія державного втручання в грошовий обіг – це не просто літопис махінацій зі знецінення та марних спроб ухилитися від їхніх неминучих каталектичних

наслідків, – писав Л. фон Мізес. – Проте в економічній історії є також приклади добре продуманої та успішної грошової політики з боку держав..." [300, с. 732–733].

При здійсненні державної політики у сфері регулювання ринку фінансового капіталу в економічній системі держави доцільно враховувати ґрунтовні дослідження провідних учених, зокрема, неокласиків та монетаристів. Монетаристські орієнтири грошово-кредитної політики, скеровані на оптимізацію поєднання прямих та опосередкованих інструментів регулювання обсягу і структури грошової маси, зумовлюють особливості функціонування ринку фінансового капіталу.

По-третє, проведення прогнозованої фінансової політики сприяє запобіганню непередбачуваних наслідків процесу глобалізації. Зокрема, Д. Черваньов констатував, 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 неспроможні ефективно усувати наслідки економічної рецесії або підвищувати рівень зайнятості населення [431, с. 68].

Підсумовуючи викладене, наголосимо, що в сучасних умовах у економічному змаганні виграють промислово розвинуті країни, які давно створили та вдосконалюють єдину систему стратегічного прогнозування і планування, тобто активну позицію займає саме державне регулювання, оскільки у міжнародному поділі праці розвиток країни є проблематичним без дієвої державної підтримки пріоритетних напрямів національної економіки.

2.2. Приватизаційні процеси як каталізатор становлення ринку фінансового капіталу в Україні

Світове фінансове середовище тісно пов'язане з генезисом приватної власності. Перехід до ринкової економіки країн із трансформаційною економікою засвідчив діалектичну складність у взаємодії регулювання процесів перетворення частини державної власності на власність колективів, організацій та громадян, а також формування нових організаційних форм господарювання і цивілізованих інституцій ринку. Загалом, реструктуризація господарського комплексу спрямована на розвиток економічної ініціативи, максимальну мобілізацію фінансових ресурсів і матеріальних стимулів використання досягнень науково-технічного прогресу.

Проблематику приватної власності досліджували В. Будкін, С. Мочерний, Е. де Сото, Й. Шумпетер та ін. Так, Е. де Сото у праці "Загадка капіталу. Чому капіталізм тріумфує на Заході і зазнає поразки в усьому іншому світі" зазначив, що "сфера відносин власності – це є той самий простір, у якому використовують активи, складають всілякі комбінації і встановлюють зв'язок з іншими активами. У цьому просторі й виникає капітал" [443, с. 53].

У більшості постсоціалістичних країн ринкові перетворення розпочалися з вирішення проблем власності шляхом приватизації саме державної власності. Відомий словник "The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law" трактує приватизацію (privarization) як передачу урядом власності приватним структурам [466, р. 12]. На нашу думку, приватизація – це відчуження, передання у приватну власність (безкоштовно чи за плату) державної або муніципальної власності [88, с. 167].

Проблематиці приватизації державної власності присвячено ґрунтовні дослідження у вітчизняній і зарубіжній літературі. Зокрема, у працях вітчизняних учених-економістів Д. Богині, Г. Волинського [112, с. 35–42], В. Засанського, М. Іванова [212, с. 23–30], В. Ларцева [260, с. 43–50], В. Магаса [276, с. 42–49] розглянуті основні соціально-економічні етапи приватизації вітчизняної державної власності; зарубіжні вчені В. Бірюков [108, с. 14–21], Д. Одеремі, Х. Бакаре [318], А. Рапачинський, В. Таджер, Р. Фрідман більшу увагу приділяють висвітленню різноманітних стратегій і концепцій приватизації з

урахуванням світового досвіду. Наголошуючи на важливості приватизації для економіки, В. Засанський навіть запропонував розробити генеральну програму – "Конституцію приватизації", що має включати основні принципи, на основі яких повинні здійснювати приватизацію в усіх регіонах і областях України [199, с. 166].

На початку процесу приватизації передбачали, 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. Загалом за 1992–2004 рр. в Україні змінили форму власності 96549 об'єктів, у т. ч. державної форми власності – 25060 і комунальної форми власності – 71489 (таблиця 2.2).

Таблиця 2.2

**Кількість об'єктів, що змінили форму власності в Україні
(за 1992–2004 рр.)***

Показники	Всього, одиниць	Роки						
		1992– 1993	1996	1998	2000	2002	2003	2004
У цілому в економіці	96549	3593	19434	5371	5201	6150	6546	6155
у тому числі: – державної форми власності	25060	1624	4503	1683	1596	1461	1405	1066
– комунальної форми власності	71489	1969	14931	3688	3605	4689	5141	5089

* Складено за даними Державного комітету статистики України [392–398].

Згідно зі статтею 2 Закону України "Про приватизацію державного майна" № 2163-ХІІ від 4 березня 1992 р. (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, пріоритетного права трудових колективів на

придбання майна своїх підприємств, створення сприятливих умов для залучення інвестицій тощо. Загалом, задекларовані принципи відповідали тодішній економічній ситуації і передбачуваності позитивності розвитку приватизації в Україні. Оскільки сучасний процес приватизації державної власності має низку відмінностей із тим, що відбувалося раніше, то можна зробити такі узагальнення: 1) приватизацію здійснювали поступальними темпами; 2) до приватизації прилучилися широкі верстви громадян; 3) приватизація частково сприяла забезпеченню ефективного контролю за керівництвом приватизованих підприємств; 4) приватизація забезпечувала створення сприятливішого інвестиційного клімату в країні, у т. ч. для іноземних інвесторів.

Перше твердження ґрунтоване на тому, що основою процесу структурної перебудови економіки (зокрема, державних підприємств) є саме приватизація, яка передбачає докорінні зміни у праві власності.

Друге твердження випливає з того, що багатство держави створили її громадяни, причому в більшості випадків у колишніх соціалістичних країнах завдяки значному зниженню життєвого рівня. Громадяни свідомо бажали поліпшення економічного стану, але не всі вони напочатку усвідомлювали, що для цього потрібно подолати певні труднощі, зв'язані з реформами (підвищення рівня безробіття, перерозподіл державної власності тощо). Такі зміни завжди викликають соціальну напруженість, яку держава намагається врегулювати і роз'яснювальною роботою, і посильним соціальним захистом громадян, особливо найменш забезпечених та непрацевдатних. Чіткіше це можна сформулювати як принцип підтримання соціальної злагоди та сприятливих суспільних умов для проведення реформ і переходу до цивілізованих ринкових відносин.

Третє твердження стосується втілення економічних реформ на макроекономічному рівні управління і безпосереднього керівництва підприємств. Зауважимо, що йдеться про відмову від бюрократичного підходу до контрольних функцій щодо підприємств і про використання сучасних

економічно доцільних методів контролю, регуляторної діяльності та управління. Ефективність системи господарювання визначена методикою прийняття рішень і врівноваженим розподілом матеріальної відповідальності, побудованих на зацікавленості й заохочуванні виконавців на керівному рівні до впровадження оптимального управління в усіх ланках діяльності підприємства. Потрібно зосередитися насамперед на впровадженні зрозумілого та економічно випробуваного механізму контролю замість зруйнованого командного механізму. Даному процесу сприятиме втілення регуляторної політики діяльності Кабінету Міністрів України, якою передбачено встановлення простих, чітких, зрозумілих, єдиних правил підприємницької діяльності, запровадження прогностно-рекомендаційних методів впливу в плануванні розвитку галузей економіки й обмеження кількості та чітке визначення функцій контролюючих органів [28, с. 8–9].

Четверте твердження покликає створити сприятливі умови для обігу фінансового капіталу, оскільки без нього будь-які економічні реформи і навіть поточна фінансово-господарська діяльність підприємства неможливі. Перехід до ринкової економіки завжди супроводжувався дефіцитом державного бюджету і нестачею фінансового капіталу, тому актуальною залишається проблема залучення внутрішніх та іноземних інвестицій для вдосконалення промислової інфраструктури, застосування інноваційних технологій для розвитку виробництва й розширення діяльності підприємств. Вітчизняні підприємства потребують як новітніх ноу-хау, так й управлінських консультацій для належного використання наданої їм фінансової допомоги, щоб підняти рівень власної продукції до стандартів розвинених країн відповідно до вимог Світової організації торгівлі.

Втілення цих чотирьох засад дасть змогу здійснити поетапний перехід до моделі європейської системи управління в Україні, сприятиме успішному просуванню реформ, зокрема, завершенню процесу приватизації як необхідної умови перебудови економіки. На наш погляд, водночас слід звернути увагу на можливе виникнення сумнівів щодо доцільності й законності приватизації,

оскільки наші громадяни цілком слушно побоюються, що іноземні інвестори захоплять домінуюче становище в економіці, що дасть їм змогу нехтувати національними економічними й політичними інтересами. Вихід із даного ускладнення можна знайти шляхом зрівноваження участі іноземного капіталу й спеціалістів з урахуванням національних інтересів економічної безпеки.

Очевидне те, що приватизація сприяє відродженню вітчизняного виробництва, поглибленню процесів реформування і 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. Підтвердженням цього є дослідження Світового банку, які свідчать, що пріоритетними напрямками було обрано наступні: прямий продаж великих і середніх підприємств у Болгарії, Угорщині, Латвії, Польщі, Естонії, Казахстані й Таджикистані; приватизацію шляхом розміщення приватизаційних цінних паперів (ваучерів) здійснювали в Боснії і Герцеговині, Литві, Чехії, Азербайджані, Вірменії, Грузії та Молдавії; передачу акцій у власність керуючих і працівників підприємств широко застосовували в Албанії, Македонії, Румунії, Словенії, Хорватії, Білорусії, Росії, Туркменістані, Узбекистані й Україні (додаток А). З огляду на такий підхід болгарський економіст В. Таджер у праці "Приватизация. Превръщане на държавна и общинска собственост в частна" зауважив, що у постсоціалістичних країнах було більшість прихильників приватизації державної власності з дотриманням соціального принципу, тобто безоплатного підходу [404, с. 41–43].

В Україні приватизацію здійснюють в умовах перехідної економіки, і це характерно не лише переходом прав власності від держави до приватних осіб, а й поступовим відновленням усього комплексу структур власності з урахуванням соціально-економічних і законодавчо-правових засад.

Вважаємо, що доцільно виділити два підходи до розв'язання проблем приватизації: регулювання й створення прав власності. У першому підході приймають особливе рішення про використання суспільних ресурсів; його

примусово виконують, долаючи опір тих, хто прагне підпорядкувати суспільні надбання власним інтересам. У другому підході суспільні ресурси передають у виняткове користування окремим особам (фізичним та юридичним), які мають оплатити всі видатки за власні кошти, проте й використовують на власний розсуд прибутки, отримані від використання наданих їм ресурсів. Одночасно у другому підході залучають засоби заохочення для такого використання ресурсів, яке дало б найбільший прибуток. У першому підході на державному рівні керуються політичними рішеннями при використанні ресурсів; у другому – особистими економічними інтересами, а механізмом перерозподілу ресурсів та узгодження інтересів є ринок (зокрема, ринок фінансового капіталу).

На початковій стадії економічної реформи, суть якої полягала у переході від командно-адміністративної економіки до ринкової, заходи макроекономічного спрямування (обмеження державних субсидій і кредитів, стримування зростання заробітної плати) не привели до зменшення інфляційного тиску на підприємства і не змогли стабілізувати фінансово-економічний стан держави (1991–2000 рр.). З погляду сьогодення причиною цього можна назвати повільні темпи приватизації й те, що нема законодавчо-правової та організаційної структур на рівні як держави, так і підприємств, зокрема, відносна стабілізація економічного спаду в Україні у 1996 р. – першій половині 1998 р. була порушена загостренням світової фінансової кризи.

Спробуємо чітко довести пріоритетність потреби у приватизації для пострадянської економіки України. На початку 1990-х рр. діяльність підприємств була цілком підпорядкована політичним потребам попереднього режиму (соціалістичному ладу); дії керівництва підприємств визначалися суспільно-політичними умовами, а не вимогами економічної доцільності. Це проявлялося насамперед у тому, що підприємствами керували управлінці, яких призначала держава (так звана "номенклатура"), які разом зі своїм центральним керівництвом утворювали ієрархічну структуру планової економіки.

Після проголошення незалежності України було відповідно послаблено безпосереднє політичне й адміністративне втручання у діяльність підприємств, розпочалася приватизація, тому склалися сприятливі умови для регулювання і створення прав власності на ринкових засадах господарювання. Програмою приватизації було передбачено, що частка державного майна зменшиться у 1993 р. до 92%, у 1994 р. – до 81, а в 1995 – до 66%. Зокрема, у 1994 р. методи приватизації відрізнялися не лише за галузями, а й у межах однієї галузі.

Із точки зору сьогодення, перший етап приватизації – за приватизаційні майнові сертифікати (ПМС) – був невдалою спробою швидко передати державне майно у власність народу, тобто всім громадянам України за станом на 1 січня 1992 р. З цього випливає, що і методика оцінки державного майна (державні оцінювачі скористалися тільки чотирма арифметичними операціями при визначенні загальної величини національного багатства України), і номінальна ціна ПМС як частки від поділу вартості державного майна на кількість громадян, призвели до нівелювання поняття приватизації. Варто в даному ракурсі згадати відомого мислителя Франції А. Тюрго, який у праці "Міркування про створення і розподіл багатства" (параграф 12 "Нерівність у розподілі власності, причини неминучості такого порядку") зазначив, що основною причиною нерівності у володінні власністю є "протилежність розсудливості, дієвості та особливої ощадливості одних і безтурботності, неробства й марнотратності інших" [413, с. 100–101].

Вище керівництво підприємств оперативно скористалося правом надбання власності. На практиці приватизаційні майнові сертифікати скуповували через фінансових посередників, і ці документи потрапляли в управління або до директорату підприємств, чи до новітніх підприємців, тобто приватизаційні папери стали дешевим засобом передачі акцій від одних власників до інших, проте у багатьох випадках вони поверталися до директорату (голів правлінь) підприємств, посилюючи їхню адміністративну владу ще й корпоративними правами впливу на підприємства та працівників.

Відсутність належного зовнішнього (на рівні держави) контролю над керівництвом підприємств призвела до того, що замість розвитку підприємництва і підприємств почався процес перерозподілу державної власності. Найтипівішим прикладом успішної діяльності було створення спільних підприємств за участю іноземного капіталу, що користувалися законодавчо встановленими пільгами в оподаткуванні, поєднаними з умілим використанням у вітчизняних умовах багаторічного досвіду зарубіжних ділових партнерів лобіювати свої економічні інтереси за допомогою можливостей міжнародного права.

На початку реформування характерною рисою було прагнення номенклатури зберегти своє становище, підтримуючи високий рівень заробітної плати і зайнятість на "своїх" підприємствах. Проте коливання кон'юнктури ринку, поступова відмова від державних фіксованих цін і тарифів, затягування процесу приватизації (займав від 1 до 5 років) зумовлювали погіршення фінансового стану підприємств. Власники невеликих пакетів акцій не мали впливу і не могли скористатися правом звільнити керівників (топ-менеджерів) підприємств за неефективність управління. Зауважимо, що поширилася практика приховування банкрутства, що дало змогу зацікавленим особам не лише отримувати кредити, а й відлагодити методи (схеми) поетапної приватизації з урахуванням власних економічних інтересів.

Експерти Центрального Європейського Університету (Угорщина) правильно відзначили, що в Україні була "спонтанна приватизація" (хоча дехто й вважає її найважливішою) – керівництво підприємства (а інколи і його працівники) різними напівлегальними або нелегальними способами набували права власності на активи свого підприємства (АТ) [428, с. 144]. Зазначимо, що приватизацію у Болгарії називали "тихою" або "нелегальною" приватизацією. Однак "тиха" приватизація не була пов'язана з порушенням законів, оскільки базувалася на нормативних актах (головним чином, постановах Ради Міністрів), що не передбачали відкритого (для всього населення) продажу державного

майна на конкурсній основі. "Незаконна" приватизація стосувалася здебільшого передачі майна з порушенням законодавства.

У 1998 р. в Україні, з огляду на стан економіки та виявлені недоліки в процесі приватизації за приватизаційні майнові сертифікати, державні органи влади прийняли рішення про закінчення термінів їхнього обігу. Розпочався наступний етап приватизації – приватизація тільки за гроші (шляхом викупу, продажу на аукціоні чи за конкурсом). Змінився засіб обміну, зокрема, іншою стала схема пільгового продажу, і за акції потрібно було платити 750 грн. за номіналом, що призвело до зменшення кількості осіб, які бажали купувати акції. Згодом змінилася і квота – працівники мали право придбати акції на суму 14 неоподаткованих мінімумів (765 грн.), а оплата становила половину номінальної вартості акцій.

На даному етапі приватизації, на нашу думку, недостатньо було науково обґрунтовано 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.

Особливе місце у процесі роздержавлення власності займає створення акціонерних товариств (АТ), що сприяло розвитку корпоративних управлінь та відносин. Акціонування значною мірою залежало від стану економіки, яка була характерна розривом усталених економічних зв'язків у межах СРСР і Ради Економічної Взаємодопомоги (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.

Більшість акціонерних товариств в Україні було створено згідно із Законом України "Про господарські товариства" № 1576-ХІІ від 19 вересня 1991 р., у якому налічувалося 26 статей про акціонерні товариства. Варто

зауважити, що діяльність акціонерних товариств у Російській Федерації регулювали чинним законодавством, яке включало 95 статей, в аналогічному законі Німеччини – понад 400 статей, у Законі про підприємницьку корпорацію США – понад 200 статей, а у Законі про компанії Великої Британії – 727 статей. Відповідно виникла потреба чіткіше деталізувати основні засади діяльності акціонерних товариств з урахуванням нового етапу процесу приватизації. Тому з 1998 р. в Україні розпочалося обговорення законопроекту "Про акціонерні товариства", який передбачає вирішення більшості проблем, що виникли в акціонерних товариствах і акціонерів через недосконалості норм корпоративного законодавства. Необхідно зазначити низку нових актуальних положень, які розробники включили до цього законопроекту, що мають важливе значення для корпоративного управління та формування цивілізованих корпоративних відносин: про новітні підходи до управління, про розподіл повноважень між органами акціонерного товариства, про забезпечення (гарантування) представництва акціонерів у наглядовій раді тощо.

Загалом, приватизація підприємств відбувалася шляхом перетворення їх на акціонерні товариства (АТ) відкритого або закритого типів (таблиця 2.3).

Таблиця 2.3

**Кількість акціонерних товариств за відсотком приватизованого майна
(за 1999–2004 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	3704	19,4	11,3	52,2	17,1
01.01.2000	3471	15,0	9,6	56,2	19,2
01.01.2001	2681	16,3	10,7	56,9	16,1
01.01.2002	2045	18,8	11,4	54,7	15,1
01.01.2003	1322	18,0	13,2	49,3	19,5
01.01.2004	1089	20,3	12,8	43,6	23,3

* Розраховано за даними Державного комітету статистики України [392–398].

Можна констатувати, що в Україні вже закінчився основний етап приватизації, який сприяв становленню відкритих акціонерних товариств, котрі поступово почали реорганізовуватися з метою забезпечення конкурентних переваг на ринку. За станом на 1 січня 1999 р. було зареєстровано 3704 акціонерні товариства, а на 1 січня 2004 р. – 1089, у яких частка приватизованого майна до 49,9% становила 20,3%, від 50 до 69,9% – відповідно 12,8%, від 70 до 99,9% – 43,6% і 100% – 23,3%.

Підсумовуючи викладене, наголосимо, що акціонерні товариства стають найпоширенішою формою господарювання, оскільки мають наступні суттєві переваги, а саме: по-перше, чітким і зрозумілим є питання про власність, оскільки тримачем акцій можуть бути держава, суб'єкти господарювання та окремі фізичні особи; по-друге, в акціонерних товариствах можливе ефективне поєднання економічних інтересів менеджменту й акціонерів; по-третє, хоча акціонери є власниками товариства, загалом вони відіграють незначну роль в оперативному та стратегічному управлінні; по-четверте, перевага акціонерних товариств – безперервність існування; по-п'яте, структурно-правова форма акціонерного товариства не обмежує можливостей використання товариством різноманітних організаційних форм виробництва й управління, які формуються передусім на основі завдань та цілей підприємства.

Сучасний етап пов'язаний із розробкою механізму вдосконалення корпоративного управління, необхідність чого зумовлена наступним: акціонерні товариства є однією з провідних організаційно-правових форм господарської діяльності в усіх економічно розвинутих країнах; в Україні акціонування – це важлива форма реформування та приватизації великих і середніх державних підприємств, які забезпечують отримання значної частини валового внутрішнього продукту; в усіх ланках господарського управління посилюється пошук фінансових ресурсів, необхідних для інвестування виробництва й забезпечення макроекономічного зростання, а найшвидшим способом залучення ресурсів залишаються продаж державних пакетів акцій,

процедура проведення додаткової емісії цінних паперів та контроль за нарахуванням дивідендів.

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) [2].

Ринок фінансового капіталу розподілений за сегментами – провідні позиції займають потужні інституції, решту – середні й малі учасники. У найближчі роки може стати важливою проблематика розукрупнення потужних вітчизняних підприємств (АТ) шляхом паювання акцій, проведення додаткових емісій акцій тощо. Зазначимо, що в Україні виникло багато закритих акціонерних товариств (ЗАТ), які на перших етапах становлення виробили достатньо обґрунтовану стратегію діяльності, але поступово основною проблемою стала нестача фінансових ресурсів для їхньої 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 в межах визначеної сфери діяльності; при можливості, зайняття провідних позицій у певній спеціалізації; розширення своєї присутності поза межами функціонування (масове виробництво продукції тощо).

Варто зазначити, що одним із основних недоліків здійсненої приватизації за ПМС було розпорошення акціонерного капіталу в поєднанні з тим, що стало неможливим для більшості акціонерів, й отримати дивіденди. Як правило, на загальних зборах акціонерів приймають рішення про спрямування всього

прибутку акціонерних товариств на розвиток виробництва. Зауважимо, що подібне рішення приймає, як правило, обмежене коло власників великих пакетів акцій, а права дрібних акціонерів залишаються формальними, без будь-якого впливу на розподіл і спрямування прибутків.

Виплата дивідендів пов'язана зі здійсненням акціонерними товариствами ліберальної політики, оскільки декларують рівні можливості доступу до отримання дивідендів усіма учасниками інвестиційної діяльності. Проте на практиці, на наш погляд, цей процес має особливості, зокрема: по-перше, не враховують інтереси дрібних акціонерів (при купівлі акцій вони платять гроші за право на отримання певної частки прибутку компанії і можливість участі в управлінні товариством, але це у повному обсязі можуть здійснити тільки великі акціонери); по-друге, за рахунок дрібних інвесторів виникає можливість отримання додаткових прибутків; по-третє, ускладнена процедура безпосередньої реалізації акцій дрібними акціонерами.

Складність вирішення проблеми виплати дивідендів полягає ще й у тому, що в Україні – понад 19 млн. акціонерів, які стали "пасивними" учасниками ринку фінансового капіталу в процесі приватизації державної власності та створення відкритих акціонерних товариств (ВАТ). Для прикладу, за 1980–1987 рр. під час приватизації чисельність акціонерів у Великій Британії зросла відповідно з 2 до 9 млн. осіб, а капіталізація Лондонської фондової біржі – на 700% [163, с. 3].

Програмою діяльності Кабінету Міністрів України передбачено захист прав інвесторів, насамперед, дрібних, шляхом удосконалення законодавства з питань діяльності господарських товариств, а також впровадження прозорого механізму визначення частки прибутку, яку спрямовують до фонду сплати дивідендів АТ [28]. Тому на часі обговорення пропозиції щодо запровадження обов'язкової виплати дивідендів у розмірі 25% прибутків акціонерного товариства. На нашу думку, в цьому випадку слід проявити гнучкість і Законом України "Про захист прав акціонерів" чи у новій редакції Закону України "Про акціонерні товариства" дозволити (зобов'язати) загальним зборам акціонерів

спрямовувати визначену частку прибутків на виплату дивідендів (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 супротив її виконанню, а саме правління товариств докладе всіх зусиль, щоб мінімізувати прибутки, збільшивши відрахування у фінансові резерви і видатки на втілення соціальних програм, спрямованих тільки на поліпшення діяльності підприємств і закріплення висококваліфікованих кадрів (знову ж таки, залишивши пересічних акціонерів "очікувати" дивідендів).

Трудові колективи приватизованих підприємств зацікавлені у збільшенні оплати праці, поліпшенні соціальних умов життя і забезпеченні соціальних гарантій. 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, котрі викупили частки державного майна під інвестиційні зобов'язання. Досвід більшості країн, що здійснювали приватизацію, свідчить, що пошук поєднання економічних інтересів акціонерів приватизованих підприємств із зовнішніми акціонерами, які зможуть стати основними потенційними інвесторами, є одним із найважливіших фінансових питань, яке потребує ґрунтовного наукового дослідження. Зовнішні акціонери будуть зацікавлені у розвитку підприємства лише за умови стабільності його фінансового-економічного стану, наявності кваліфікованого управлінського персоналу та збереження трудового колективу, а також можливості участі в управлінні й прозорості звітності відкритих акціонерних товариств.

Заслужовує на ґрунтовне вивчення і проблематика фінансових відносин у процесі приватизації. З одного боку, маємо надходження від продажу об'єктів

приватизації у дохід державного бюджету¹⁶, а з іншого – фінансове забезпечення діяльності приватизованих підприємств. В Україні у 1996 р. вартість майна, що підлягало приватизації, становила 5768,4 млн. грн., у 1998 р. – 2528,8, 1999 – 2032,0, 2001 – 6246,6 і в 2004 р. – 8358,8 млн. грн. (рис. 2.3) [392–398].

Загалом від приватизації державного майна за 1992-2003 рр. надійшло 5,9 млрд. грн., у т. ч. в 2003 р. – 2,2 млрд. грн. Зокрема, у 2003 р. при плані надходження від оренди державного майна 139,6 млн. грн. до бюджету надійшло 149,2 млн. грн.

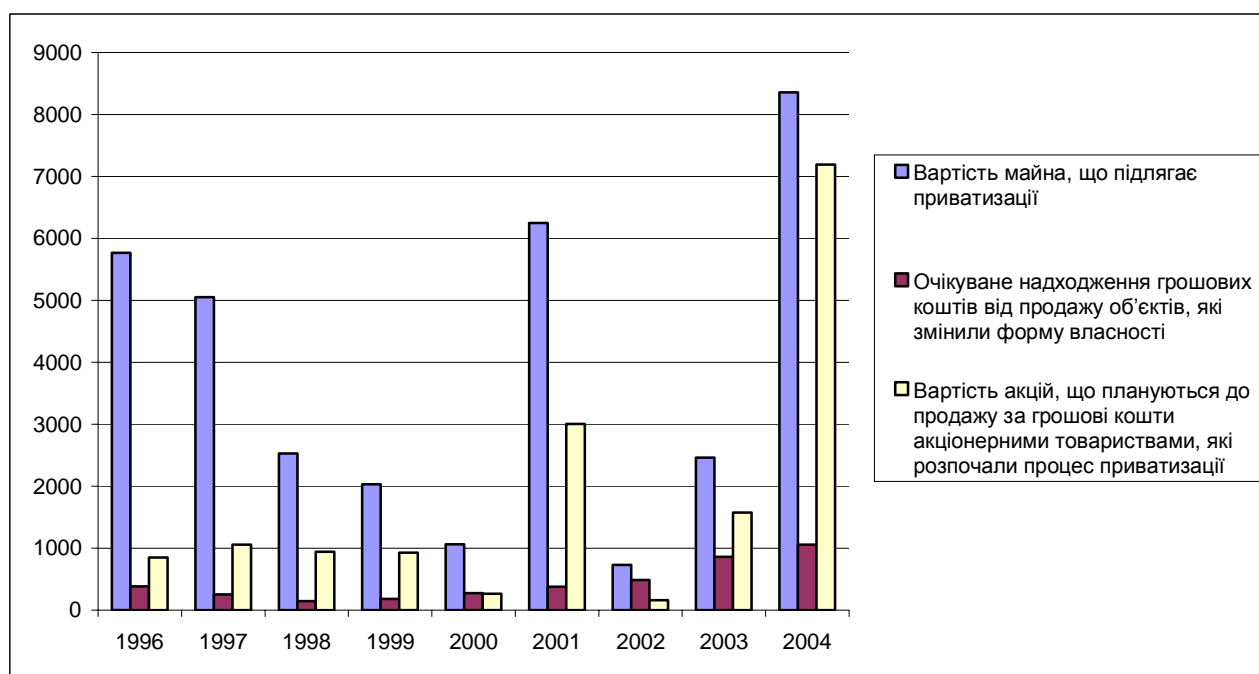


Рис. 2.3. Вартісні показники реформування власності об'єктів

Відповідно до прийнятої державної програми приватизації за три роки (2000–2003 рр.) у бюджет мала надійти сума, еквівалентна 3 млрд. дол. США, що у 10 разів більше, ніж за 8 попередніх років приватизації. 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 зменшилися у 5 разів, і лише третина оголошених конкурсів

¹⁶ 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).

закінчилася підписанням угод купівлі-продажу (за 7 місяців 2002 р. отримано 8% запланованих від приватизації коштів) [163, с. 3; 330, с. 17–18]. Це було зумовлено відтермінуванням приватизації стратегічних об'єктів, невиконаннями інвестиційних зобов'язань потенційними власниками, протиріччями законодавства тощо.

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 [344, с. 10]. Однак у 2004 р. в Україні кошти від приватизації було використано на погашення заборгованості із заробітної плати в агропромисловому комплексі (1 млрд. грн.) і на державних підприємствах, а решта спрямована на реалізацію інвестиційної складової державної програми інноваційного розвитку країни.

Згідно з Програмою діяльності уряду передбачено впровадити єдину стратегію приватизації державного майна та відмовитися від використання приватизаційних надходжень як основного джерела покриття дефіциту бюджету [28]. При розпорядженні коштами, отриманими від приватизації, доцільно, на нашу думку, враховували макро- та мікроекономічні чинники забезпечення соціально-економічного розвитку держави, особливості фінансового стану й інвестиційної привабливості приватизованих підприємств, які потребують державної підтримки.

У 2005 р. в Україні розпочався третій етап приватизації державної власності, й поступово більша увага буде приділена проблемі розвитку приватної власності. На жаль, сталося так, що більшість економічних перетворень у сфері приватизації залежать не стільки від обраного механізму процесу роздержавлення, скільки від політичної ситуації. Справджуються застереження Нобелівського лауреата у галузі економіки Д. Норта, що "... особи та організації, які набрали сили в певній системі, завжди докладають максимум зусиль для збереження цієї системи" [427, с. 9].

Стосовно політичних рішень зауважимо, що всі суспільно-економічні формації завжди застосовували їх як методи для розв'язання проблем економіки, зокрема тих її аспектів, коли ринкові відносини порушувалися втручанням ззовні. У ході приватизації більшість проблем економіки вирішували через політичну систему за інерцією, спричиненою одержавленою командно-адміністративною економікою колишнього СРСР.

У зв'язку з цим доцільно згадати приватизацію стратегічно важливих підприємств (підприємств загальнодержавного значення), які є 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 складні фінансово-господарські проблеми. Зокрема, у ВАТ "Дніпровський металургійний комбінат імені Дзержинського" зросла заборгованість із податку на додану вартість, а у ВАТ "Росава" виникли судові позови з приводу продажу за борги (додаток Б).

Важливо звернути увагу і на такий аспект даної проблеми, як поступове зростання свідомості трудових колективів підприємств, котрі почали активніше відстоювати власні інтереси, протидіяти непрозорим схемам приватизації, що призвело, зокрема, до загострення в суспільстві соціальної напруги.

Приватизація підприємств, які мають стратегічне значення для економіки та безпеки держави, або займають монопольне становище на загальнодержавному ринку товарів (робіт та послуг), регулюються Постановою Кабінету Міністрів № 695 від 15 травня 2003 р. У ній особлива увага приділена визначенню критеріїв зарахування підприємств до таких, що мають стратегічне значення; для учасників конкурсів з продажу контрольного пакета акцій ФДМ України встановлюють кваліфікаційні вимоги, які мали відповідати цілям і

пріоритетам приватизації, а покупцем контрольного пакета акцій міг бути лише промисловий інвестор.

Слід зауважити, що ринкова економіка дає три основні альтернативи для приватизованих підприємств: по-перше, конкурентоспроможні підприємства продовжують діяльність (тим більше, що вони залишаються рентабельними, незважаючи на зміну форми власності); по-друге, неконкурентоспроможні підприємства підлягають структурній перебудові (можливо, через механізм банкрутства); по-третє, неконкурентоспроможні підприємства ліквідують (їх або об'єднують із конкурентоспроможними, або ліквідують взагалі).

У зв'язку з цим виникає проблема, як зацікавити приватизовані підприємства вступати у реальні ринкові відносини тоді, коли внаслідок приватизації держава вже не може їх 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.

Зрушити справу може впровадження механізму, який, на нашу думку, слід назвати "системою справжньої власності". З цієї точки зору Дж. Сорос, аналізуючи приватизацію в постсоціалістичних країнах, правильно зауважив, що хоча триває "багато розмов про приватизацію, та я особисто дійшов до висновку, що сподівання на розв'язання проблеми шляхом приватизації – марні. Зараз треба запровадити ринкову дисципліну на державних підприємствах" [390, с. 72]. Оскільки процеси роздержавлення в Україні тривають уже понад тринадцять років, але доволі значною залишається частка державної власності, тому все ще проблемне питання концепції розвитку державної власності та її трансформації відповідно до вимог світової економіки.

"Справжня власність" є виразом, що визначає зацікавленого власника у сучасному розумінні й незалежно від того, чи власником є держава в особі Фонду державного майна України, чи юридична або фізична особа як сукупність акціонерів. Як приклад справжньої державної власності доцільно активізувати процес корпоратизації, що полягає у перетворенні державних

підприємств на відкриті акціонерні товариства, а єдиний власник акцій – повноважний представник держави в особі ФДМ України, причому таке перетворення супроводжується, як правило, призначенням нового керівництва, а також поступовим формуванням сучасного інституту державних управлінців підприємствами.

Власне, на державному рівні вже були спроби зміцнення фінансової дисципліни на підприємствах. Достатньо зазначити, що Постановою Кабінету Міністрів України "Про затвердження Стратегії розвитку системи державного фінансового контролю, що здійснюється органами виконавчої влади" № 1156 від 24 липня 2003 р. передбачено заходи щодо підвищення дієвості нагляду спеціально уповноваженими суб'єктами державного фінансового контролю за ефективним використанням державного майна та управлінням державною часткою у статутних фондах акціонерних товариств.

Дані тенденції з урахуванням впливу структурних змін у реальному секторі економіки потребують координації діяльності держави стосовно, по-перше, доцільності оптимізувати розміри державного сектору економіки; по-друге, вдосконалення системи управління корпоративними правами держави; по-третє, підвищення відповідальності керівників підприємств за виконання фінансових планів, підготовлених згідно з єдиними методологічними підходами.

Подальшу приватизаційну політику можна згрупувати у вигляді кількох наступних аспектів.

По-перше, за останні роки виокремилася тенденція консолідації економічних інтересів навколо регіональних центрів влади і формування політично-провладних структурованих промислово-фінансових груп (так званих регіональних кланів, олігархічних груп). Використання державної власності в інтересах таких груп чи відповідних осіб, встановлення безпосереднього або опосередкованого контролю за фінансовими потоками, що формувалися в процесі використання державної власності, негативно вплинуло на процес приватизації державного майна з урахуванням національних

інтересів. Відповідно, на нашу думку, слід переглянути умови та результати конкурсів щодо приватизації окремих об'єктів, які були здійснені з численними порушеннями процедури приватизації (зокрема, не була передбачена можливість участі в приватизації трудового колективу чи окремих фізичних осіб, в інвестиційних зобов'язаннях не визначено рівень заробітної плати чи збереження кількості робочих місць упродовж п'яти років тощо). Проте підстави і критерії перегляду слід узгодити із законодавством та обмежити відповідними економічно-правовими заходами.

По-друге, при підготовці фінансових планів для державних підприємств згідно з єдиними методологічними підходами слід передбачити статтю з нарахування дивідендів. Так, у 2002 р. за Фондом державного майна України було закріплено корпоративні права на 1603 підприємствах, проте дивіденди – 230 млн. грн. (приблизно 0,1% ВВП) – у дохід держави нарахували тільки 58 підприємств (3,6% загальної кількості), а у 2003 р. в дохід бюджету надійшло лише 224 млн. грн. дивідендів за державні пакети акцій (1,5% вартості акцій) [121, с. 4]. У зв'язку з цим доцільно, на нашу думку, прийняти Закон України "Про управління об'єктами державної власності", який має чітко визначити правові засади діяльності цих об'єктів, щоб унеможливити ігнорування державними та громадськими економічними інтересами і забезпечити перерозподіл власності у процесі ринкової конкуренції.

По-третє, у 2003 р. в державній власності залишилося 15% промислових підприємств, а частка приватного сектору охоплювала в середньому 60% (від 40% в енергетиці до 99% у хімічній та легкій промисловості). Фонд державного майна України накреслив наступні основні напрями приватизації: реалізувати до кінця 2005 р. усі пакети акцій розміром не менше 50% плюс одна акція; завершення до 2008 р. процесу приватизації як масштабного соціально-економічного процесу перехідного етапу розвитку економіки і зменшення питомої ваги державного сектору до 8–10% [433, с. 9].

На нашу думку, з таких позицій доцільно зваженіше підійти до системної приватизації у стратегічно важливих галузях економіки, що суттєво впливають

на макроекономічні процеси в масштабах країни. Зокрема, варто враховувати, що поєднання питань відродження виробничого потенціалу і пошук реального власника стають особливо актуальними у процесі підготовки вступу України до Світової організації торгівлі, оскільки більшість стратегічних об'єктів при обов'язковому скасуванні діючих пільг¹⁷, неповернення державою податку на додану вартість не зможуть витримати цінової конкуренції.

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.

При цьому слід зазначити, що коли в 1990-х рр. вітчизняна банківська система розвивалася в основному незалежно від промисловості, оскільки більшу частину доходів вона отримувала на грошовому ринку, то за останні роки (після 2002 р.) суттєво зросла взаємозалежність між банками і підприємствами, тому від їхньої співпраці значною мірою залежить підготовленість промислових гігантів до появи конкурентів на ринку у результаті набирання сили домовленостями щодо Світової організації торгівлі. Відтак при визначенні доцільності приватизації стратегічно важливих підприємств варто враховувати й інтереси банків.

З огляду на це вважаємо, що основна причина недостатньої ефективності проведеного масштабного процесу приватизації державних підприємств полягає у тому, що нема інституту власності та постійного контролю за діяльністю підприємств (незалежно від форм власності), тому пропонуємо скористатися впровадженням корпоративного контролю із залученням кваліфікованих управлінців як способом вирішення згаданих проблем. Зазначимо, що етапи становлення структур корпоративного управління

¹⁷ У 2004 р. передбачали скасувати відповідно до вимог вступу до Світової організації торгівлі дискримінаційні податкові пільги з ПДВ приблизно на 2 млрд. грн., а з податку на прибуток – 1,5 млрд. грн.

економікою, які були успішними для промислово розвинутих країн наприкінці XIX ст. – на початку XX ст. (наприклад, німецька система контролю за допомогою банківських структур, японська система "кейрецу" як продовження системи "дзайбацу" тощо), стали непридатними для вирішення проблем країн Східної Європи (України). Головною причиною є те, що економіка цих країн (зокрема, України) не мала змоги розвиватися шляхом, характерним для переважної більшості нині розвинутих країн – від дрібних підприємств, якими керують власники, до сучасних потужних корпорацій. Країни Східної Європи (Україна) мають особливу економічну інфраструктуру, визначальну роль у якій відіграють потужні стратегічні підприємства. У той же час у гарантування державою прав приватної власності не вірили: менше 30% працівників підприємств – у Естонії, Польщі, Словенії та Узбекистані; менше 40% – в Азербайджані й Хорватії; менше 50% – у Грузії і Болгарії; менше 60% – у Чехії та Білорусі; понад 70% – у Росії, Молдові й Україні [334, с. 151–159].

З урахуванням етапності становлення інститутів приватної власності та узгодження різних методів приватизації проблемам корпоративного управління більшу увагу почали приділяти тільки після десяти років приватизації. Так, Фонд державного майна України відповідно до Постанови Кабінету Міністрів України "Про формування і ведення Реєстру корпоративних прав держави" № 1679 від 29 жовтня 2003 р. веде реєстр, у якому обліковують державні установи, що є засновниками господарських товариств (відкритих і закритих АТ, товариств з обмеженою відповідальністю, державних (національних) акціонерних та холдингових компаній) або здійснюють функції управління корпоративними правами держави у таких господарських товариствах. Фонд здійснює також постійний моніторинг і публікує інформацію "Про управління державними частками майна".

Із урахуванням зазначених аспектів підготовку керівників для державних підприємств доцільно здійснювати відповідно до новітніх світових тенденцій корпоративного управління та досвіду провідних вітчизняних топ-менеджерів, а відбір і визначення конкретного статусу керівників – на конкурсній основі.

Тільки за таких обставин може бути створено належний механізм регулювання діяльності підприємств із боку держави, отже, відповідно, закладені підвалини відстоювання державних інтересів у всіх секторах економіки.

Оскільки приватизація – складний процес, то його недоцільно розглядати лише з точки зору вузьких державних інтересів – виставлення пакетів акцій на аукціон (конкурс) та отримання відповідних коштів від продажу в дохід державного бюджету. Проаналізувавши основні етапи приватизації у нашій державі, можна твердити, що було здійснено масштабний процес приватизації, який певною мірою сприяв розвитку ринку фінансового капіталу і становленню інститутів приватної власності.

2.3. Моніторинг діяльності учасників ринку фінансового капіталу і тенденцій його розвитку

Перехід до ринкової форми функціонування економічної системи потребує розробки концепції, що забезпечувала б поєднання як внутрішніх, так і зовнішніх аспектів фінансової безпеки держави. Оскільки формування власної моделі ринку фінансового капіталу за умов приватизації державної власності, становлення фінансової системи відбувалися не завжди вдало і раціонально, з урахуванням особливостей обраних пріоритетів економічного розвитку суспільства, то закономірно, що складною й неоднозначною залишається проблематика тіньової економіки, прихованого вивезення та ввезення фінансових капіталів, що характерне за наявності глобалізаційних тенденцій у світовій економіці. Враховуючи це, для всебічного з'ясування проблем фінансової безпеки держави доцільно акцентувати увагу на трьох характерних складових: економічна незалежність, стійкість фінансової системи, здатність фінансової системи забезпечувати ефективність функціонування національної економіки і макроекономічне зростання.

У Концепції економічної безпеки держави України визначено, що фінансова безпека – це захищеність фінансових інтересів суб'єктів

господарювання на всіх рівнях фінансових відносин, забезпеченість домашніх господарств, підприємств, організацій та установ, регіонів, галузей, секторів економіки держави фінансовими ресурсами, достатніми для задоволення їхніх потреб і виконання існуючих зобов'язань [235, с. 29]. Однак, із точки зору предмету нашого дослідження, фінансову безпеку краще розглядати як особливий стан економіки, за якого забезпечують формування позитивних фінансових потоків у обсягах, необхідних для виконання державою та органами місцевого самоврядування завдань і функцій на макро- та мікрорівні. Слід враховувати й те, що фінансова безпека держави залежить, зокрема, від наступних основних показників: стійкості фінансової і банківської систем, величини дефіциту платіжного балансу, стану зовнішньої та внутрішньої заборгованості.

Законодавча незахищеність права власності зумовлює розвиток операцій тіньового сектору, що суттєво впливає на структурні зміни в економіці країн у цілому. За різними оцінками, частка тіньової економіки у ВВП у США становить від 7–8,7%, Італії – 15–27,1, Угорщині – 20, у Польщі – 22%. Відповідно, у світовій економіці щороку в незаконному обігу перебуває від 800 млн. до 2 млрд. дол. США, що становить 2–5% від світового ВВП [379, с. 546; 293, с. 72; 327, с. 6]. При цьому тіньову економіку ототожнюють із "чорною" економікою, неофіційним сектором, паралельною економікою, вторинною економікою. Отже, тіньова економіка – це частина реальної економіки, випуск продукції і надання послуг якої не враховані у статистиці національного доходу, оскільки вони приховані від офіційного обліку. Врахувати обсяги тіньової економіки доволі складно, тому загалом розрізняють чотири групи методів оцінки тіньового сектору економіки: опитування підприємств та приватних господарств; застосування системи національних рахунків (створення, використання і розподіл валового внутрішнього продукту); припущення щодо певних обсягів тіньової економіки на вихідній стадії; оцінка функцій попиту на гроші [205, с. 61–62].

Оскільки в колишньому Радянському Союзі офіційний сектор планової економіки був зорієнтований здебільшого на промислово-військове виробництво і не в повному обсязі враховували необхідність виробництва достатньої кількості побутових товарів та відповідного асортименту продуктів харчування, то діяльність тіньової економіки оцінювали від 10 до 30% ВВП. При цьому перехід до ринкової економіки розширив сферу тіньового обігу, тому що додатково виникла потреба в ухиленні від сплати податків (насамперед податку на додану вартість, прибуткового податку тощо) і, відповідно, зросла частка тіньової економіки. Деякі причини тінізації економіки та перспективи легалізації капіталів наведено в таблиці 2.4.

Таблиця 2.4

Характеристика факторів тінізації економіки і перспективи легалізації капіталів

Показники	Фактори
Причини тінізації економіки	політична невизначеність, відсутність стратегії та прогнозування економічно-соціального розвитку
	економічна криза, інфляція (гіперінфляція)
	недосконалість (відсутність) правового регулювання фінансово-господарської діяльності суб'єктів госпо-дарювання
	непрозорість механізмів зміни форм власності та процесів приватизації
	відсутність (поетапність розвитку) інфраструктури ринку фінансового капіталу
	недосконалість податкового законодавства
	негарантованість безпеки вкладення вільних коштів
	у фінансові установи чи реальний сектор економіки корумпованість державних органів управління
Передумови амністії капіталів	політична стабільність
	визначеність довготермінової державної економічної стратегії поступального розвитку (структурно-інноваційна перебудова; вступ до СОТ, ЄС, співпраця з іншими міжнародними інституціями)
	відмова від перегляду (чи мораторію щодо перегляду) результатів приватизації

	розробка концептуальних засад амністії капіталів (безпека для власників, пільговий режим оподаткування капіталів)
	розгляд питання про доцільність скасування дек-ларацій про доходи, отримані за роки, що передували амністії капіталів
	в майбутньому відмова від апріорі звинувачень щодо власників капіталу
	гарантування використання легалізованих капіталів у реальному секторі вітчизняної економіки
Наслідки амністії капіталів	зростання довіри світової спільноти до реальності ринкових перетворень в Україні
	зменшення потреби у залученні іноземних інвестицій
	лібералізація валютного та експортного контролю податкового адміністрування
	досягнення певної достатності забезпечення інвес-тиціями реального (зокрема, фінансового) сектору економіки

За оцінками аналітиків, обсяг тіньового капіталу в Україні – 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. Тому важливими індикаторами тіньової діяльності є зростання бартеризації та обігу грошей поза банківською системою. Зокрема, в Україні у 2000 р. у позабанківському обігу було 44,1% готівкової маси, у 2001 – 40,8, 2002 – 39,8 і у 2003 р. – 43,3; у 2003 р. дана сума досягла 5,4 млрд. грн. [338, с. 24; 121, с. 4].

Із викладеного можна зробити узагальнення, що, по-перше, функціонування неофіційного сектору економіки є причиною того, що кількість та якість статистичної інформації не завжди адекватно відображає реальні економічні процеси і не дозволяє враховувати відповідні зміни у світовій економіці. Зокрема, врахування обсягів тіньової економіки дало б змогу поліпшити показники системи національних рахунків. По-друге, у тіньовій економіці широко застосовують як грошові, так і негрошові відносини. При цьому грошові відносини регулює, як правило, монетарна політика держави, а негрошовий сектор охоплює взаємозаліки, бартерні операції, вексельний обіг,

маневрування цінами тощо. На практиці ж фінансові системи, що займають монопольне чи олігопольне становище, можуть впливати як на грошові, так і негрошові відносини в суспільстві. По-третє, однією з причин взаємозаборгованості є невпорядкованість податкової системи (недосконалість механізму справляння та повернення ПДВ, встановлення термінів сплати податків та зборів тощо), а також непопулярні на практиці й часті зміни законодавства¹⁸. Що ж до набутого світового досвіду ухилення від сплати та мінімізації податків, то його активно використовують нові власники національного багатства з огляду на усталені недосконалості в чинному законодавстві. По-четверте, особливе місце займає тінізація саме імпоротної торгівлі.

Іншими словами, така ситуація свідчить про те, що наша держава на певному етапі втратила контроль за розвитком реального сектору економіки, що дало змогу на другому етапі приватизації (за гроші) перерозподілити державну власність з урахуванням економічних інтересів окремих груп юридичних та фізичних осіб. З одного боку, новостворені вітчизняні промислово-фінансові групи придбали значні фінансові активи опосередковано через офшорні компанії, а з другого, промислові холдинги надають перевагу діяльності у вільних економічних зонах та на територіях пріоритетного розвитку, зареєстрованих у нашій державі. При цьому великі підприємства користуються традиційними схемами несплати податків: завищують виробничі затрати, використовують негрошові розрахунки, а також ускладнюють юридично-правові відносини між суб'єктами господарювання. Відповідно й малі підприємства намагаються, як правило, приховувати виручку від реалізації продукції (робіт, послуг).

Складність розробки і послідовності реалізації державних заходів, спрямованих на протидію тіньовій економіці, пояснюється тим, що в процесі широкомасштабного реформування економіки активізували діяльність

¹⁸ Зокрема, у 2000 р. в процес оподаткування прибутку підприємств зміни вносили 19 разів, у порядок нарахування ПДВ – 20 разів, а за 2003–2004 рр. було прийнято понад 40 законодавчих актів, пояснень та уточнень зі сплати ПДВ.

фінансові установи, які функціонують на суто ринкових засадах, мають відпрацьовані важелі й схеми взаємодії з усіма секторами господарського комплексу. Слід зауважити, що відсутність у 1990-х рр. в Україні державного регулювання фінансових операцій призвела до виникнення перших фінансових пірамід, у яких були задіяні, зокрема, довірчі товариства. Фінансові піраміди відомі залученням акціонерів за рахунок поширення неправдивої відкритої інформації і фальсифікації звітності. У цілому спочатку учасникам пірамід дивіденди виплачують за рахунок наступних внесків, а не прибутків, тобто за рахунок внесків, отриманих у результаті наступної емісії. Цілком очевидно, що, крім недовіри до фінансового сектору, вони могли призвести до кризового стану економіки.

Аналіз багатьох робіт із проблем суті та особливостей можливості прояву криз в Україні свідчить про подібність у своїй основі позицій їхніх авторів щодо доцільності проведення державою регулюючих заходів у фінансовій сфері [164, с. 3–7; 226, с. 58–63; 243, с. 39–40], що загалом не викликає заперечень. Однак азійська фінансова криза довела, що не стільки банки, скільки інвестиційні інституції (зокрема, хеджеві фонди) стали її основними каталізаторами, оскільки існувала ліберальніша система нагляду за їх діяльністю. На нашу думку, для підвищення фінансової безпеки держави доцільно враховувати, по-перше, високу тінізацію економіки, що потребує зваженого підходу до лібералізації економічних відносин між суб'єктами господарювання, оскільки вони значно ускладнюють державну регулятивну політику в умовах ринкового середовища. По-друге, зберігається порівняно невисока капіталізація в промисловому і банківському сегментах вітчизняної економіки, тому режим абсолютно вільного руху капіталу ще не є прийнятним. При цьому саме створення цілісної системи контролю за вивезенням і ввезенням капіталу, а також застосування економічних методів відповідно до міжнародних норм адміністративного впливу та регулювання, є найважливішим завданням держави.

На початку 2000-х рр. промислово розвинуті країни розпочали черговий етап боротьби з новими способами ухилення від сплати податків, відмиванням коштів, отриманих злочинним шляхом, та корупцією. Так, за даними Міжнародного валютного фонду, щорічно у світі "відмивають" 600 млрд. – 1,8 трлн. дол. США. Зокрема, Вашингтон ПроФайл (Washington ProFile) констатує, що тільки в Росії у 1990-х рр. кримінальні угруповання створили 700 легальних фінансових інституцій, призначених для відмивання грошей [270, с. 14]. Зрозуміло, що посилення дієвого контролю цих держав за потоками фінансових капіталів зумовлено також непередбачуваними наслідками глобалізації (азійська фінансова криза, економічні фоли в Туреччині й Аргентині тощо) та потребою зміцнення економічної стабільності й безпеки у світі.

Об'єднання зусиль на державних і міжнародному рівнях сприяє 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 повинна сприяти попередженню транснаціональних сумнівних операцій. Позитивно можна оцінити введення в країнах-членах Європейського Союзу обміну інформацією про громадян, які здійснюють фінансові операції в банківських установах. У той же час 2/3 населення Швейцарії не підтримує скасування банківської таємниці. Це пояснюється тим, що "золотою акцією" Швейцарії залишається закон про таємницю банківських вкладів, саме тому країна керує третиною приватного капіталу світу на загальну суму понад 1860 млрд. дол. США [198, с. 12]. Т. Ференбах у книзі "Цюрихські гноми" констатував: якщо будь-які гроші потрапляють у Швейцарію, то вони, як правило, є назавжди загубленими для національних казначейств [97, с. 81–85].

Насправді, практика провідних компаній і банків свідчить, що постійна залежність від оприлюднення розмірів їхніх прибутків (від яких залежить котирування акцій на провідних світових фондових біржах) зумовлює пошук

заплутаних та нетрадиційних схем їхнього отримання, і, незважаючи на бездоганну 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 посприяли підписанню договору з "офшорною оазою" – Каймановими островами – про обмін податковою інформацією, який набув 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.

У міжнародній практиці застосовують превентивні (попереджувальні) заходи, зокрема: банкам заборонено відкривати анонімні рахунки; термін зберігання документів щодо підозрілих операцій та ідентифікації клієнтів – 5 років; фінансовим інституціям заборонено інформувати клієнтів і зацікавлених осіб про вжиті заходи протидії легалізації неоподаткованих доходів тощо. Заслугує на увагу позитивний у цьому відношенні досвід Європейського Союзу, де регулювання фінансового ринку набуває форми пруденціального нагляду, скерованого на захист інтересів його учасників і запобігання системних криз. При цьому органи пруденціального нагляду по-різному класифікують ризики для банків, інвестиційних і страхових компаній. Разом з тим потребує подальшого вдосконалення і сама методика уніфікації законодавства, зокрема, поняття "офшорний" банк поєднує три банківські інституції: кредитну установу, офшорний банк із обмеженою банківською ліцензією та офшорний банк з генеральною банківською ліцензією [432, с. 46–47, 64]. До того ж, 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 тощо¹⁹. У

¹⁹ 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 перераховані кошти). Ці картки

зв'язку з цим самі учасники ринку (банки, корпорації), які володіють програмними, технічними засобами і застосовують сучасні високотехнологічні системи, заснували Міжнародну міжбанківську організацію валютних та фінансових розрахунків телекомунікаційним способом (Society for World wide Interbank Financial Telecommunication, SWIFT) з метою мінімізації фінансових ризиків.

З огляду на такий підхід можна зробити висновок, що моніторинг за фінансовою індустрією спричинений ще й тим, що власники коштів, отриманих незаконно, намагаються знайти легальні виходи на економічну діяльність. Можна виокремити наступні фінансові злочини: банківські та фондові махінації, використання інсайдерної інформації, неправдиве банкрутство підприємств тощо. Загалом, у ході становлення фінансового ринку широко використовували маніпулювання цінами²⁰. Показовим у цьому відношенні є застосування операцій корнер (corners) – концентрація акцій у певної групи торговців, що давало їм змогу встановлювати свої ціни. Відомий фінансист Г. Ключоз зазначав, що всі великі спадщини Америки заробили корнери [362, с. 109]. Водночас Нью-Йоркська (NYSE) і Токійська фондові біржі (TSE), що належать 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 й аналогічне відомство в Японії обмінюватимуться і слідчою інформацією про незаконні угоди.

Варто наголосити, що володіння та вільне розпорядження фінансовим капіталом жорстко регламентують міжнародні норми і стандарти. Відповідні міжнародні організації (Група з розробки фінансових заходів боротьби з відмиванням грошей (ФАТФ; Financial Action Task Force (FATF)), Організація

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).

²⁰ 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 нині нема, на термін із зобов'язаннями поставки через певний проміжок часу.

економічного співробітництва і розвитку (ОЕСР) та фінансова розвідка Егмонт (Egmont) приділяють особливу увагу фінансовому моніторингу за рухом грошових потоків та координації дій щодо боротьби з відмиванням грошей, отриманих кримінальним шляхом. Європейські країни організували фінансову розвідку Егмонт, у яку увійшли фінансові розвідки 58 країн (із 2004 р. приєдналася й Україна). У процесі діяльності вони здійснюють обмін інформацією про можливі способи легалізації доходів, отриманих злочинним шляхом, аналізують фінансову звітність, обмінюються технологічними схемами та розробками тощо. Крім того, фінансова розвідка Егмонт тісно співпрацює з групою ФАТФ та ОЕСР, які складають "чорні списки" країн, що не протидіють відмиванню кримінальних грошей.

Якщо країна потрапляє у цей "чорний список", то вона має виконати загальноприйняті міжнародні вимоги, спрямовані на ухвалення відповідних законодавчих актів і заходів щодо боротьби з відмиванням "брудних" (отриманих сумнівним, незаконним чином) коштів. При невиконанні цих вимог ФАТФ може застосувати відповідні фінансові санкції: компанії країн-учасниць організації повинні будуть інформувати про укладені установчі документи і звітувати про всі операції з партнерами цієї країни; можливе ускладнення процедури реєстрації філій її банків на території країн-учасниць ФАТФ; закриття рахунків її банків у банках країн-учасниць ФАТФ тощо. Перераховані заходи, як правило, 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. Так, 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.

У зв'язку з тим, що вимоги Страсбурзької конвенції та рекомендацій ФАТФ, спрямовані на протидію відмиванню "брудних" грошей, не можуть бути

здійснені одночасно, тим більше за порівняно короткий термін, з цієї точки зору весь адаптаційний період до міжнародних норм і стандартів можна поділити на три основних етапи, для кожного з яких встановлюють і свої стратегічні цілі фінансового регулювання.

Перший етап пов'язаним із прийняттям заходів для детінізації економіки України на 2002–2005 рр. і передбачає здійснення комплексу заходів, спрямованих на дерегулювання підприємництва, легалізацію нерегламентованої зайнятості та доходів населення, реформування податкової системи і посилення контролю у бюджетній сфері. Статтею 2 Закону України "Про запобігання та протидію легалізації (відмивання) доходів, одержаних злочинним шляхом" № 249-IV від 28 листопада 2002 р. визначено, що до легалізації (відмивання) доходів належать дії, спрямовані на приховування чи маскуванню незаконного походження коштів або іншого майна чи володіння ними, прав на такі кошти або майно. Запровадження обов'язкового фінансового контролю за всіма фінансовими операціями регулювали Указом Президента України "Про заходи щодо запобігання легалізації (відмивання) доходів, одержаних злочинним шляхом" № 1199/2001 від 10 грудня 2002 р. і відповідно регулювали значні операції (на суму понад 20 тис. євро у безготівковому розрахунку і більше 10 тис. євро готівкою) або сумнівні. Здійснення первинного контролю було покладено на банки та інші фінансові інституції.

Другий етап розпочався в процесі внесення України до так званого "чорного списку" і пов'язаний із прийняттям Закону 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" № 485-IV від 6 лютого 2003 р. та Указу Президента України "Про невідкладні додаткові заходи щодо посилення боротьби з організованою злочинністю і корупцією" № 84/2003 від 6 лютого 2003 р. При цьому особливу увагу приділяли, по-перше, перевірки законності джерел походження коштів, що залучали для формування статутних капіталів банків та інших фінансових установ. По-друге, банки зобов'язані розробляти,

впроваджувати та постійно поновлювати правила внутрішнього фінансового моніторингу і програми його здійснення, а також визначено наступне: 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. У той же час із метою протидії легалізації (відмиванню) доходів, отриманих злочинним шляхом, зазначено, що відомості, надані компетентним органам згідно з чинним законодавством, не є порушенням комерційної, службової чи банківської таємниці. З урахуванням цього тільки за 6 місяців 2003 р. банківська система надала 200 тис. повідомлень, що за формальними й неформальними ознаками підходили під ті, котрі можуть бути пов'язані з "відмиванням грошей" [187, с. 2].

По-третє, було створено Координаційну раду з питань функціонування Єдиної державної інформаційної системи у сфері протидії легалізації доходів, отриманих злочинним шляхом, і відповідний моніторинговий департамент, який із 1 січня 2005 р. згідно з Указом Президента України № 1144/2004 від 28 вересня 2004 р. було реорганізовано в Державний комітет фінансового моніторингу України – центральний орган виконавчої влади зі спеціальним статусом. На практиці в організаційному плані було створено Єдину державну інформаційну систему у сфері запобігання та протидії легалізації (відмиванню) доходів та фінансуванню тероризму, яка у 2003 р. відстежила в господарській і банківській діяльності 16,8% порушень, а у сфері легалізації (відмивання) доходів, отриманих злочинним шляхом, відповідно: у фінансово-кредитній сфері – 8,7%, в операціях із цінними паперами – 2% та у діяльності конвертаційних центрів – 16,3% [218]. Вочевидь, що на першому етапі більшу увагу було приділено регулюванню банківського сектору і моніторингу фінансових операцій. Відповідно, на початку 2004 р. ФАТФ прийняла рішення призупинити санкції проти України.

Третій етап – триваліший, оскільки стосується інституційних та структурних перетворень на фінансовому ринку. Йдеться загалом про пункт 11 Сорока рекомендацій ФАТФ (Групи з розробки фінансових заходів боротьби з відмиванням грошей), який передбачає, що фінансові установи мають 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.

В Україні регулюючі державні органи здійснюють контроль за діяльністю учасників ринку фінансового капіталу у межах своїх повноважень, визначених законодавством. Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку України регулює ринок цінних паперів та похідних цінних паперів, Національний банк України – відповідно ринок банківських послуг, а Державна комісія з регулювання ринків фінансових послуг України – ринок страхових послуг і ринок фінансових послуг, які надають недержавні пенсійні фонди, кредитні спілки, ломбарди, лізингові компанії та інші учасники. На практиці згідно з чинним законодавством до установ, які здійснюють операції з грошовими коштами чи майном, належать: кредитні установи, страхові компанії, професійні учасники ринку цінних паперів, некредитні організації, які здійснюють грошові перекази, тощо. А відтак Положенням про застосування Державною комісією з регулювання ринків фінансових послуг України заходів впливу (розпорядження Держфінпослуг № 125 від 13 листопада 2003 р.) передбачено проводити перевірки (інспекції) з метою встановлення фактичного стану дотримання законодавства фінансовими установами та суб'єктами підприємницької діяльності, які відповідно до закону мають право здійснювати діяльність з надання фінансових послуг.

Оскільки більшість фінансових операцій взаємопов'язані, то при цьому, на нашу думку, складно практично виокремити поняття "суміщення надання фінансових послуг", "пряме залучення фінансових активів" та "опосередковане залучення фінансових активів". Так, якщо розглянути результати перевірок, то тільки у 2003 р. у діяльності 890 фінансових установ (67,7% перевірених

учасників) виявлено порушення законодавства, в т. ч. у: 556 емітентів (82,8% перевірених емітентів), 213 реєстраторів (54,3%), 18 інвестиційних компаній і фондів (72,0%), 95 торговців цінними паперами (57,6%), 8 зберігачів та депозитаріїв (80,0%). Порівняно з 2002 р. кількість виявлених правопорушень зросла на 29,9%. Варто також врахувати, що 508 перевірок (38,7% загальної кількості), проведено позапланово (за дорученням ДКЦПФР, за зверненням правоохоронних органів і прокуратури).

Із таких позицій заслуговує на увагу систематизація надання фінансових послуг згідно з Положенням про встановлення обмежень на суміщення діяльності фінансових установ з надання певних видів фінансових послуг (розпорядженням Держкомфінпослуг № 1515 від 8 липня 2004 р.). Зокрема, діяльність із безпосереднього або опосередкованого залучення фінансових активів від фізичних осіб із зобов'язанням щодо наступного їхнього повернення не можна суміщати з наданням будь-яких фінансових послуг; діяльність із надання фінансових кредитів за рахунок безпосереднього або опосередковано залучених коштів має право здійснювати на підставі відповідної ліцензії лише кредитна установа, і таку діяльність не можна суміщати з наданням інших видів фінансових послуг; діяльність із адміністрування пенсійних фондів не можна суміщати з діяльністю з управління фондом операцій із нерухомістю; діяльність з управління іпотечними активами не можна суміщати з залученням фінансових активів через випуск та розміщення іпотечних сертифікатів; діяльність із довірчого управління фінансовими активами не можна суміщати з іншими фінансовими послугами.

Разом з тим необхідно зазначити, що також доцільно більшу увагу приділити концентрації капіталу на ринку фінансових послуг. Наприклад, згідно із Законом Російської Федерації "Про захист конкуренції на ринку фінансових послуг" № 117-ФЗ від 23 червня 1999 р. передбачено державний контроль: за придбанням активів чи акцій (часток у статутному капіталі) фінансових організацій у випадках придбання юридичними особами понад 20% акцій (часток у статутному капіталі) фінансових організацій; за створенням

фінансових організацій і змінами статутного капіталу фінансовими організаціями, а також за процесами злиття та придбання фінансових організацій. На нашу думку, подібний досвід із захисту конкуренції на ринку фінансових послуг доцільно запровадити і в Україні.

Узагальнюючи оцінку застосування методів фінансового регулювання, можна зробити висновок, що в умовах інтеграції у міжнародну систему контролю за рухом тіньового капіталу в нашій державі здійснюються заходи, спрямовані на оптимізацію законодавства з метою детінізації економіки, відстеження сумнівних операцій у банках та на фінансовому ринку. З таких позицій, заходи щодо економічної амністії потребують, на нашу думку, 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 тіньових капіталів), а також суттєвого обмеження повноважень усіх контролюючих органів.

Формування єдиного економічного простору зі світовою спільнотою потребує активної державної позиції у вирішенні проблематики репатріації вітчизняного капіталу. А. Сміт зазначав, що міграція капіталів зумовлена в основному недосконалістю системи оподаткування, і власники капіталу намагаються оптимізувати його вкладення у країнах, де менші ризики втрати капіталу [382, с. 434]. Очевидно, що причини вивозу капіталу мають також історичні корені, зокрема, за даними Центрального банку Швейцарії, величина радянських авуарів у швейцарських банках нині становить біля 2 млрд. дол. США.

Саме у перші роки незалежності (1991–1994) економічно неефективно була втілена інвестиційна політика держави. Це у поєднанні з нестабільністю фінансового ринку та податкової політики призвело 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 закордонним партнерам змогу без особливих юридичних колізій не виконувати умови договорів, тобто створювали сприятливі умови для неповорнення коштів в Україну. Зокрема, у процесі приватизації доволі успішно були відпрацьовані схеми купівлі й перепродажу цінних паперів. Так, 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 із 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).

Вивіз капіталу стосується насамперед фінансової 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 зумовлена нерівномірністю економічного розвитку країн і, відповідно, створенням сприятливих умов у країнах, що потребують додаткових іноземних інвестицій (пільги, гарантії умов вигідного інвестування, вищий банківський відсоток тощо);
- 3) можливість залучення дешевших ресурсів (трудових, природних тощо);
- 4) у процесі первісного нагромадження капіталу зростає зацікавленість юридичних та фізичних осіб у гарантуванні безпеки грошових заощаджень,

можливості уникнення оподаткування чи використання інших економічних інтересів.

Для повернення капіталів українських підприємців (за оцінками фінансових аналітиків, за межі з держави вивезено понад 40 млрд. дол. США) 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, з одного боку, виступити основним гарантом повернення коштів, з іншого – 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. Передумови і наслідки амністії капіталів представлено вище (див. табл. 2.4).

Повернення й амністію капіталу, на нашу думку, слід здійснювати на основі комплексного підходу з урахуванням світового досвіду. На даному етапі у Верховній Раді України є на розгляді кілька концепцій (законопроектів), 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. Передбачено амністувати капітал (незалежно від джерел походження) за умови його повернення впродовж 365 днів із моменту набуття чинності згаданого закону. Крім того, запропоновано новий підхід до системи оподаткування і валютного регулювання за рахунок розширення операцій, які потребують ліцензування у Національному банку України. Разом з тим законопроект "Про економічну амністію" передбачає амністування капіталу за умови його повернення в країну 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.

Примітно, що позитивними аспектами 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 певної політичної та економічної нестабільності в країні зумовлює недостатньо прозору підзвітність органам влади правоохоронних та інших контролюючих органів, що ускладнює зростання довіри власників капіталів до внесених на розгляд законопроектів, а отже, й можливості повернення самих капіталів.

При розробці конкретних практичних дій у сфері гарантування фінансової безпеки держави доцільно, з нашої точки зору, взяти до уваги наступні основні напрями:

По-перше, з урахуванням міжнародної практики та основних положень згаданих законопроектів, у сфері забезпечення репатріації капіталів варто здійснити наступні заходи: чітко визначити предмети податкового амністування (корпоративні права, рухома чи нерухома власність тощо); встановити 5% податок на легалізовані капітали (доходи); законодавчо обмежити можливості невважених перевірок походження цих капіталів (використати міжнародні договори та норми з питань врегулювання цієї проблеми); розробити програми податкових амністій на певний період (наприклад, можливість повторення через кожних 3–5–10 років); обмежити 50% суми амністованих коштів, що можуть залишитися за кордоном; не оподатковувати доходи від банківських депозитів певного розміру для фізичних осіб. Слід зазначити, що залучення першокласних іноземних банків та венчурних фондів для легітимізації власників капіталів, а також тимчасова лібералізація законодавства щодо вкладення легалізованих капіталів у вітчизняну економіку чи цінні папери, номіновані в іноземній валюті, сприятимуть поверненню прихованих та вивезених з країни капіталів.

По-друге, натомість термін економічної амністії має бути не меншим одного року на першому етапі її проведення, а наступні етапи – від 3 до 6 місяців. Введення поетапності амністування можна обґрунтувати, з одного боку,

недостатньою довірою до політико-економічної ситуації у державі власників тіньових доходів (капіталів) і, відповідно, неприйняттям ними участі у першому етапі амністії. З іншого боку, на першому етапі, як правило, вимушені будуть легалізувати свої капітали власники, які володіють ними безпосередньо на території країни. Більше того, поетапне амністування є заохочувально-профілактичним. Поверненню вивезених із країни капіталів сприятимуть такі заходи: залучення першокласних іноземних банків для легітимізації власників капіталів; репатріація капіталів через венчурні фонди; тимчасова лібералізація законодавства щодо вкладення легалізованих капіталів у будь-який сегмент вітчизняної економіки чи державні цінні папери, номіновані в іноземній валюті.

По-третє, відповідно до вимог програмних документів у процесі приватизації деякі стратегічні підприємства було перетворено на відкриті акціонерні товариства й переведено на корпоративне управління, тому проблеми управління корпоративними державними правами, на нашу думку, перетворилися на проблему фінансової безпеки держави. При цьому варто враховувати, що корпоративна заборгованість у промислово розвинутих країнах сягає 40–50% ВВП. Наприклад, цілком очевидно, що вітчизняні підприємства, які мають розвинену дистрибуторську мережу, високий імідж, а також відомі торгові марки, стають привабливими для іноземних інвесторів. Разом з тим, конкретний інвестор зацікавлений включити в діючу мережу нове підприємство, контрольним пакетом акцій якого він володіє. Власне, так буде здійснено інвестування кластера з мінімальним ризиком для інвестора й розширенням ринку збуту товарів і продуктів даного підприємства. Крім того, згадану систему широко використовують для налагодження випуску складних виробів на основі напівфабрикатів. Цілком ймовірно, що це може призвести до того, що держава втратить контроль за певним видом економічної діяльності²¹.

²¹ Економічна діяльність – це процес поєднання дій, що призводять до отримання відповідного набору продукції чи послуг (дане поняття гармонізовано з Класифікацією видів економічної діяльності Статистичної Комісії Європейського Союзу (NACE)).

Водночас, за станом на 1 січня 2005 р., за даними Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку України, у власності акціонерів-нерезидентів перебувають 21,8% акцій українських емітентів на суму 27,6 млрд. грн., тоді як у 2003 р. було зареєстровано 799 акціонерних товариств, що мали акціонерів-нерезидентів, і загальна кількість цінних паперів, що належали власникам-нерезидентам, становила 81797 млн. шт., або 35,25% загальної кількості цінних паперів, котрі перебували на обліку в зберігачів. Загальноновизнаною і доволі прийнятною є стратегія держави, спрямована на збереження контролю над вітчизняним ринком фінансового капіталу, відповідно на відстеження й координацію діяльності стратегічно важливих підприємств та створених за їхньою участю різноманітних структурних систем.

По-четверте, з метою захисту небанківських фінансових інституцій від недобросовісних позичальників доцільно законодавчо передбачити їхній доступ до бюро кредитних історій (кредитних бюро). Якщо врахувати, що нині сумнівними є 8–10% наданих кредитів, то співпраця інституцій із кредитним бюро дасть змогу не тільки відстежувати платіжну історію позичальника, повніше оцінити боргові його зобов'язання (зокрема, кредитні), а прийняти зважені рішення щодо доцільності фінансових операцій. При цьому варто регламентувати процедуру надання фінансовими установами відповідної інформації в загальну базу даних, встановити правила використання, розкриття і конфіденційності інформації, а також розробити систему її захисту. Розширення законодавчого поля, що регулює діяльність кредитних бюро, спрямоване на надання однакових умов для учасників ринку, а також на забезпечення прозорості відкритої фінансової інформації.

По-п'яте, держава має здійснювати контроль за фінансовими потоками, а приватні фінансові інституції самостійно, в межах законодавчо визначених засад, вирішувати локальні завдання – діяти згідно зі статутними документами, забезпечувати отримання доходів (прибутків), диверсифікувати різноманітні ризики тощо. Відтак виникає необхідність діяльності саморегульованих організацій, які є неприбутковими об'єднаннями фінансових установ і створені

з метою захисту інтересів своїх членів та інших учасників ринків фінансових послуг. Вони розробляють і впроваджують правила поведінки на фінансових ринках, застосовують внутрішній контроль, причому, що особливо важливо – узгоджують основні принципи та рекомендації щодо запобігання легалізації коштів, отриманих злочинним шляхом (зокрема, відстеження руху коштів на рахунках, котрі не відповідають статутній діяльності клієнтів; використання рахунків як транзитних; нецільове використання коштів інвесторів). Із позицій всебічного регулювання вітчизняних фінансових установ саме активізація діяльності саморегульованих організацій сприятиме координації їхньої діяльності з відповідними державними органами, що здійснюють регулювання ринків, відповідно до потреб суб'єктів економічних відносин, яких вони обслуговують.

При цьому варто зауважити, що за останні роки зросло також значення міжнародних саморегульованих організацій, які діють на ринках фінансового капіталу. Наприклад, у США функціонує дворівнева система регулювання ринку цінних паперів: державне регулювання (Комісія цінних паперів та бірж і спеціальні органи регулювання в штатах) та саморегулюючі організації професійних учасників ринку цінних паперів (фондові біржі, Національна асоціація фондових дилерів (NASD)).

Вважаємо, що розробка, відпрацювання і послідовність реалізації перерахованих важелів регулюючого впливу, спрямованих на гарантування фінансової безпеки держави, сприятиме її подальшому економічному зростанню та утвердженню на світовій арені.

Висновки до розділу 2

Дослідження тенденцій розвитку ринку фінансового капіталу в економічній системі держави дозволяє зробити наступні висновки:

1. Систематизовано і ретроспективно проаналізовано етапи становлення та функціонування ринку фінансового капіталу з урахуванням особливостей розвитку економічної системи держави. Особливу увагу приділено висвітленню проблем, пов'язаних з економіко-правовим та інституційним забезпеченням функціонування ринку фінансового капіталу. Доведено, що державний механізм економічного регулювання має сприяти запобіганню деформації об'єктивних ринкових процесів і відносин.

2. Досліджено, що економічні методи державного регулювання ринку фінансового капіталу мають бути ґрунтованими на наступних засадах: визначення сфери діяльності, де є ефективніший безпосередній державний контроль; оптимізація взаємодії адміністративних та економічних заходів державного регулювання національної економіки; прогнозування результатів прийнятих господарських рішень загальнодержавного значення, що впливають на функціонування ринку фінансового капіталу. Для належної діяльності ринку фінансового капіталу розглянуто доцільність вибору відповідного принципу регулювання і використано схему із застосуванням графа-дерева цілей, оскільки саме вона дає змогу здійснити наочний пошук регулюючих дій за наявності кількох критеріїв.

3. Значна увага приділена дослідженню економічних методів державного регулювання ринку фінансового капіталу: зважена державна підтримка перманентно здійснюваних заходів із націоналізації, денационалізації підприємств, санації збиткових підприємств, а також всебічна підтримка приватного сектору сприяє розвитку економічних систем та розширенню сфери функціонування фінансового капіталу; грошово-кредитна політика держави має забезпечувати оптимізацію поєднання прямих та опосередкованих інструментів регулювання обсягу й структури грошової маси; створення та вдосконалення єдиної системи стратегічного прогнозування і планування, тобто активну позицію займає саме державне регулювання.

4. Формування фінансового капіталу тісно пов'язане з генезою приватної власності, а становлення ринкової економіки засвідчило діалектичну складність

у взаємодії регулювання процесів реформування державної власності, формування нових організаційних форм господарювання та інститутів ринку. На підставі всебічного аналізу основних етапів приватизації державної власності відстежено тенденції та особливості розвитку ринку фінансового капіталу та визначені суперечливі тенденції процесу приватизації в Україні.

5. Приватизація сприяла початковому етапу нагромадження фінансового капіталу в суб'єктів підприємництва. Визначені суперечливі тенденції процесу приватизації в Україні, які зумовлені значною мірою недостатнім законодавчим та економічним обґрунтуванням доцільності продажу об'єктів як за гроші, так і шляхом передачі на безкоштовній основі, враховуючи соціальну значущість об'єктів державної власності. Аргументовано доцільність координації державного регулювання і корпоративні засади поведінки учасників при виборі єдиної стратегії моніторингу приватизованих підприємств з метою гарантування прав власності; спрямування коштів, отриманих від приватизації, на моніторинг післяприватизаційної підтримки підприємств з урахуванням фінансового стану та інвестиційної привабливості приватизованих підприємств, які потребують державної підтримки.

6. При визначенні подальших перспектив розвитку акціонерних товариств слід зважати на те, що в ході приватизації вони стали найпоширенішою формою господарювання, і структурно-правова форма товариств не обмежує можливостей використання різноманітних організаційних форм виробництва та управління. Потрібно законодавчо врегулювати продаж державних пакетів акцій з урахуванням їхнього стратегічного значення для економічної системи держави. При прийнятті Закону України "Про акціонерні товариства" слід передбачити правові засади регулювання процедури додаткових емісій цінних паперів, обов'язкового розкриття реєстру акціонерного товариства для забезпечення прозорості капіталів, узгодження корпоративних відносин і ввести контроль за нарахуванням та сплатою дивідендів.

7. Слід переглянути результати конкурсів за окремими об'єктами, здійснених із порушеннями процедури приватизації, а підстави та критерії перегляду обмежити відповідними економічно-правовими заходами. З таких позицій варто зваженіше підійти до системної приватизації у стратегічно важливих галузях економіки. При прийнятті Закону України "Про управління об'єктами державної власності" необхідно чітко визначити правові засади управління державною часткою власності. Розглянуто доцільність запровадження інституту державних управлінців підприємствами, котрі діятимуть за принципом "система справжньої власності", що координуватиме інститути власності й забезпечуватиме контроль за діяльністю підприємств незалежно від форм власності.

8. Функціонування економічної системи потребує концептуальних підходів до гарантування фінансової безпеки держави. Це дало змогу уточнити поняття "фінансова безпека" як особливий стан економіки, за якого забезпечують формування позитивних фінансових потоків у обсягах, необхідних для виконання державою та органами місцевого самоврядування завдань і функцій на макро- та мікрорівні. При підвищенні рівня фінансової безпеки держави, доцільно враховувати, по-перше, значну тінізацію економіки, що потребує зваженого підходу до лібералізації економічних відносин між суб'єктами господарювання. По-друге, нині зберігається порівняно невисока капіталізація у промисловому і банківському сегментах вітчизняної економіки, тому режим вільного руху капіталу є неприйнятним.

9. Висвітлено особливості функціонування тіньового сектору та його вплив на структурні зміни в економічній системі держави. Зазначено, що власне законодавча незахищеність права власності спричиняє розвиток тіньового сектору економіки, суттєво впливає на структурні зміни в економіці країни. Запропоновано для зміцнення фінансової безпеки держави акцентувати увагу на економічній незалежності та стійкості фінансової системи, а також її здатності забезпечувати ефективність функціонування національної економіки і макроекономічне зростання.

10. Дослідженням встановлено складність розробки і послідовності реалізації державних заходів, спрямованих на протидію тіньовій економіці. Це пояснено тим, що в процесі реформування економіки фінансові установи активізували свою діяльність з використанням відпрацьованих інструментів і схем взаємодії з усіма секторами господарського комплексу. Запропоновано систему моніторингу за національним ринком фінансового капіталу й окремими суб'єктами при проведенні заходів, спрямованих на протидію незаконним фінансовим операціям та легалізацію доходів, отриманих незаконним шляхом.

11. Щоб створити сприятливі умови для функціонування ринку фінансового капіталу, держава має виступити основним гарантом повернення вивезених і прихованих капіталів: законодавчо визначити перелік об'єктів (предметів) податкового амністування та розробити програми її здійснення (можливість повторення програм податкових амністій через кожних 3–5–10 років); встановити 5% податок на легалізовані капітали (доходи); обмежити 50% суми амністованих коштів, котрі їх власники можуть залишатися за кордоном; не оподатковувати легалізовані доходи, які фізичні особи отримали за межами України від банківських депозитів; законодавчо обмежити можливості надмірних перевірок походження легалізованих капіталів відповідно до міжнародних договорів та норм.

12. З метою захисту небанківських фінансових установ від недобросовісних позичальників законодавчо передбачити їхній доступ до кредитних бюро. При цьому варто регламентувати процедуру надання фінансовими установами відповідної інформації в загальну базу даних кредитних бюро, встановити правила використання, розкриття і конфіденційності інформації, а також розробити систему її захисту.

Основні результати розділу опубліковані в наукових працях: [36, 37, 40, 41, 42, 43, 53, 59, 60, 69, 82, 83, 86, 87, 88, 90, 184, 253, 319].

РОЗДІЛ 3

МЕХАНІЗМ ФУНКЦІОНУВАННЯ РИНКУ ФІНАНСОВОГО КАПІТАЛУ В ЕКОНОМІЧНІЙ СИСТЕМІ УКРАЇНИ

3.1. Особливості механізму формування та функціонування ринку фінансового капіталу в Україні

В економічній системі держави під механізмом мають на увазі систему основних форм, методів та інструментів використання економічних законів, а також реалізацію прав власності. Вперше у XIX ст. французький економіст О. Курно при розробці теорії економічної рівноваги особливу увагу приділив розгляду господарської системи, що уособлює єдине ціле, а всі її частини є взаємозалежними і впливають одна на одну. Для позначення окремих елементів господарського механізму як цілісної системи в економічній літературі часто використовують поняття "організаційний механізм", "економічний механізм", "фінансовий механізм" тощо. Власне, поняття механізм (від грец. μηχανή – знаряддя, пристрій) – це система, що визначає порядок того чи іншого процесу, діяльності, будь-яких явищ [378, с. 355]. Зокрема, у "Великому тлумачному словнику економічних і юридичних термінів" фінансовий механізм трактують як сукупність фінансових інструментів, форм і способів регулювання економічних процесів та відносин [255, с. 656]. Вважаємо, що механізм формування і функціонування ринку фінансового капіталу доцільно розглядати як конкретне поєднання відносин, методів та способів, що забезпечують отримання доходів його учасниками й підтримку динамічної рівноваги в економіці.

По суті, сучасний механізм функціонування фінансового капіталу гнучко пристосовується до зміни економічної кон'юнктури ринку; одні форми взаємозв'язків промислових і банківських сфер змінюють інші, причому кожна з них може модифікувати свої зміст та ознаки впродовж навіть невеликого

проміжку часу. Саме тому варто зосередитися на науковому дослідженні діяльності учасників ринку фінансового капіталу щодо розподілу повноважень між його учасниками у процесі прийняття відповідних фінансово-господарських рішень з метою отримання прибутку. За аналогією можна визначити: якщо ефективність однієї ланки економічної системи – V_1 , а іншої – V_2 , то загальна ефективність цих ланок буде:

$$V_{1,2} = V_1 \times V_2.$$

Виходимо з того, що підвищення рівня консолідації фінансового капіталу починає відігравати визначальну роль у взаємодії промислового і банківського секторів економіки. В. Шемятенков у праці "Теорія капіталу" зазначив, що суть еволюції теорії капіталу може бути виражена простою схемою: побудова безлічі функціональних моделей; відстеження щодо кожної з досліджуваних проблем двох полярних підходів; синтез формально протилежних підходів на базі еkleктики й початок нового кола розвитку [438, с. 217]. Тому акцентуємо увагу на деяких основних аспектах функціонування первинного ринку фінансового капіталу, що стосуються предмета нашого дослідження.

Основою формування первинного ринку фінансового капіталу в Україні став процес масштабної інтеграції капіталів та корпоратизації, що розпочався під час масової приватизації державної власності (про це свідчить створення багатьох відкритих акціонерних товариств та інших об'єднань суб'єктів господарювання, а також розширення випуску й обігу цінних паперів). Разом з тим необхідно зазначити, що особливості функціонування даного ринку відображають не стільки наслідування певних теоретичних концепцій державної регуляторної політики у фінансовій сфері, спрямованих на досягнення стратегічних цілей макроекономічного зростання, скільки орієнтацію у різні етапи перехідного періоду на ті чи інші тактичні завдання розвитку промислового сектору економіки. При цьому ми виходимо з визнання поняття "корпоративний капіталізм" (corporate capitalism), що відображає сучасний погляд на економіку промислово розвинутих країн, відповідно до якого у виробничому секторі домінують потужні корпорації, власність котрих

відокремлена від управління [379, с. 245]. Отже, йдеться про корпоративне управління як систему взаємозв'язків між усіма учасниками акціонерного товариства, що регламентує механізми й способи взаємодії зацікавлених учасників, за допомогою яких вони представляють свої інтереси та взаємодіють як з товариством, так і між собою.

На процес нагромадження капіталу впливають стан і стратегія поведінки учасників на первинному ринку фінансового капіталу. Власне, основні засади функціонування первинного ринку фінансового капіталу перебувають у площині теорії і практики корпоративного управління, а формування корпоративної культури діяльності забезпечує конкурентоспроможність акціонерних товариств, які є запорукою економічної життєдіяльності держави загалом. Більшість вчених-економістів вважає [351, с. 101–124; 363; 375, с. 29–37], що сучасна ринкова економіка є державно-корпоративною і, відповідно, новою формою пом'якшення протистояння фінансового капіталу й праці у результаті взаємної координації дій держави, підприємств, профспілок та працівників. В економічній теорії обґрунтована концепція доцільності побудови постіндустріальної корпоративної держави. Так, для Російської Федерації економіст К. Маркарян запропонував "третій шлях" розвитку – створення єдиного інтегрованого ієрархічного мегахолдингу, керованого державою-корпорацією, а його акціонерами можуть стати всі громадяни країни [282, с. 39]. Суть цієї пропозиції – використання переваг потужних економічних інституцій – корпорацій, тому й обґрунтована 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 розвинутих країн уже 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 головними 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 та 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 всіх учасників.

Упродовж свого розвитку більшість країн створюють моделі корпоративного управління, подібні до взірців, використаних у промислово розвинутих країнах, але з урахуванням особливостей власних національних економік. Теоретично таке моделювання відображає часткове узгодження економічних інтересів суспільства та ідеалізує можливості запобігання різким соціально-економічним потрясінням, характерним для періоду реформування.

Оскільки в Україні та інших країнах із трансформаційною економікою на даному етапі розвитку ще збереглися певні ідеї колективізму та соціальної справедливості, закладені попереднім соціалістичним ладом, то, беручи до уваги моделі корпоративного управління, можна передбачити, що ці країни вже достатньо наближені до постіндустріального суспільства. Проте слід розмежовувати сучасні проблеми корпоративного управління і правового забезпечення акціонерних товариств (зокрема, в Україні, з огляду на підготовлений законопроект "Про акціонерні товариства").

Разом з тим досягнення ефективності управління корпоративно-консолідованим фінансовим капіталом тісно пов'язане з низкою наступних основних аспектів. По-перше, економічно зважене управління корпоративно-консолідованим фінансовим капіталом потребує не лише законодавчого забезпечення (зокрема, дотримання Кодексу корпоративного управління), а й усвідомлення того, що корпоративне управління – це важливий сегмент забезпечення конкурентоспроможності вітчизняної економіки, щільно

пов'язаний із державною економічною політикою. Ринкову стратегію підприємств треба орієнтувати на задоволення різноманітних потреб споживачів, проте в умовах формування корпоративної моделі управління значно зростає роль державної регуляторної політики, спрямованої на гарантування недоторканості прав власності та створення сприятливих умов для запровадження інновацій.

По-друге, акціонерні товариства (підприємства), що виникли або модернізувалися завдяки процесам роздержавлення та приватизації, стають основою для зростання концентрації як власності, так і фінансового капіталу. При цьому нема суттєвих обмежень у їхній діяльності, оскільки оперативний контроль за процесами злиттів та поглинань держава переклала на законодавчу сферу регулювання (наприклад, дотримання вимог антимонопольного законодавства). За останні роки намітилася тенденція зменшення кількості акціонерних товариств (АТ) і зростання різноманітних інтеграційних об'єднань у промисловості. Зокрема, кількість товариств зменшилась із 35693 у 1999 р. до 34662 у 2004 р., або на 1031, а кількість асоціацій за відповідний період зроста з 2326 до 2629 (на 13%), корпорацій – з 500 до 761 (на 52%), концернів – із 358 до 388 (на 8%), консорціумів – із 51 до 66 (на 29%) та об'єднань – із 2035 до 2082 (на 2%) (додаток В).

Проте зменшення кількості акціонерних товариств, які є основою відтворення фінансового капіталу, водночас засвідчує збільшення їхньої потужності та прискорення процесу диверсифікації діяльності у виробничій сфері. Слід зазначити, що особливості концентрації виробництва своєрідно відображаються на характеристиках цього процесу, оскільки міжгалузєва інтеграція промислового капіталу розвивається поряд із універсалізацією фінансового капіталу, хоча подібних рис та ознак між ними стає дедалі більше.

По-третє, у 1990-х рр. застосування безготівкових платежів сприяло зростанню вертикально інтегрованих конгломератів та діяльності як формальних, так і неформальних промислово-фінансових груп, що частково ускладнювало розвиток конкуренції. Водночас, якщо врахувати результати

обстеження ділової активності підприємств країн із трансформаційною економікою, які свідчать, що майже 30% державних підприємств не мають конкурентів, а у приватному секторі не мають конкурентів лише 5–9% [334, с. 22–26], то можна зробити наступний висновок: основними учасниками ринку фінансового капіталу є ВАТ, створені в процесі приватизації, які опосередковано, через різноманітні об'єднання, контролюють свої сегменти ринку, що загалом обмежує входження нових учасників у промисловий сектор економіки.

В умовах макроекономічного зростання в Україні великі підприємства диверсифікують сферу діяльності, а також намагаються розширити свою присутність на рівні Європейського Союзу, залучити новітні технології у виробництво та інші види діяльності. Таке перетворення на транснаціональні фінансово-господарські структури використовують для збільшення впливу в межах національної економіки. Свої переваги такі підприємства втілюють через порівняно прискорене нагромадження, що й зумовлює ще вищий рівень концентрації виробництва і капіталу.

При цьому спостерігаються деякі особливості, характерні для нинішнього етапу розвитку первинному ринку фінансового капіталу:

1. Для контролю за процесами в економіці країни підприємства 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, проте це не стосується послаблення їхнього впливу і контролю у своїй галузі. Зміцнення фінансового становища підприємства відбувається у вигляді як нагромаджень шляхом капіталізації, так і централізації капіталу. Ці процеси тривають одночасно, доповнюючи та посилюючи один одного. У сучасних умовах централізація капіталу є панівною і відіграє вирішальну роль у нарощуванні економічного потенціалу для розвитку підприємства в умовах структурної перебудови економіки.

2. У централізації капіталу важливу роль відіграє механізм фінансування, який постійно вдосконалюють для задоволення потреб підприємств, що здійснюють поглинання та злиття, і потреб відповідних фінансових установ (насамперед банків, що забезпечують ці процеси та діяльність ринку капіталу в цілому).

Проблеми фінансування актуальні для кожного підприємства. Хоча підприємство має власні внутрішні джерела, їх, як правило, недостатньо, тому постійно виникають питання узгодженості економічних інтересів між учасниками виробничого процесу – власниками, менеджерами, працівниками і державними органами управління. Якщо залучити боргове фінансування, то кредити, які надали банки, здебільшого короткотермінові та з високою відсотковою ставкою. Можна випустити облігації, але це потребуватиме забезпечення фіксованого розміру дохідності для інвесторів, що не завжди можливо, оскільки необхідна дохідність найчастіше може навіть перевищувати ставку за кредитами банків. Така ситуація (коли вартість банківських ресурсів нижча від фіксованого розміру дохідності за облігаціями) призведе до значних витрат із обслуговування облігаційної позики, тобто фактично до збитків емітента, погіршить його ринкову привабливість.

Пошук альтернативних джерел інвестування для підприємств простіший, оскільки вони можуть здійснити додаткову емісію акцій, а кошти, отримані від розміщення акцій, спрямувати на виконання виробничої програми чи поповнення власного капіталу. Зауважимо, що в економічно розвинутих країнах додаткова емісія акцій – це постійне джерело інвестицій, хоча для емітента воно є доволі дорогим джерелом фінансування. Так, у 2004 р. сумарна вартість зареєстрованих у ДКЦПФР України випусків акцій, емітованих з метою залучення коштів відкритими та закритими акціонерними товариствами, становила 15,19 млрд. грн. – 51,46% загального обсягу зареєстрованих випусків (у 2003 р. – 13,023 млрд. грн. і 53,62% відповідно). Порівняно з 2002 р. збільшились як загальний обсяг зареєстрованих випусків акцій на 7,999 млрд.

грн., які емітовано з метою залучення коштів, так і питома вага загального обсягу зареєстрованих випусків акцій із 56,22% у 2002 р. до 81,5% у 2004 р.

3. Сучасна перебудова підприємств характерна консолідацією капіталу у вигляді злиттів, поглинань, купівлі-продажу інших компаній, підрозділів або окремих технологічних ліній. Така тенденція допомагає їм успішно конкурувати на внутрішньому і зовнішньому ринках, оскільки цьому сприяє зосередження значної частини сукупного промислового капіталу на найбільших підприємствах.

Зауважимо, що антимонопольне законодавство перешкоджає нестримному прояву згаданої тенденції, проте підприємства мають великий вітчизняний і зарубіжний досвід щодо подолання законодавчих обмежень, зокрема, підпорядкування компаній при збереженні їхньої юридичної незалежності, 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.

Підприємства намагаються досягти переваги за рахунок можливості поєднувати у структурі власності як великі компанії, котрі високоефективні за обсягами виробництва, так і менші за розмірами, вузькоспеціалізовані компанії, що 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. Варто зазначити, що зменшення оптимальних розмірів, зростання частки середніх і малих виробничих підрозділів, як правило, не заважають загальному рівню концентрації виробництва; при довільному середньому розмірі компанії, яка належить даному підприємству, 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 – поєднання компаній, філій, підрозділів різних величини і потужності, що є відображенням своєрідності сучасних процесів концентрації та централізації капіталу. Створення нових або купівля інших компаній дає підприємству змогу використати їх як своєрідні ризикові підрозділи щодо його діяльності у цілому. Вони сприяють випробуванню і впровадженню нових видів виробництва, освоєнню ринків для нових товарів, визначають доцільність та перспективність застосування ноу-хау, розробленого на підприємстві, а також інші інновації з невизначеним ступенем ризику і доцільності впровадження.

4. У сучасних умовах розвитку науково-технічного прогресу підприємство відчуває необхідність динамічної і глибинної перебудови діяльності у зв'язку зі зміною умов відтворення, структурними зрушеннями у вітчизняній економіці та зміною у системі державного регулювання. Розглянемо деякі нововведення, які підприємство може застосовувати для посилення взаємозв'язків у фінансовому капіталі, що дають змогу впливати на його сферу діяльності.

Є три основних способи підвищення потенціалу підприємства, які нині широко застосовують:

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 в суміжні галузі, функціонально залежні від основного виробництва підприємства, – вертикальна концентрація виробництва і капіталу;

3. діяльність щодо вкладення капіталу (інвестування) у кількох функціонально не пов'язаних між собою галузях – диверсифікація виробництва й капіталу.

У сучасних умовах згадані способи цікаві своїм поєднанням і методами міжгалузевої взаємодії, які застосовують відповідні підприємства. Зокрема, великі підприємства стали багатогалузевими й завдяки цьому зміцнили зв'язки між галузями та сферами економіки (горизонтальна концентрація). Процес

міжгалузевого розширення діяльності розгортається у вигляді як поєднання вертикальної концентрації, так і диверсифікації у галузі, принципово нові для даного підприємства.

Зокрема, вертикальна концентрація доцільна, коли для діяльності на ринку підприємству необхідна участь у всіх етапах виробництва та обігу основної продукції. Зауважимо, що цей приклад є типовим для підприємств із достатньо високим рівнем концентрації та централізації виробництва і капіталу.

Диверсифікація переважає серед інших методів міжгалузевої "експансії". Цьому сприяють наступні чинники. В умовах загострення конкуренції прискорюється надмірна концентрація капіталу в традиційних галузях економіки, тому провідні підприємства прагнуть влитися у виробництва, які швидко розвиваються завдяки досягненням науково-технічного прогресу і мають вищі прибутки, перспективніші у мінливій економічній системі держави. Найбільших успіхів досягають підприємства, які встигли увійти в такі галузі ще до насичення ринку, що й сприяє випередженню їхнього зростання щодо базових галузей.

Водночас багатогалузева диверсифікація дає підприємству змогу зменшити ризик інвестицій в одну галузь у випадку несподіваних або різких коливань кон'юнктури ринку, а також полегшує здійснення централізованої фінансової стратегії. Високі прибутки, що філії підприємства отримали 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).

Диверсифікація, як правило, вдало поєднується зі зміцненням і поглибленням спеціалізації підприємства. При розпродажу частини філій підприємство отримує грошові кошти 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 негативно відображається на рентабельності. Поєднання обох тенденцій можна пояснити, на нашу думку, неоднаковим впливом мінливих умов діяльності на окремі групи підприємств.

Диверсифікація та спеціалізація як визначальні тенденції розвитку підприємства сприяють зростанню усупільнення виробництва та утвердженню діяльності підприємства на ринку. Їхнє поєднання – прояв діяльної перебудови організаційної структури підприємства, реформування економіки у цілому. Тепер головними чинниками переважання спеціалізації над диверсифікацією стали новітній розвиток науково-технічного прогресу (виникнення нових технологій) та посилення іноземної конкуренції (як ознака глобалізації економіки).

Ліквідація кількох філій (дочірніх компаній), які не "вписуються" в оновлену організаційну структуру підприємства, дає йому змогу розпочати розвиток у бік вужчої, ніж раніше, спеціалізації, що потребує придбання підрозділів і 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 надто віддалені від основної спеціалізації підприємства.

Перед багатьма підприємствами сучасних наукомістких галузей постало питання, чому віддавати перевагу – диверсифікації чи поглинанню. На перших етапах вирішення цього питання підприємство поглинає компанії інших галузей з метою власної диверсифікації. Водночас спеціалізація розвивалася насамперед на основі концентрації, а не за рахунок централізації капіталу. Нині даний час маємо іншу тенденцію – підприємство 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.

Спеціалізація та диверсифікація мають глибинний зв'язок. Збільшення прибутку в галузях спеціалізації підприємства використовують для

фінансування його впровадження в інші галузі, необхідні для розвитку виробництва та діяльності. Кошти, вивільнені у результаті реінвестування у непрофільних галузях, підприємство спрямовує на поглиблення спеціалізації.

Фінансова взаємозалежність цих процесів породжує новий органічний зв'язок спеціалізації та диверсифікації: сучасне спеціалізоване виробництво потребує від підприємства впровадження в галузі, що забезпечують матеріально-технічну базу перебудови (реформування) інших галузей, тому підприємству слід купувати ті компанії, які мають найбільші досягнення у застосуванні новітніх технологій.

При цьому зростає значення вторинного ринку фінансового капіталу, роль якого важко переоцінити з огляду на широку сферу охоплення різних аспектів діяльності суб'єктів господарювання, банків та небанківських установ і забезпечення безперервності процесу обігу грошових коштів і виражену в грошовій формі частку матеріальних, нематеріальних та фінансових активів. Роль фінансових установ не обмежується наданням законодавчо визначених послуг державі, підприємницьким структурам і населенню. Зауважимо, що, не виготовляючи самостійно суспільний продукт, вони опосередковано беруть участь у його створенні, оскільки забезпечують відтворювальний процес грошовими ресурсами, гарантуючи його злагодженість і безперервність, а отже, мають реальні важелі впливу на відтворювальний процес, коригуючи його темпи, пропорції та масштаби. У цьому аспекті варто наголосити, що всі складові фінансово-кредитної системи країни є стратегічними секторами економіки, котрі використовують як важливий інструмент державного регулювання. Вважаємо за доцільне розглянути наступні основні аспекти:

По-перше, промислово-торгові об'єднання налагоджують взаємозв'язки з банками не тільки на первинному, а й на вторинному фінансовому ринку. Якщо на первинному ринку (біржовому ринку акцій) взаємодіють акціонерні товариства, які випускають цінні папери (переважно акції), і банки як гаранті та передплатники (андеррайтери), то на вторинному ринку ці стосунки стають ще складнішими й взаємозалежнішими, оскільки тут брокерські функції в

сучасних умовах виконують власне промислово-торгові об'єднання, банки та інші фінансові установи. Збільшенню капіталу сприяють спільні фінансові операції підприємств та установ обох ланок з емісії та обігу облігацій, заставних, векселів, інших цінних паперів, пов'язаних із міжкорпоративним кредитуванням та діяльністю на ринку фінансового капіталу.

Разом з тим, прямий міжкорпоративний кредит, при якому емітують цінні папери, став одним із основних видів надання фінансових ресурсів одним підприємством іншому, минаючи традиційні способи банківського кредитування. Великі банки – головні покупці цінних паперів, оскільки їхній випуск та розміщення доступні тільки потужним підприємствам. Водночас банки є гарантами і дилерами, тому, враховуючи рівень нагромадження фінансового капіталу й особливості його обігу, саме міжкорпоративні кредитні відносини на основі цінних паперів стають підставою та запорукою постійно відновлюваних взаємозв'язків підприємств і банків, чим розширюються можливості й для їхнього спільного контролю за рухом фінансового капіталу.

Зауважимо, що нині структура великих підприємств є багатоступеневою з вбудованими спеціалізованими складовими, які здійснюють контроль та узгодження дій в їхній інтегрованій фінансовій діяльності. Як правило, переважна більшість провідних вітчизняних підприємств співпрацює з іноземними інвесторами (безпосередньо або опосередковано через банки), тому до централізованого керівництва діяльністю на ринку фінансового капіталу додаються ще питання, пов'язані з міжнародними зовнішньоекономічними відносинами. Зокрема, тандем банків і підприємств дає змогу залучати додаткові ресурси за допомогою синдикованих кредитів, випуску й розміщення єврооблігацій, використовувати експортне кредитування. Особливості цих форм залучення ресурсів подано в таблиці 3.1.

По-друге, інноваційна стратегія економічного розвитку та вступ до Світової організації торгівлі сприятимуть виникненню на національному ринку глобальних транснаціональних банківських установ, які обслуговують провідні

корпорації більшості країн світу, а також забезпечують високий рівень

Таблиця 3.1

Порівняльна характеристика різних форм залучення ресурсів

Параметри	Єврооблігації	Синдиковані кредити	Експортне фінансування
Термін	Від 3 років	Від 6 до 12 міс.	До 5 років
Обсяг	Від 100 млн. дол. США	10-45 млн. дол. США	До 10 млн. дол. США залежно від вартості експортованого об'єкта
Ставка	Від 10%	5,5–8,0%	8–10%
Застава	Не обов'язкова	Обов'язкова	Обов'язкова
Додаткові вимоги	Прозорість діяльності, міжнародний аудит і рейтинг, інші законо-давчі обмеження	Міжнародний аудит	Лише при імпорті товарів, що фінансують експортні агенства

банківського сервісу, використання ноу-хау і сучасних технологій. Тут ідеться також про розвиток і постійне вдосконалення інформаційних технологій (сучасні програмні продукти, електронна пошта, оптико-волоконний цифровий зв'язок), сприяння розширенню сфери впливу новітніх спеціалізованих ринкових інфраструктур (зокрема, онлайн-банків).

По-третє, якщо на початку економічних реформ фінансова сфера постсоціалістичних країн залежала від дієвості банківської системи, то поступово зростає потреба у функціонуванні активних і ліквідних фінансових ринків, спроможних забезпечити інвестування проектів, диверсифікувати вкладення з метою мінімізації ризиків.

При розгляді функціонування ринку фінансового капіталу слід враховувати тенденції розвитку різних регіонів України. Дослідження свідчать про нерівномірний розподіл промислових і фінансових сегментів навіть у межах окремих регіонів, що зумовлює особливості розвитку вітчизняного ринку фінансового капіталу. Визначення інвестиційної привабливості регіонів

України за допомогою методики інтегральної оцінки у розрізі промислового та фінансового секторів економіки дає змогу визначити стратегію діяльності учасників ринку фінансового капіталу на перспективу. Дана методика передбачає розрахунок трьох узагальнюючих показників, оцінка яких базована на використанні певної сукупності аналітичних показників. Перша група об'єднує основні показники економічного розвитку регіонів: валова додана вартість; валова додана вартість у розрахунку на одну особу; доходи місцевих бюджетів; прямі іноземні інвестиції в регіони; прямі іноземні інвестиції з регіонів; кількість об'єктів, що змінили форму власності в аналізованому році; вартість майна; очікуване надходження коштів від продажу об'єктів; рівень зареєстрованого безробіття; середньомісячна номінальна заробітна плата найманих працівників; доходи населення; видатки населення.

До другої групи належать показники розвитку регіонів, що характеризують промисловий сектор: інвестиції в основний капітал; прямі іноземні інвестиції у спільні підприємства; прямі іноземні інвестиції зі спільних підприємств; фінансові результати діяльності (сальдо); чистий прибуток; результати від операційної діяльності; затрати на виробництво продукції; рентабельність операційної діяльності; рентабельність усієї діяльності; дебіторська заборгованість; кредиторська заборгованість; кількість малих підприємств.

Третя група містить показники розвитку регіонів, що характеризують фінансовий сектор: статутний капітал банків; залишки коштів, розміщених на рахунках суб'єктів господарювання; залишки коштів на рахунках фізичних осіб; залишки заборгованості за кредитами, які надали банки суб'єктам господарювання; залишки заборгованості за кредитами, які банки надали фізичним особам; короткотермінові кредити; довготермінові кредити; фінансування науково-дослідних робіт; випуск цінних паперів; розміщення цінних паперів. Зазначимо, що наведені далі показники підібрано за 2002 та 2003 рр. з урахуванням тенденції макроекономічного зростання в Україні.

Синтетичний (узагальнюючий) показник у кожній групі розраховуємо за формулою:

$$S_{ik} = \sum_{j \in M_i} a_{ijk} \times p_{ij}, \sum_{j \in M_i} p_{ij} = 1, i = \overline{1, n}, k \in K,$$

де i – індекс синтетичного показника групи; j – індекс аналітичного показника; k – індекс об'єкта; S_{ik} – кількісне значення синтетичного показника i -ої групи k -го об'єкта; a_{ijk} – значення j -го аналітичного показника i -ої групи k -го об'єкта; p_{ij} – значення вагомості j -го аналітичного показника в i -й групі; K – множина областей; M_i – множина аналітичних показників i -ої групи.

Інтегральний показник інвестиційної привабливості кожної області визначаємо як суму добутоків значень синтетичних показників на значення їхньої вагомості:

$$I_k = \sum_{i=1}^n S_{ik} \times p_i, \sum_{i=1}^n p_i = 1, k \in K,$$

де I_k – інтегральний показник k -го об'єкта; S_{ik} – значення синтетичного показника i -ої групи k -го об'єкта; p_i – значення вагомості i -ої групи.

У результаті розрахунків отримуємо значення інтегрального показника для регіонів (додаток Д).

Подані розрахунки інтегрального показника (таблиця 3.2) дають змогу виокремити три рівні інвестиційної привабливості регіонів: 1) напругливіші (Київська обл. (687,35; 706,27); Дніпропетровська обл. (230,81; 247,26); Донецька обл. (309,26; 299,12)); 2) привабливі (Харківська обл. (201,78; 191,01); Одеська обл. (129,08; 122,64); Запорізька обл. (101,76; 101,38)); 3) малопривабливі (Закарпатська обл. (21,71; 23,51); Тернопільська обл. (19,32; 19,88); Кіровоградська обл. (25,53; 24,58)). Оскільки нема числових значень p_{ij} , в розрахунках обрано $p_{ij} = \frac{1}{3}$. На основі побудованих гістограм можна зробити висновки про тенденції економічного розвитку регіонів з урахуванням промислового та фінансового сегментів економіки (рис. 3.1).

Із даних досліджень видно, що галузевий підхід до управління економікою зумовив непропорційний розвиток регіонів України. Як правило,

промислову політику держави скеровують на підтримку певних регіонів, проте ринкові умови зумовлюють посилення конкуренції регіонів між собою за інвестиції і розміщення привабливих промислових та фінансових структур. З цієї точки зору, в перспективі будуть розвиватися транскордонні фінансово-

Таблиця 3.2

**Інтегральні показники інвестиційної привабливості регіонів України
(за 2002–2003 рр.)***

№ з/п	Регіони	Роки							
		2002				2003			
		Перша група	Друга група	Третя група	Інтегральний показник	Перша група	Друга група	Третя група	Інтегральний показник
1.	Автономна Республіка Крим ¹	147,01	58,65	71,08	92,25	139,43	58,45	62,18	86,60
2.	Вінницька	107,04	32,41	28,20	55,89	103,90	34,27	28,14	55,38
3.	Волинська	40,46	67,92	74,00	60,79	39,49	27,11	43,41	36,64
4.	Дніпропетровська	178,10	260,10	254,25	230,81	183,64	303,13	255,77	247,26
5.	Донецька	219,74	307,75	400,30	309,26	218,73	345,80	333,72	299,12
6.	Житомирська	45,26	24,40	14,29	27,98	46,50	38,48	15,23	33,37
7.	Закарпатська	40,57	14,68	9,91	21,72	41,34	16,70	12,55	23,51
8.	Запорізька	99,20	94,13	111,96	101,76	101,72	104,64	98,08	101,38
9.	Івано-Франківська	49,71	26,47	46,16	40,78	49,56	32,78	33,12	38,45
10.	Київська ²	361,23	838,92	861,98	687,35	384,91	803,48	932,53	706,27
11.	Кіровоградська	43,44	22,84	10,31	25,53	42,70	19,77	11,34	24,58
12.	Луганська	94,12	131,04	46,69	90,61	94,51	129,12	103,88	109,06
13.	Львівська	98,03	82,42	80,74	87,06	97,53	88,74	77,12	87,71
14.	Миколаївська	56,14	36,56	33,65	42,12	56,07	34,56	35,11	41,87
15.	Одеська	226,95	86,18	74,08	129,08	198,80	92,78	76,70	122,64
16.	Полтавська	77,79	54,46	71,90	68,05	76,73	60,11	61,08	65,91
17.	Рівненська	44,73	19,58	20,31	28,20	44,55	20,51	18,46	27,81
18.	Сумська	52,51	28,08	32,30	37,63	58,46	26,67	28,43	37,82

19.	Тернопільська	34,98	12,86	10,12	19,32	35,05	13,98	10,67	19,88
20.	Харківська	259,5 1	200,4 0	145,4 4	201,7 8	263,8 8	141,7 7	167,9 5	191,0 1
21.	Херсонська	42,05	22,10	21,85	28,67	41,00	19,75	20,32	27,00
22.	Хмельницька	50,51	21,21	15,57	29,10	50,13	21,57	14,51	28,71
23.	Черкаська	47,32	27,92	27,79	34,35	48,28	31,14	24,94	34,75
24.	Чернівецька	36,55	10,56	17,68	21,60	35,84	10,42	16,05	20,75
25.	Чернігівська	47,06	18,37	19,47	28,30	47,26	24,28	18,73	30,06

¹ У т. ч. м. Севастополь.

² У т. ч. м. Київ.

* Розраховано за даними Державного комітету статистики України [397; 398; 422; 423].

виробничі відносини. Зауважимо, що в процесі приватизації сформувалися вертикально інтегровані зв'язки між промисловою та фінансовою сферами,

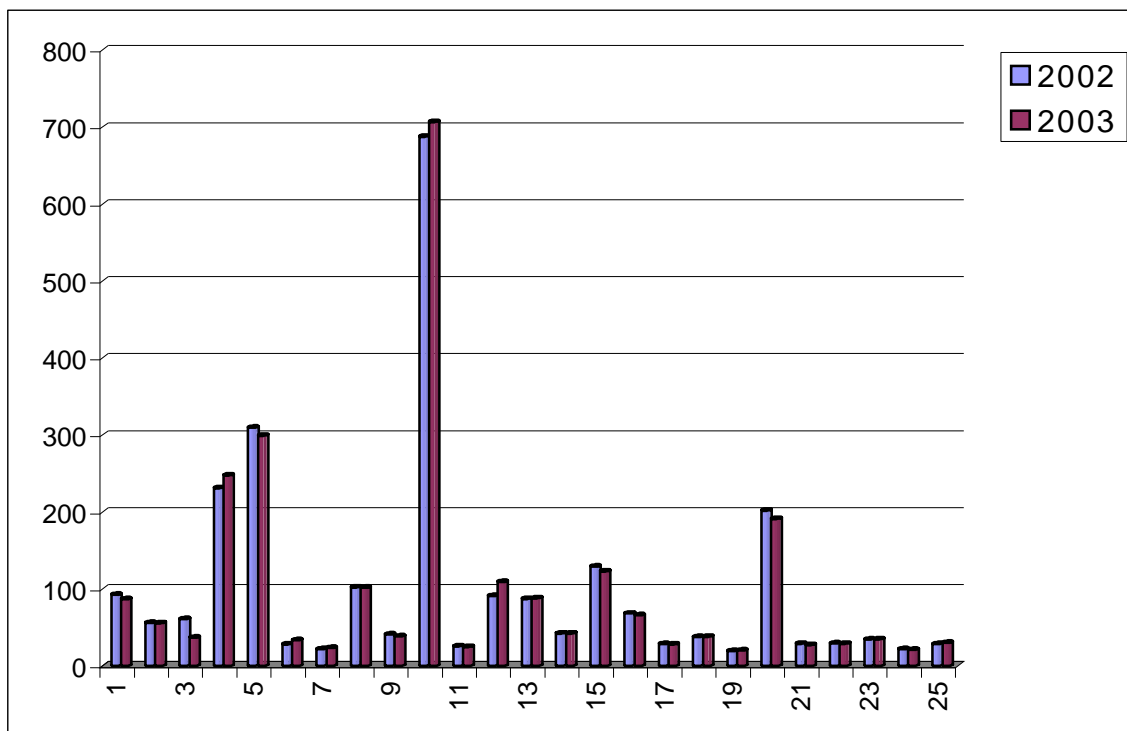


Рис. 3.1. Гістограми економічного розвитку регіонів України

тому подальший розвиток горизонтальних структур буде цілісно доповнювати цей процес.

Галузева логіка управління економічним розвитком має поступово зосереджуватися у площині економічних інтересів промислово-фінансових систем. Так, наведені розрахунки підтверджують, що

інвестиційно-привабливими є, зокрема, Донецька і Дніпропетровська області, оскільки саме у цих регіонах функціонує розвинена промислово-фінансова структура, створено певні кластери навколо промислових підприємств (великих металургійних комбінатів, гірничо-збагачувальних комбінатів), тобто є сегменти цілісної інфраструктури, яка дає регіонам змогу розвиватися. Якщо врахувати американський досвід кластерного підходу (Силіконової Долини), що усуває межі між секторами і видами діяльності, то саме він сприяє диверсифікації економічного розвитку окремих регіонів і територій. Один із основоположників кластерного підходу М. Портер вважав, що для успішного розвитку кластера необхідно вибрати стійку стратегію. Тому при розробці стратегії регіонального розвитку доцільно також враховувати економічні інтереси промислово-фінансових структур.

Взаємозобов'язання та взаємозалежність між центром і регіонами визначаються багатьма чинниками. Держава поки що займає порівняно пасивну позицію, хоча регіональні програми (пов'язані з реструктуризацією і модернізацією промисловості та розвитком соціальної сфери) потребують відкриття в майбутньому інвестиційних регіональних рахунків (як впровадження світового досвіду), надання державних гарантій цільового використання інвестицій та недопущення репатріації капіталів. Затягування визначення пріоритетності регіональних програм негативно позначається на промислово-фінансовому розвитку, оскільки виникають ризики інвестування і можливим стає негативний вплив на розвиток тієї чи іншої галузі економіки.

У перспективі доцільно переглянути створення спеціальних (вільних) економічних зон (СЕЗ, ВЕЗ), які мають важливе стратегічне значення для економіки України. Статтею 401 Господарського кодексу України № 436-IV від 16 січня 2003 р. визначено, що спеціальною (вільною) економічною зоною вважають частину території України, на якій встановлено спеціальний правовий режим господарської діяльності. Відповідно, на території ВЕЗ можна запроваджувати пільгові митні, податкові, валютно-фінансові й інші умови

підприємництва для вітчизняних та іноземних інвесторів²². У 2005 р. переглянуто концептуальні засади діяльності ВЕЗ і продовжено мораторій на їхню реєстрацію.

У світовій практиці виокремлюють дві основні 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 й банківські зони. За станом на 2004 р. в Україні функціонувало 10 вільних економічних зон та 66 територій пріоритетного розвитку.

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 ВЕЗ сприятливо впливає на розвиток регіонів та їхній виробничо-технологічний і комерційно-маркетинговий потенціал [106, с. 75]. В основному переліку випадків спеціальні економічні зони було зареєстровано в депресійних регіонах, тому ліквідація чи зупинка їхньої діяльності є, як правило, соціально невиправданою. На нашу думку, варто зберегти прозорі форми надання податкових пільг з урахуванням національних інтересів, регіональної і територіальної пріоритетності.

Хоча промислово-фінансові структури самостійно обирають галузі та сфери вкладення фінансового капіталу, проте спільні регіональні інвестиційні проекти зможуть активізувати підприємницьку діяльність регіонів, сприяти їхньому розвитку і, відповідно, виконанню податкових та інших зобов'язань перед державою. Презентативність регіональних програм дасть змогу

²² 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 зміни до переліку пріоритетних видів економічної діяльності на спеціальних територіях тепер вносять лише раз на рік одночасно з визначенням доцільності їхньої діяльності.

стимулювати інші вкладення промислово-фінансових структур через залучення можливостей ринку фінансового капіталу.

3.2. Державні фінанси та їх роль у розвитку ринку фінансового капіталу

Ринкова економіка – це органічне поєднання сучасних засад товарного виробництва і політики державного регулювання економічного зростання. У такому аспекті ринкові відносини суттєво впливають на суспільні відносини, але багатьох проблем побудови соціально орієнтованої економіки не вирішують, оскільки економічні відносини становлять лише частину сукупних суспільних відносин. Власне, від взаємодії держави та ринкового механізму залежить ефективність регулювання розширеного відтворення й економічного розвитку суспільства. 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 та організацію виконання господарського законодавства; забезпечення дієвості 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.

Від послідовності та узгодженості роботи державних інституцій залежить ступінь організованості у діяльності операторів ринку фінансового капіталу. Їхні економічні інтереси мають "вписуватися" у правові норми, єдині правила

поведінки, загальнообов'язковість виконання прийнятих рішень і програм та системність у процесі впливу на фінансово-господарську діяльність. Ринкові інституції потребують 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 та податкові.

Тому при розробці державної регуляторної політики доцільно виокремити наступні чинники регулювання ринку фінансового капіталу, що мають бути характерні: централізованістю (адміністративно-правові й економічні форми впливу на прийняття рішень усіма учасниками фінансово-виробничого процесу); масштабністю (здійснюється на макроекономічному рівні й, відповідно, охоплює виробництво, товарообмін, розподіл та споживання); поступальністю (впливає на всі фази економічного циклу).

Слід зазначити, що фінансова діяльність держави поєднує двоєдиний процес: з одного боку, це процес формування фондів фінансових ресурсів, а з іншого – процес їхнього використання для ефективної реалізації програм інституційного та інвестиційного розвитку країни. Найвищою метою державного управління має бути досягнення макрофінансової рівноваги, тобто забезпечення фінансовими ресурсами процесу макроекономічного відтворення. Відповідно, важливу роль відіграє головний інструмент державної економічної політики – бюджет. Динаміка обсягів ВВП і суми доходів зведеного бюджету країни характерні наступними даними (таблиця 3.3).

Таблиця 3.3

Взаємозв'язок доходів зведеного бюджету з вартістю валового внутрішнього продукту в Україні (за 1996–2004 рр.)*

Показники	Роки								
	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004 ¹
Доходи зведеного бюджету, млрд. грн.	30,2	28,1	28,9	32,9	49,1	54,9	61,9	75,4	90,6
Вартість ВВП, млрд. грн.	81,5	93,4	102,6	127,1	170,1	204,2	225,8	267,3	345,9
Співвідношення між величиною доходів зведеного бюджету і ВВП	0,370	0,301	0,282	0,259	0,289	0,269	0,274	0,282	0,262

¹ Попередні дані.

* Розраховано за даними Державного комітету статистики України [340–346]; Бюлетень Національного банку України. – 2005. – № 3. – С. 32, 35.

Як видно з наведених у таблиці даних, упродовж 2000–2004 рр. намітилася тенденція до рівномірного зростання ВВП і доходів бюджету. Це дає змогу активізувати в бюджетній сфері діяльність із забезпечення доступності міжнародних стандартів прозорості бюджетного процесу для суспільства та інвесторів. В умовах поступового зниження рівня перерозподілу валового внутрішнього продукту 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" зазначив, що закони, які підтримують нераціональне використання державних доходів, недоцільні затрати та інші негативні тенденції в економіці, "мало шанують" [382, с. 406].

На ринку фінансового капіталу держава має діяти на основі принципу розміщення державних цінних паперів. Загалом ринок фінансового капіталу виконує роль важеля економічного розвитку, оскільки певною мірою зрівноважує вплив державного ринку з відчутною перевагою державних цінних паперів і грюндерського ринку з великою кількістю нових емітентів. У 2004 р. на ринку державних цінних паперів здійснювали операції з обслуговування державного боргу, пов'язані з первинним розміщенням державних цінних паперів, їхнім погашенням та виплатою доходу за ними (таблиця 3.4).

Таблиця 3.4

Обсяг операцій із розміщення державних цінних паперів на первинному ринку та вторинному ринках в Україні (за 1996–2004 рр.)*

Період і терміни обігу	Обіг ОВДП на первинному ринку				Обсяг операцій із розміщення державних цінних паперів на вторинному ринку				
	Кількість проведених аукціонів	Кількість розміщених облігацій, тис. шт.	Сума коштів, залучених до бюджету, млн. грн.	Дохідність (середньозважена), %	Усього	у т. ч.			
						на торгах організаторів торгів		позабіржова торгівля	
					млн. грн.	млн. грн.	у до підсумку	%	млн. грн.	у до підсумку	%
1996	285	31474,1	3062,9	70,93	1913,1	17,0	0,9	1842,1	96,2
1997	591	105087,6	8321,8	32,76	6549,2	371,6	5,7	6177,6	94,3
1998	539	117152,9	8164,3	54,83	5016,6	33,8	0,7	4982,8	99,3
1999	141	46845,8	3841,8	27,51	2894,5	124,5	4,3	2770,0	95,7
2000	87	20388,7	1892,1	20,49	2797,5	561,5	20,1	2236,0	79,9
2001	120	1271,1	1190,1	15,68	8798,5	7626,2	86,7	1172,3	13,3
2002	152	2947,9	2848,6	10,81	5600,0	4171,5	74,5	1172,3	20,1
2003	172	1189,2	1161,3	9,75	771,5	0,0	0,0	771,5	100,0
2004	102	2224,3	2203,8	11,24	8724,5	619,4	7,1	8105,1	92,9

*Розраховано за: Бюлетень Національного банку України. – 2005. – № 3. – С. 128–129.

Як видно з наведених у таблиці даних, на первинному ринку державних цінних паперів було проведено 102 аукціони з первинного розміщення облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП), на яких розміщено облігацій на 2,2 млрд. грн., що порівняно з 2003 р. більше у 1,9 раза. Обсяг коштів, залучених до Державного бюджету України, у 2004 р. порівняно з попереднім роком зріс у 1,9 раза і становив 2,2 млрд. грн. Середньозважена дохідність державних цінних паперів дорівнювала 11,24% річних і порівняно з попереднім роком підвищилася на 15,3%. На рис. 3.2 побудовано графік змін обсягів

коштів, залучених до бюджету за 1996–2004 рр., та динамічний тренд розвитку середньозваженої дохідності за ОВДП на первинному ринку.

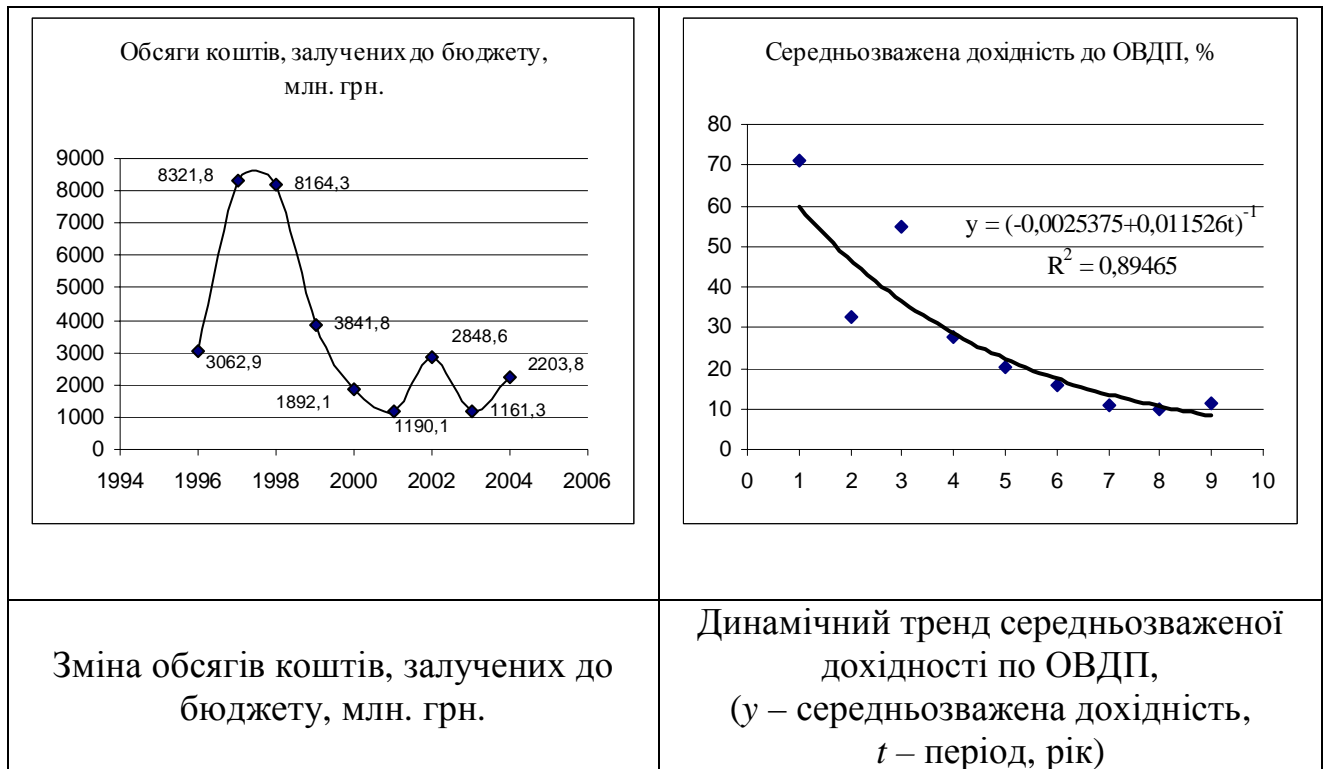


Рис. 3.2. Операції з розміщення державних цінних паперів в Україні за 1996–2004 рр.

Обсяги коштів, залучених до бюджету, змінювалися хвилеподібно. Максимальний обсяг спостерігався в 1997 р. і досягнув 8321,8 млн. грн., а мінімальний обсяг припав на 2003 р. Для 2003–2004 рр. було притаманне зростання. Величині середньозваженої дохідності за ОВДП притаманний спад, який із високим рівнем достовірності описує математична модель виду:

$$y = \frac{1}{-0.0025375 + 0.011526t}$$

У 2004 р. на вторинному ринку обсяг операцій із ОВДП становив 16 млрд. грн. і порівняно з 2003 р. збільшився у 4,6 раза за рахунок збільшення обсягу операцій позабіржового сегмента вторинного ринку в 10,5 раза до 8,1 млрд. грн., кредитування під заставу державних цінних паперів тощо. Порівняльна динаміка обсягів операцій на ринку державних цінних паперів за 1996–2004 рр. засвідчила суттєве зростання позабіржових операцій (рис. 3.3).

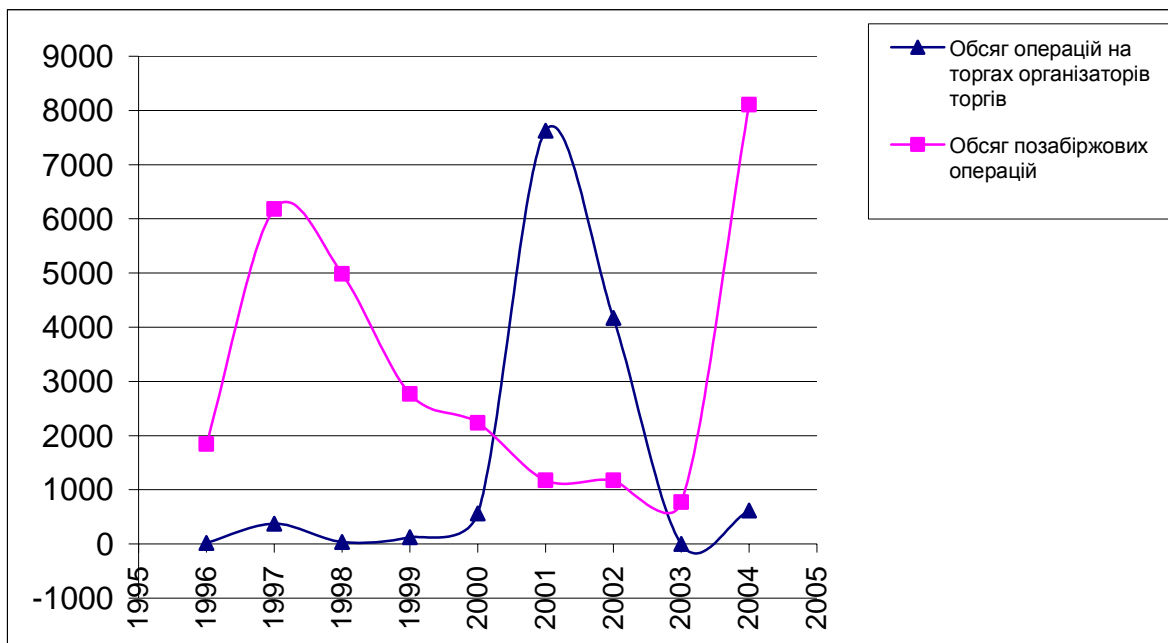


Рис. 3.3. Порівняльна динаміка обсягів операцій на ринку державних цінних паперів

Залучення додаткових ресурсів на ринок фінансового капіталу шляхом розміщення облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП) є проблематичним, оскільки населення в переважній більшості ще не стало активним покупцем цінних паперів, хоча у 2002 р. вітчизняні банки купили державних облігацій на 1,2 млрд. грн. Додатковий випуск ОВДП у 2003 р. на 2,5 млрд. грн. потребував нового підходу до схем розміщення з метою зацікавлення ширшого кола потенційних покупців. На початок 2002 р. у АППБ "Аваль" обсяг портфеля державних облігацій становив 700 млн. грн., у Державному ощадному банку України – 290 млн. грн. [301, с. 17–19]. На нашу думку, з метою зацікавлення банків необхідно запропонувати адекватні стимули – можливо, варто передбачити певні податкові пільги банкам, які працюють саме з державними облігаціями (чи розміщують вільні бюджетні кошти). Щодо залучення заощаджень населення, то державні цінні папери мають бути більш привабливішими, ніж вкладення в іноземну валюту. У зв'язку з цим зазначимо, що для підвищення довіри до ОВДП держава має на законодавчому рівні приділяти належну увагу розвитку внутрішнього ринку фінансового капіталу та комплексності системи його державного регулювання.

Протягом останніх років ринок фінансового капіталу більше пов'язаний із процесом фінансування (обслуговування) державного боргу. У 2004 р. державний прямий борг України становив 67682,3 млн. грн., у т. ч.: державний прямий зовнішній борг – 46729,0 млн. грн., тобто 69% загальної суми державного прямого боргу; державний прямий внутрішній борг – 20953,3 млн. грн. – відповідно 31%. Відношення державного прямого боргу до ВВП: 1998 р. – 37,4%, 2000 р. – 37,8, 2002 р. – 28,6 і 2004 р. – 19,6% (таблиця 3.5).

Таблиця 3.5

Державний прямий борг України (за 1996–2004 рр.)*

Показники	Роки						
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Державний прямий борг – усього, млн. грн.	38352,7	62877,2	64215,7	63292,4	64468,8	66133,3	67682,3
у % до ВВП	37,4	48,2	37,8	31,0	28,6	24,7	19,6
В т. ч.:							
державний прямий внут-рішній борг, млн. грн.	11360,1	14428,1	20780,6	21018,4	21386,1	20523,8	20953,3
у % до ВВП	11,1	11,1	12,2	10,3	9,5	7,7	6,1
державний прямий зов-нішній борг, млн. грн.	26992,6	48449,1	43435,1	42274,0	43082,7	45609,5	46729,0
у % до ВВП	26,3	37,1	25,5	20,7	19,1	17,1	13,6

* Складено за даними Міністерства фінансів України.

За станом на 31 грудня 2005 р. граничний розмір внутрішнього боргу України встановлено в сумі 18256787,8 тис. грн., а граничний розмір державного зовнішнього боргу – в сумі, еквівалентній 8317131,1 тис. дол. США.

Управління державним боргом та створення механізмів стримування зростання боргу є складною і багатогранною проблемою в усіх країнах. Зауважимо, що згідно зі ст. 18 Бюджетного кодексу України величина основної суми державного боргу має не перевищувати 60% фактичного річного обсягу

валового внутрішнього продукту України. Встановлений граничний показник є прийнятним для промислово стабільних держав із розвинутою ринковою економікою. Значні обсяги позичкового капіталу на внутрішньому фінансовому ринку та доступ на міжнародні ринки дають цим державам змогу залучати позики з низькими відсотковими ставками і відповідно підтримувати платоспроможність держави. Встановлення граничного показника (60%) створює можливості для подальшого нагромадження боргів держави. Варто переглянути граничний рівень і встановити його не вищим 40%.

Загалом борг координують згідно з основами політики управління державним боргом, прийнятої у листопаді 2003 р. Проте слід прийняти Закон про державний борг і передбачити створення резервного фонду, який при сприятливій кон'юктурі дав би змогу достроково викуповувати облігації на зовнішніх ринках, що дозволило б економити при сплаті відсотків. Варто зауважити, що держава на міжнародному фінансовому ринку дедалі активніше здійснює депозитні операції, операції своп і форвардні операції.

Значну частку в державному внутрішньому боргу становить борг із податку на додану вартість. За станом на 1 січня 1999 р. борг із ПДВ становив 0,8 млрд. грн., 2000 р. – 2,1, 2001 – 4,0, 2002 – 5,8, 2003 – 7,5, 2004 р. – 7,4 млрд. грн., а залишок невідшкодованих сум із ПДВ дорівнював – 3,8, 5,6, 4,5, 3,8, 6,6 і 6,7 млрд. грн. відповідно. До кінця першого кварталу 2004 р. загальні залишки невідшкодованого ПДВ становили 7 млрд. грн. (із них більше 2 млрд. грн. – протермінована заборгованість).

Засадничо можна виокремити наступні основні проблеми механізму справляння податку на додану вартість: по-перше, ПДВ не виконує основну функцію з наповнення дохідної частини бюджету і недостатньо впливає на економіку України. По-друге, надходження від ПДВ зменшуються порівняно зі зростанням усіх основних макроекономічних показників (за 1998–2003 рр. частка ПДВ у ВВП зменшилася з 12 до 5%). Загалом законопроектом із ПДВ № 5258, щодо якого відбулося перше читання у Верховній Раді України, передбачено поступове зниження ставки з ПДВ до 17% в 2005 р. і до 15% у

2006 р., а також перехід на автоматичний порядок відшкодування даного податку.

Разом з тим, до основних причин зростання заборгованості з ПДВ відносять, як правило: встановлення пільг, що ускладнює повноцінне стягнення ПДВ, а також неефективну роботу ДПАУ. З огляду на аналіз, який здійснив Координаційний комітет із боротьби з корупцією та організованою злочинністю, загальний обсяг пільг із ПДВ важко підрахувати, оскільки, наприклад, за даними ДПАУ протягом 1999–2003 рр. пільги збільшилися з 17 млрд. грн. до 41 млрд. грн., за даними Міністерства фінансів України – до 6 млрд. грн., а за даними митниці (пільги з імпорту) – до 9,6 млрд. грн.

До заходів, спрямованих на поліпшення справляння ПДВ, можна віднести наступні: впровадження єдиної методики прогнозування надходжень ПДВ та його відшкодування, узгодження єдиної практики розгляду в судах податкових суперечок у частині відшкодування ПДВ, а також спрощення використання нового фінансового інструменту – ПДВ-облігацій, випущених для реструктуризації боргу з відшкодування податку на додаткову вартість. Особливості обігу ПДВ-облігацій такі: 1) умови випуску ПДВ-облігацій не передбачають та не встановлюють обмежень щодо обігу, володіння і розпорядження облігаціями; 2) відповідно, отримані у власність платниками ПДВ-облігації є прибутковим фінансовим інструментом, який забезпечує отримання гарантованого відсоткового доходу, а також можуть бути використані як застава при залученні банківського кредиту або бути реалізованими на вторинному ринку цінних паперів (слід зазначити, що ПДВ-облігації як державні цінні папери мають певний статус високоліквідної застави); 3) погашають ПДВ-облігації, проводячи щорічні виплати з погашення основної суми боргу в розмірі 20% номінальної вартості облігації, а дохід нараховують за період з 1 січня до 31 грудня відповідного року.

При цьому доцільніше, на наш погляд, виокремити деякі практичні аспекти обігу ПДВ-облігацій. По-перше, їх оформлення передбачає перевірку і підтвердження ДПА законності та правомірності вимог платників податку

щодо отримання бюджетного відшкодування. Так, у 2004 р. загальна сума підтвердженої заборгованості з ПДВ, що була оформлена ПДВ-облігаціями, становила 950 млн. грн. Зокрема, у квітні 2004 р. видано ПДВ-облігацій на 250 млн. грн. Напочатку зволікання в оформленні протермінованої заборгованості з ПДВ було зумовлене: недостатньою інформованістю платників податку про процедуру оформлення облігацій, зволіканнями податківців із наданням відповідних реєстрів, виникненням у багатьох підприємств проблем із підтвердженням протермінованого ПДВ у податкових органах, а також невідпрацьованістю процедури оформлення між Державним казначейством і ДПА.

По-друге, підприємства обрали різну тактику в процесі оформлення ПДВ-облігацій. Якщо підприємства з невеликою сумою заборгованості з ПДВ – до 2 млн. грн. – продавали ПДВ-облігації банкам, у яких вони мали відкриті поточні рахунки, для отримання грошового відшкодування під високий дисконт (28–35%), то великі підприємства очікували сприятливіших умов для продажу цінних паперів і відповідного зниження дисконтів (до 20–25%). Проте деякі підприємства були не зацікавлені отримувати ПДВ-облігації і застосовували різноманітні схеми для відшкодування ПДВ грошима. Зокрема, напочатку ПДВ-облігації викупували нерезиденти, які були здебільшого українськими інсайдерами.

По-третє, торгівля ПДВ-облігаціями на вторинному ринку ще недостатньо законодавчо врегульована. Можна передбачити, що після оформлення 3/4 обсягів заборгованості значна частка ПДВ-облігацій потрапить на вторинний ринок, що сприятиме активізації торгів та відповідному становленню нового ліквідного сегмента ринку облігацій. Загалом, є велика кількість власників ПДВ-облігацій, а оскільки надійність фінансового інструменту визначена, то поступово формуються й попит на ПДВ-облігації та середня ціна на них на вторинному ринку. Проте, на нашу думку, поступово інтерес до ПДВ-облігацій зменшиться і буде таким самим, як до інших державних цінних паперів, зокрема, ОВДП.

По-четверте, зростання попиту на фінансові ресурси з боку реального сектору економіки стимулюватиме підприємства до пошуку нових джерел фінансування, відповідно виникне потреба у продажу ПДВ-облігацій. Зокрема, попит на них підвищуватиметься лише за умови виконання державою зобов'язань щодо щорічного погашення відсотків і 20% від суми номіналу. При цьому обмежена ліквідність банківської системи не дозволяє більшості банкам купувати ПДВ-облігації у портфель, а також недостатньо відрегульована НБУ практика рефінансування під заставу цих облігацій.

Підсумовуючи викладене, можна зробити висновок, що вирішення проблеми повернення протермінованої заборгованості з ПДВ доцільно поєднувати зі суттєвим скороченням пільг із цього податку для розширення діючої бази оподаткування, а також скерування заходів на забезпечення своєчасності виплати бюджетного відшкодування та встановлення паритетних відносин із платниками податків. Із 1 січня 2005 р. в Україні зупинено оформлення ПДВ-облігацій, проте триває погашення раніше виданих. Із огляду на процедуру введення в обіг ПДВ-облігацій і певне несприйняття суб'єктами підприємницької діяльності такої форми повернення протермінованої заборгованості, доцільно констатувати, що "відкладення боргів" через державні цінні папери може суттєво підірвати довіру до всіх таких інструментів.

Для кожної держави важливий вихід на зовнішні фінансові ринки запозичень. У бюджеті 2002 р. розмежовано зовнішні й внутрішні запозичення за обсягами як зовнішнього боргу, так і власне 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 було замінено єврооблігаціями на суму 1133,331 млн. євро зі щоквартальним купоном за ставкою 10% річних і 1129,329 млн. дол. США зі щоквартальним купоном за ставкою 11% річних. "Середній термін життя" амортизованих облігацій становить 4,5 року, тому визначеним терміном погашення є березень 2007 р. Від моменту реструктуризації державного боргу Україна своєчасно і в повному обсязі

здійснювала всі платежі за єврооблігаціями, що сприяє підвищенню довіри до неї з боку інвесторів. За останні роки намітилася тенденція до зниження середньозважених ставок запозичення на зовнішніх ринках (рис. 3.4).

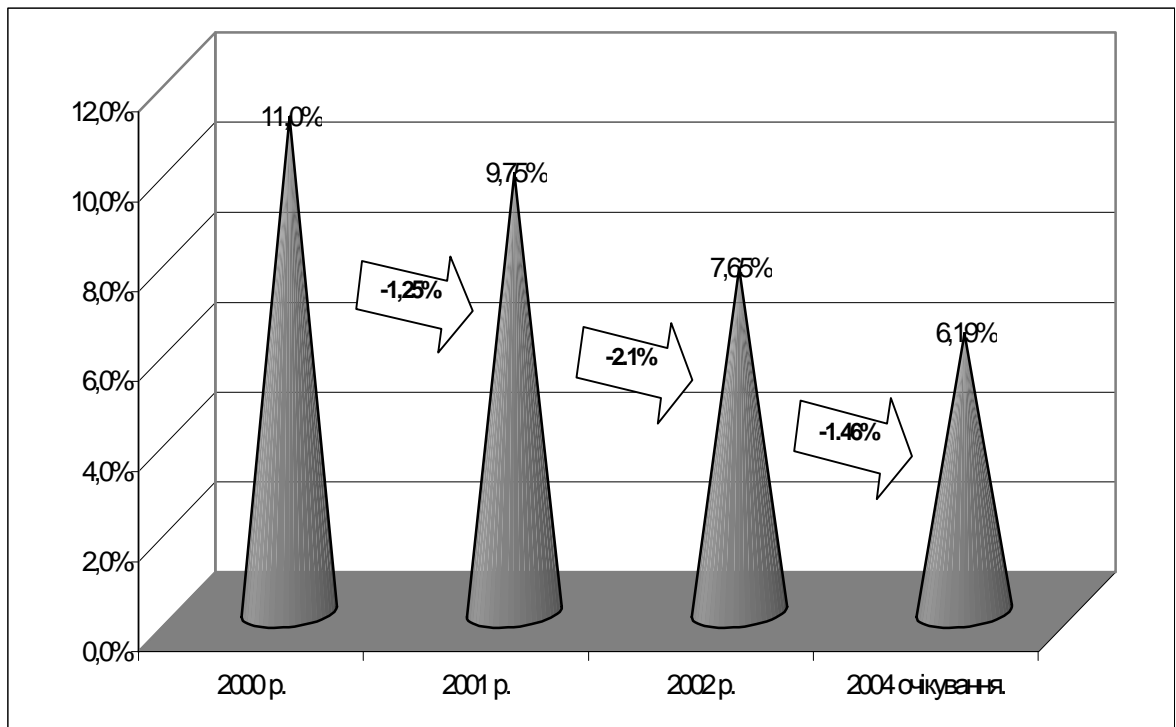


Рис. 3.4. Середньозважені ставки запозичень на зовнішніх ринках капіталу за 2000–2004 рр.

Відповідно, ефективне управління зовнішнім боргом потребує забезпечення його обслуговування. Водночас управління зовнішнім боргом має враховувати наступні основні аспекти: розробку стратегії зовнішніх позичень; забезпечення повноти інформації щодо обсягів та структури зовнішніх позичень, стану виконання боргових зобов'язань і поточних розрахунків; зваженість у прийнятті рішень про необхідність залучення зовнішніх коштів відповідно до наявних джерел їхнього погашення та можливостей надання державних гарантій чи інших видів забезпечення, які можуть викликати видатки з державного бюджету; забезпечення своєчасного та у повному обсязі виконання боргових зобов'язань (і при необхідності своєчасну їхню реструктуризацію), а також контроль за рівнем та структурою зовнішнього боргу. Тому стратегія зовнішнього запозичення має бути складовою частиною загальнодержавної стратегії економічного розвитку.

Демонополізація економіки тісно пов'язана з ефективністю вибору методів приватизації та рівнем участі держави у відносинах власності. 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. Зокрема, у праці "Приватизація та управління державними підприємствами", що підготували фахівці Світового банку, проаналізовано приватизацію 571 державного підприємства у 57 країнах і зазначено, що держави, які розвиваються, постійно розробляють нові моделі використання державного і приватного секторів економіки в інтересах суспільства [461, с. 8–9].

Саме приватизація державної власності сприяла пошуку справжніх власників та розвитку ринку фінансового капіталу в Україні. Відповідно, держава брала активну участь в управлінні самим процесом роздержавлення власності, проведенні економічного аналізу необхідності післяприватизаційного моніторингу підприємств. Загалом, Фонд державного майна України забезпечував своєчасну оплату вартості приватизованих об'єктів; регулював збереження номенклатури, обсягів виробництва встановлених видів продукції і робочих місць упродовж певного (узгодженого) періоду адаптації до нових умов господарювання та утримання об'єктів соціально-культурного призначення й проведення заходів щодо охорони довкілля.

Сучасний етап приватизації зумовлює необхідність переходу від звичайного продажу окремих об'єктів до стратегічного планування діяльності приватизованих комплексів з урахуванням їхнього впливу на економіку в цілому, вдосконалення державного регулювання та управління. Це сприяє нарощуванню фінансового потенціалу промислового сектору вітчизняної економіки. Слід відзначити, що з метою збереження державної власності згідно зі статтею 14 Закону України "Про іпотеку" № 898-IV від 5 червня 2003 р. заборонено передачу в іпотеку об'єктів права державної власності, що не підлягають приватизації. Крім цього, на державному рівні розробляють заходи

щодо передачі державних пакетів акцій, які перебувають у власності державних холдингових компаній, Фонду державного майна України. У зв'язку з цим зазначимо, що державні пакети акцій у холдингових компаніях будуть замінені на права з управління цими пакетами, які оцінюватимуть у грошовій формі (власне перелік холдингів визначить Кабінет Міністрів України). Зауважимо, що холдинги продовжуватимуть управляти діяльністю підприємств, але застосування прав управління пакетами спрямовані на попередження можливої втрати державою своєї частки у переданих холдингам підприємствам у процесі продажу, нової емісії акцій чи передачі акцій у заставу.

Особливо важливо не лише керувати процесом роздержавлення власності, здійснювати фінансовий аналіз післяприватизаційної підтримки підприємств, а й вдатися до заходів націоналізації у випадку економічної необхідності. Зокрема, Постановою Кабінету Міністрів України "Про затвердження Методики оцінки майна" № 1891 від 10 грудня 2003 р. передбачена 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 вносять державне (комунальне) майно; а також повернення об'єктів приватизації у державну власність. Проте при узгодженні методів зміни відносин власності варто враховувати й наслідки (рис. 3.5).

У процесі приватизації продаж об'єктів за гроші та передачу на безкоштовній основі неодноразово здійснювали без урахуванням соціальної значимості об'єктів державної власності. Відповідно і застосовувані методи впливу держави мають бути адекватними: націоналізація (повне повернення приватизованого підприємства в державну власність); деприватизація (посилення державного контролю за діяльністю приватизованого підприємства); реприватизація (повторна приватизація підприємства, оскільки

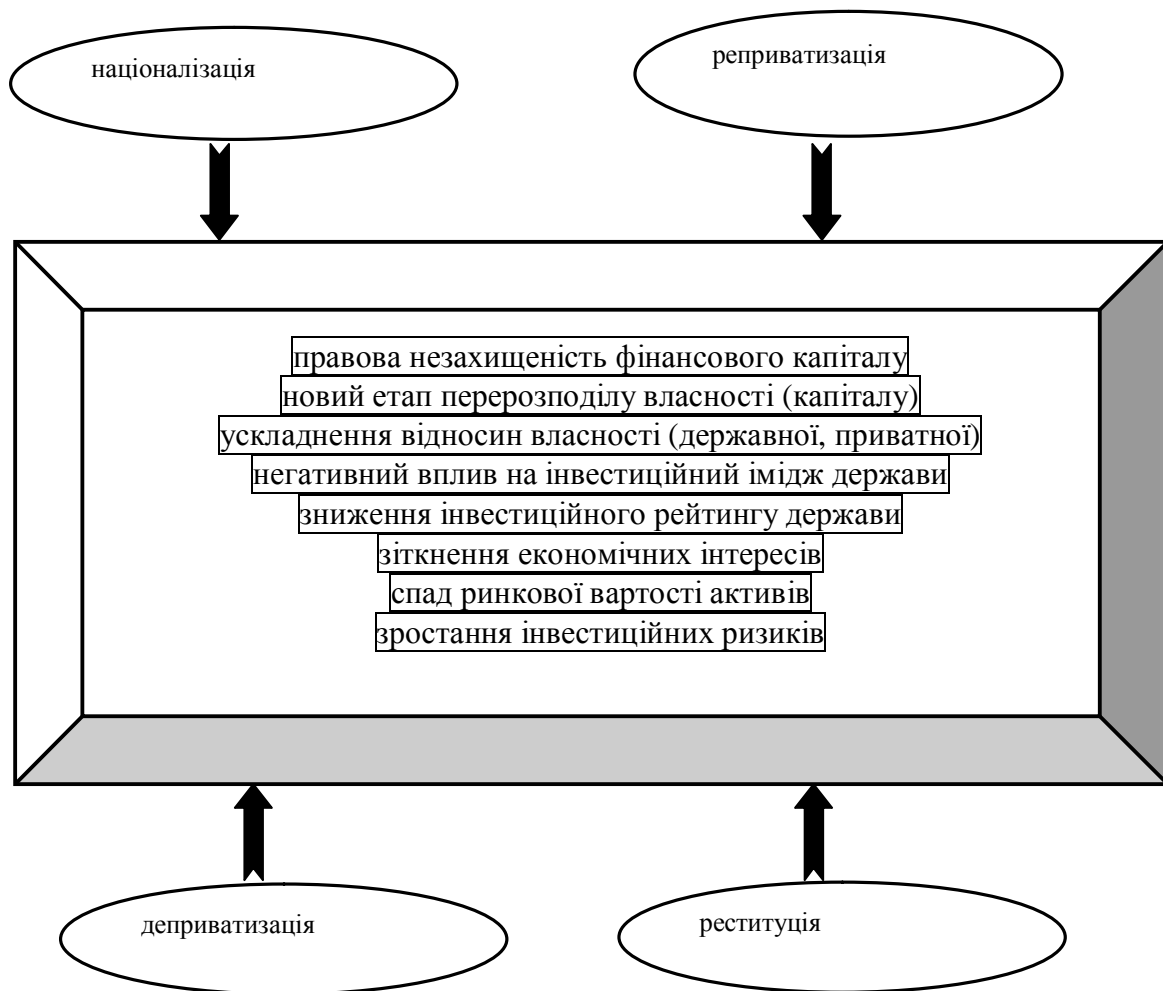


Рис. 3.5. Наслідки зміни відносин власності

власники не виконали зобов'язань згідно з умовами інвестиційного конкурсу) чи реституція (повернення власності колишнім власникам).

Для подолання дисбалансу суспільних і приватних інтересів, коли приватні інвестори не виконують зобов'язань, доцільно переглянути та узгодити умови укладання договорів приватизації відповідно до антимонопольного законодавства. На нашу думку, варто зобов'язати власників недооцінених у процесі приватизації об'єктів розробити довготермінові соціальні програми з матеріальної підтримки працівників і пенсійні схеми забезпечення колишніх працівників для поліпшення їхнього життєвого рівня та відновлення принципу соціальної справедливості. Проте інноваційний підхід до розвитку економіки потребує визначення порядку повернення у власність держави контрольних пакетів акцій нерентабельних високотехнологічних підприємств або передачі їх іншим, фінансово спроможнішим власникам. З точки зору економічної рівноваги, при прийнятті рішення про націоналізацію

треба обов'язково повністю відшкодувати вартість об'єкта власності, або, якщо при приватизації порушено законодавство, то основою стане судове рішення стосовно недійсності акта приватизації.

У подальшому основною функцією держави при вирішенні відносин власності є протистояння тенденціям монополізації і гарантування забезпечення конкурентного середовища. Відповідно, ефективність діяльності учасників 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 має 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" № 49-р від 5 березня 2002 р., 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 та концентрацією сучасного виробництва.

Інноваційна стратегія має бути спрямована на підвищення конкурентоспроможності національного виробництва. Важлива умова забезпечення ефективності управління фінансовим капіталом – формування вільного конкурентного простору²³. Можна констатувати, що на державному рівні антимонопольні управління (структури) забезпечують здійснення доволі дієвої конкурентної політики, але варто також, на наш погляд, сприяти розвитку саморегульованих організацій, які б протистояли необ'єктивному чи неадекватному втручанням державних структур у фінансово-господарську діяльність підприємств.

²³ Згідно з положеннями Закону України "Про захист економічної конкуренції" № 2210-III від 11 січня 2001 р., що 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 відшкодували споживачам [201, с. 3].

Таким чином, можна виділити наступні функції державного управління, спрямовані на розвиток в Україні ринку фінансового капіталу: 1) формування державної політики розвитку ринку фінансового капіталу; 2) створення сприятливих умов для діяльності фінансових установ; 3) визначення пріоритетних напрямків функціонування ринку фінансового капіталу та підготовка відповідних законів; 4) участь у міжнародному економічному співробітництві (у міжнародних економічних та фінансових організаціях).

Зауважимо, що неузгодженість у діяльності державних органів регулювання в Україні не відповідає структурі фінансової системи, що постійно змінюється. Пріоритетним завданням державного регулювання має стати сприяння мінімізації наслідків, зумовлених спробами обмеження рівня конкурентоспроможності в діяльності фінансових інституцій, а також забезпеченню дієвого механізму протидії можливим не лише системним кризам фінансових інституцій, а й впливу фінансових криз, що перманентно виникають у світовій економіці.

Варто зазначити, що фінансовий стабілізаційний форум, який організували країни-учасниці Організації економічного співробітництва та розвитку (квітень, 1999 р.), присвячений реформі світової фінансової архітектури, особливу увагу приділив оподаткуванню фінансового капіталу, а також державному (зокрема, податковому) регулюванню діяльності фінансових інституцій (особливо хедж-фондів) із метою забезпечення фінансової стабільності [463]. На ньому зауважено, що оскільки світовий ринок капіталу глобалізується і відповідно дії його учасників стають дедалі професійнішими, то кожна країна має самостійно вирішувати проблему захисту національного фінансового капіталу. Разом з тим, в Європейському Союзі розглядають перспективи застосування динамічної, неокласичної зрівноваженої моделі оподаткування переміщення капіталу [359]. Це зумовлено тим, що між країнами виникло певне суперництво у встановленні ставок податків на капітал, і застосування різноманітних схем фінансовими інституціями дає змогу маніпулювати коштами, відповідно занижуючи базу оподаткування.

Відомо, що значення державної участі не варто недооцінювати, оскільки у виникненні фінансових криз можуть бути зацікавлені й вітчизняні оператори ринку фінансового капіталу, оскільки в кризовій ситуації простіше "захвати" певні прорахунки фінансово-господарської діяльності та уникнути матеріальної відповідальності за порушення фінансової дисципліни чи неефективне витрачання коштів.

Важливо забезпечити дієвість втілення податкової реформи, яку повільно, поетапно, але здійснюють в Україні. Податкова політика регулює ставки оподаткування суб'єктів господарювання, населення, норми амортизації та податкові пільги²⁴. Слід зазначити, що новим етапом формування Податкового кодексу є прийняття порядку розрахунків платників із бюджетом, який чітко визначає права та обов'язки платників податків і поняття податкової застави. Додатковим компенсатором масштабного зниження податкового навантаження стане скасування податкових пільг (зокрема, в аграрному секторі), здійснення заходів, спрямованих на розширення бази оподаткування (оподаткування доходів у вигляді нарахованих відсотків), а грошова маса буде "зв'язана" адекватним зростанням пропозиції товарів і послуг.

Здійснення державної структурної політики потребує ефективної регулюючої податкової політики, спрямованої на:

- 1) запровадження законодавчих гарантій щодо недопущення податкової дискримінації;
- 2) узгодження переліку загальнодержавних податків і зборів відповідно до міжнародних стандартів класифікації податків;
- 3) встановлення податкових пільг для програм, спрямованих на реалізацію інноваційних засад економічного розвитку, що не суперечать нормам законодавства ЄС та вимогам системи угод СОТ;

²⁴ Із 2004 р. зменшено податкове навантаження на учасників ринку (податок на доходи фізичних осіб – до 13%; податок на прибуток підприємств – до 25%; збільшено норми амортизації виробничих потужностей). Працівникам податкових інспекцій заборонено втручатися у діяльність підприємств малого і середнього бізнесу, якщо нема достовірної інформації, що вони скоїли правопорушення.

- 4) оптимізацію системи оподаткування доходів від володіння корпоративними правами та фінансових інвестицій;
- 5) зрівноважування розподілу податкового тягаря у процесі перегляду системи податкових пільг із метою зменшення ухилення від сплати податків;
- 6) адаптацію податкового законодавства України до правил і норм ЄС та вимог і норм СОТ.

Теоретично можна обґрунтувати ідеальну податкову систему, що відповідає як фіскальним інтересам держави, так й економічним інтересам платників податків. А. Соколовська, досліджуючи принципи здійснення податкових реформ в історичному ракурсі, зазначила, що на практиці податкові реформи виявилися компромісним поєднанням засобів і форм, які запропонували представники різних теоретичних концепцій [388, с. 302–310].

Фінансова наука приділяє особливу увагу узгодженості та доцільності застосування прямого й непрямого оподаткування в економічній системі держави. Проте практично "дуалістична природа" податку (фіск і регулювання) потребує ефективної моделі оподаткування (структури податкової системи, обґрунтування доцільності податкового навантаження, формування відповідної бази оподаткування, ставок, пільг, способів сплати, визначеності спеціальних податкових режимів) та дотримання певних цивілізованих принципів економічної доцільності. Вважаємо, що в сучасних умовах доцільно більше дотримуватися принципу фінансової справедливості, який полягає у забезпеченні узгодження економічних інтересів учасників процесу оподаткування з урахуванням запровадження різновекторної моделі оподаткування, уникнення можливих матеріальних ущемлень потенційних учасників ринку фінансового капіталу. Принцип фінансової справедливості потребує залучення у податковий механізм прогресивних, пропорційних і регресивних податкових форм, що сприятиме врівноваженню податкової системи та вдосконаленню податкового адміністрування.

Відповідно, держава має приділити особливу увагу наступним аспектам:

- 1) забезпеченню дієвого нагляду за фінансовими установами на основі консолідованого обліку ризиків відповідно до міжнародних стандартів;
- 2) проблематиці узгодження механізму (системи) надання податкових пільг для небанківських фінансових установ, що сприяло б обмеженню ризику диспропорційного розвитку одних видів установ за рахунок інших;
- 3) стимулюванню (гарантуванню) зростання грошових заощаджень юридичних та фізичних осіб;
- 4) застосовуванню регуляторами фінансового ринку диференційованої системи санкцій за порушення установлених вимог;
- 5) встановленню пруденційного контролю за фінансовим капіталом, що формується в процесі ухиляння від сплати податків.

Особливої уваги заслуговує проблематика податкового стимулювання, яка має забезпечувати ефективність пільгового оподаткування внесків у пенсійні фонди і страхові компанії. Основні засади переваги застосування пільгового оподаткування учасників фінансових установ наступні: по-перше, розвиток приватного фінансового сектору за рахунок встановлення податкових пільг сприятиме розширенню дохідної частини бюджету; по-друге, активізуються процеси залучення нових потенційних інвесторів; по-третє, зростуть обсяги операцій на фінансовому ринку; по-четверте, буде забезпечене підвищення фінансової стійкості учасників ринку фінансового капіталу. Податкові пільги сприятимуть розвитку колективних схем пенсійного забезпечення для працівників підприємств та операцій індивідуального страхування для населення, що широко застосовують у міжнародній практиці.

Варто зауважити, що запровадження в Україні мораторію на введення податку на нерухомість відклало на певний термін проблему спроможності приватних власників сплачувати цей податок. Проте введення податку на нерухомість потребує системного вивчення перспектив його застосування. Слід узгодити єдину концепцію; розробити чітку методичку оцінки об'єктів нерухомості; запровадити єдиний кадастр і систематизувати технічний облік

об'єктів нерухомості. Цей податок має сприяти виконанню дохідної частини місцевих бюджетів, і його слід використовувати для вирішення соціальних проблем регіонів.

Приватизація державної власності передбачає формування ринку землі. В Україні складалася парадоксальна ситуація – були приватизовані підприємства, 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 до погіршення фінансового стану підприємств, тому варто законодавчо врегулювати право на придбання юридичними та фізичними особами землі у приватну власність, реєстрацію права землеволодіння та землекористування, визначити обмеження прав власності на землю та формувати державний резервний фонд землі.

Отже, підсумовуючи викладене, можна зазначити, що позитивні зрушення в економіко-правовому просторі й поліпшення макроекономічних показників нині дають підставу констатувати, що держава має достатньо можливостей для дієвого контролю за залученням і вкладенням інвестиційних ресурсів.

3.3. Механізм залучення фінансового капіталу підприємств на фінансовий ринок

Зміцнення і подальший розвиток промислового сектору економіки України потребує систематизації та узагальнення основних аспектів діяльності підприємств в умовах концентрації фінансового капіталу. До того ж, становлення ринкової економіки сприяє спеціалізації промисловості, її диверсифікації у певних галузях, що виробляють різноманітну продукцію.

Водночас важливо зазначити, що нині є тенденція до спеціалізації, базована на перетворенні окремих фаз виробництва одного або кількох продуктів у самостійні галузі виробництва, і це потребує вкладення додаткового капіталу. Тому варто розглянути та обґрунтувати пріоритетні напрямки розвитку підприємств, які є важливим сегментом ринку фінансового капіталу, а також проаналізувати перспективи їхньої інтеграції у світову економічну спільноту.

Загалом ринковим засадам діяльності підприємств з урахуванням впливу системи державних регулятивних заходів присвячено багато ґрунтовних наукових досліджень як у вітчизняній, так і в зарубіжній літературі. Зокрема, вчені-економісти В. Геєць [152, с. 9–33; 153], Н. Доценко [182, с. 8], Б. Кваснюк [227] акцентують увагу на підсумках перетворень та перспективах зростання промисловості в умовах інноваційної моделі розвитку економіки; у працях російських вчених М. Єршова [193, с. 67–68], М. Ібрагімова [206, с. 4–5], В. Логінова [265, с. 3–10], Д. Прокоповича [346, с. 61–67] досліджені основні тенденції розвитку підприємств у процесі реформування корпоративного законодавства і глобалізації економічних процесів.

За станом на 1 січня 2005 р. в Україні було зареєстровано за організаційно-правовими формами господарювання 1023396 об'єктів, з яких 34571 акціонерне товариство (АТ), в тому числі 11730 відкритих акціонерних товариств (33,9% від загальної кількості) та 22167 закритих акціонерних товариств (64,1%). Переважна більшість акціонерних товариств зосереджена у м. Києві та Київській обл. (8975, або 26,2% від загальної кількості), Харківській (2900, або 8,5%), Донецькій (2805, або 8,2%), Дніпропетровській (2771, або 8,1%), Запорізькій (1388, або 4,1%) та Одеській обл. (1307, або 3,8%). Випуск цінних паперів зареєстрували 21594 акціонерних товариства, що становить 63% їх загальної кількості, у тому числі 10992 ВАТ (93,2% загальної кількості ВАТ) і 10602 ЗАТ (47,2% загальної кількості ЗАТ).

Формування грошових потоків держави і підприємств тісно пов'язане з обігом капіталу, оскільки функціонуючий капітал перебуває у постійному русі у межах не тільки діяльності підприємств, а й економічної системи держави.

Слід зауважити, що за правовим станом капітал поділяють на власний та позичений; за формою залучення капіталу виокремлюють грошові кошти і майнові внески; залежно від походження капіталу фінансування здійснюють за рахунок внутрішніх або зовнішніх джерел. В економічному процесі рух капіталу супроводжується постійною зміною його форм; про рівень використання капіталу свідчить його обіговість. Дані, що характеризують обіговість сукупного капіталу підприємств в економіці України, наведено у таблиці 3.6.

Таблиця 3.6

**Показники використання капіталу підприємств України
(за 1996–2004 рр.)***

Показники	Роки								
	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Дохід (виручка) від реалізації продукції, млрд. грн.	148,3	173,3	223,2	295,4	543,5	614,0	906,6	1198,2	1688,6
Сукупний капітал, млрд. грн.	527,1	567,6	635,7	709,6	765,1	857,7	933,5	1071,3	1249,7
Власний капітал, млрд. грн.	435,2	441,6	424,5	429,9	416,9	452,5	470,9	512,4	583,1
Позикові кошти, млрд. грн.	91,9	126,0	211,2	280,0	349,1	405,2	462,6	558,9	666,6
Кількість оборотів сукупного капіталу, раз	0,28	0,31	0,35	0,42	0,71	0,72	0,97	1,12	1,35
Кількість оборотів власного капіталу, разів	0,34	0,39	0,53	0,69	1,30	1,35	1,93	2,34	2,89
Кількість оборотів позикових коштів, разів	1,61	1,38	1,06	1,06	1,56	1,51	1,95	2,14	2,53

* Розраховано за даними Державного комітету статистики України [392–398; 422; 423].

Ці дані свідчать, зокрема, що кількість оборотів сукупного капіталу зросла з 0,28 у 1996 р. до 1,35 у 2004 р. Намітилася позитивна тенденція в обіговості власного капіталу – з 0,34 у 1996 р. до 2,89 у 2004 р., а також позикових коштів – із 1,61 до 2,53 відповідно, що підтверджує поліпшення ефективності використання капіталу. Саме про ефективність функціонування

капіталу підприємств реального сектору економіки свідчить розрахунок показника рівня рентабельності капіталу (таблиця 3.7).

Таблиця 3.7

Оцінка ефективності функціонування капіталу підприємств в економіці України (за 1996–2004 рр.)*

Показники	Роки								
	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Прибуток, млрд. грн.	14,4	13,9	3,4	7,4	13,9	18,7	14,6	19,6	44,6
Сукупний капітал, млрд. грн.	527,1	567,6	635,7	709,6	765,1	857,7	933,5	1071,3	1249,7
Власний капітал, млрд. грн.	435,2	441,6	424,5	429,9	416,9	452,5	470,9	512,4	583,1
Позикові кошти, млрд. грн.	91,9	126,0	211,2	280,0	349,1	405,2	462,6	558,9	666,6
Рівень рентабельності сукупного капіталу, %	2,7	2,4	0,5	1,0	1,8	2,1	1,6	1,8	3,6
Рівень рентабельності власного капіталу, %	3,3	3,1	0,8	1,7	3,3	4,1	3,1	3,8	7,6
Рівень рентабельності позикових коштів, %	15,7	11,0	1,6	2,6	4,0	4,6	3,2	3,5	6,7

* Розраховано за даними Державного комітету статистики України [392–398; 422; 423].

Як бачимо, розрахунки показують порівняно низьку ефективність функціонування сукупного капіталу в реальному секторі економіки, оскільки рівень рентабельності – 1,0–3,6%. Дані процеси підтверджують економетричні розрахунки (рис. 3.6, 3.7).

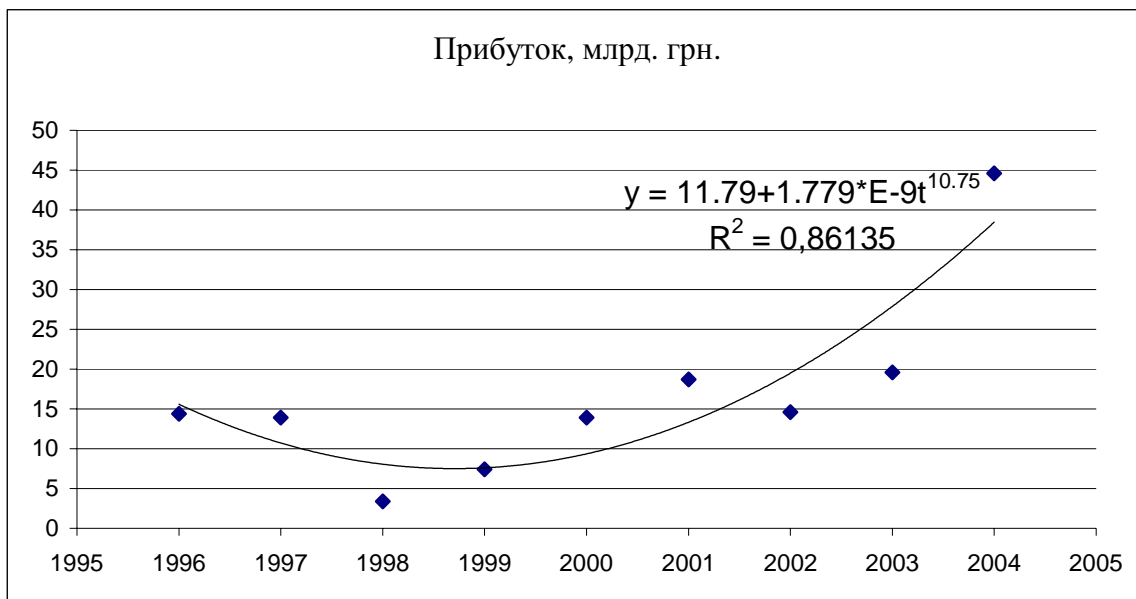


Рис. 3.6. Динаміка прибутку в економіці України (y – прибуток, млрд. грн.; t – період, рік; R^2 – коефіцієнт детермінації)

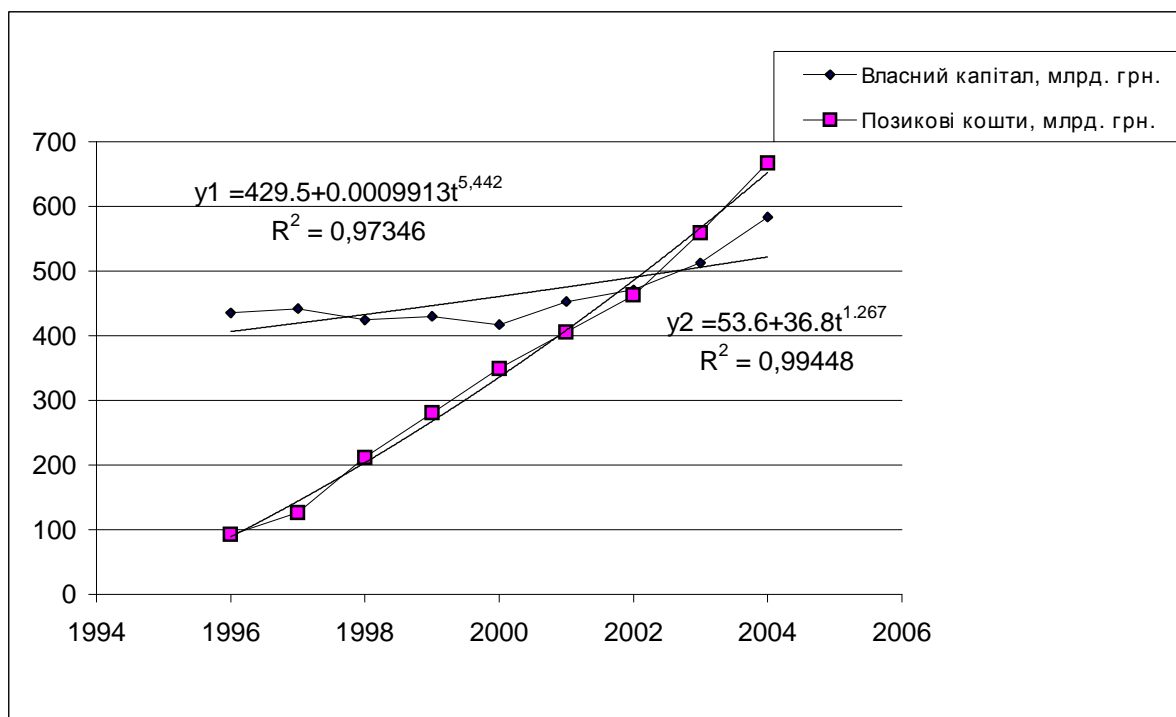


Рис. 3.7. Динаміка структури власного капіталу та позикових коштів в економіці України (y_1 – власний капітал, млрд. грн.; y_2 – позикові кошти, млрд. грн.; t – період, рік; R^2 – коефіцієнт детермінації)

Зокрема, намітилася позитивна тенденція до підвищення прибутку та обсягів позикових коштів в економіці України, темпи зростання позикових коштів випереджають темпи зростання власного капіталу.

Варто зауважити, що за 2001–2004 рр. в розрізі регіонів України (додаток Е) темпи зростання власного капіталу підприємств спостерігалися в м. Києві (151,86%), Запорізькій (126,82), Дніпропетровській (125,31%) і Донецькій областях (115,8%), а зниження зростання – у Волинській (83%), Тернопільській (76,98) і Сумській областях (66,32) (таблиця 3.8).

Таблиця 3.8

Власний капітал підприємств у регіонах України (за 2001–2004 рр.)*

(2001=100; у відсотках)

№ з/п	Регіони	Роки		
		2002	2003	2004
А	1	2	3	4
	Україна – всього			
1.	Автономна Республіка Крим	98,74	95,61	102,47
2.	Вінницька	90,79	90,79	91,28
3.	Волинська	163,43	81,52	83,00
4.	Дніпропетровська	103,19	111,29	125,31
5.	Донецька	91,92	94,49	115,80

Продовження табл. 3.8

А	1	2	3	4
6.	Житомирська	87,60	79,18	82,85
7.	Закарпатська	95,31	96,27	103,17
8.	Запорізька	99,09	110,84	126,82
9.	Івано-Франківська	96,95	98,98	101,68
10.	Київська	96,66	104,28	74,76
11.	Кіровоградська	94,97	89,97	102,56
12.	Луганська	95,03	99,52	110,07
13.	Львівська	101,35	109,03	113,93
14.	Миколаївська	96,01	104,25	114,80
15.	Одеська	97,88	104,71	114,62
16.	Полтавська	96,07	96,20	110,79
17.	Рівненська	93,03	89,21	91,73
18.	Сумська	80,41	84,38	66,32
19.	Тернопільська	79,79	74,02	76,98
20.	Харківська	95,19	98,08	105,59
21.	Херсонська	85,23	66,03	67,30
22.	Хмельницька	94,35	93,17	89,15
23.	Черкаська	92,15	86,78	91,61
24.	Чернівецька	94,13	85,69	76,62
25.	Чернігівська	93,18	93,04	93,34
	м. Київ	113,08	130,33	151,86
	м. Севастополь	96,05	90,31	92,90

* Розраховано за даними Державного комітету статистики України.

Побудовані діаграми дають змогу зробити висновки про динаміку власного капіталу підприємств за регіонами України (рис. 3.8).

На основі розрахунків можна відзначити, що у 2001 р. частка власного капіталу в сукупному капіталі підприємств становила 0,618442, довготермінових зобов'язань 0,045331 і поточних зобов'язань 0,336227, а в 2004 р. – відповідно 0,539823; 0,067936 і 0,392241 (таблиця 3.9).

Таблиця 3.9

Структура фінансового капіталу підприємств України (за 2001–2004 рр.)*

Роки	Власний капітал	Довготермінові зобов'язання	Поточні зобов'язання
2001	0,618442	0,045331	0,336227
2002	0,59785	0,059453	0,342697
2003	0,578707	0,045433	0,37586
2004	0,539823	0,067936	0,392241

* Розраховано за даними Державного комітету статистики України.

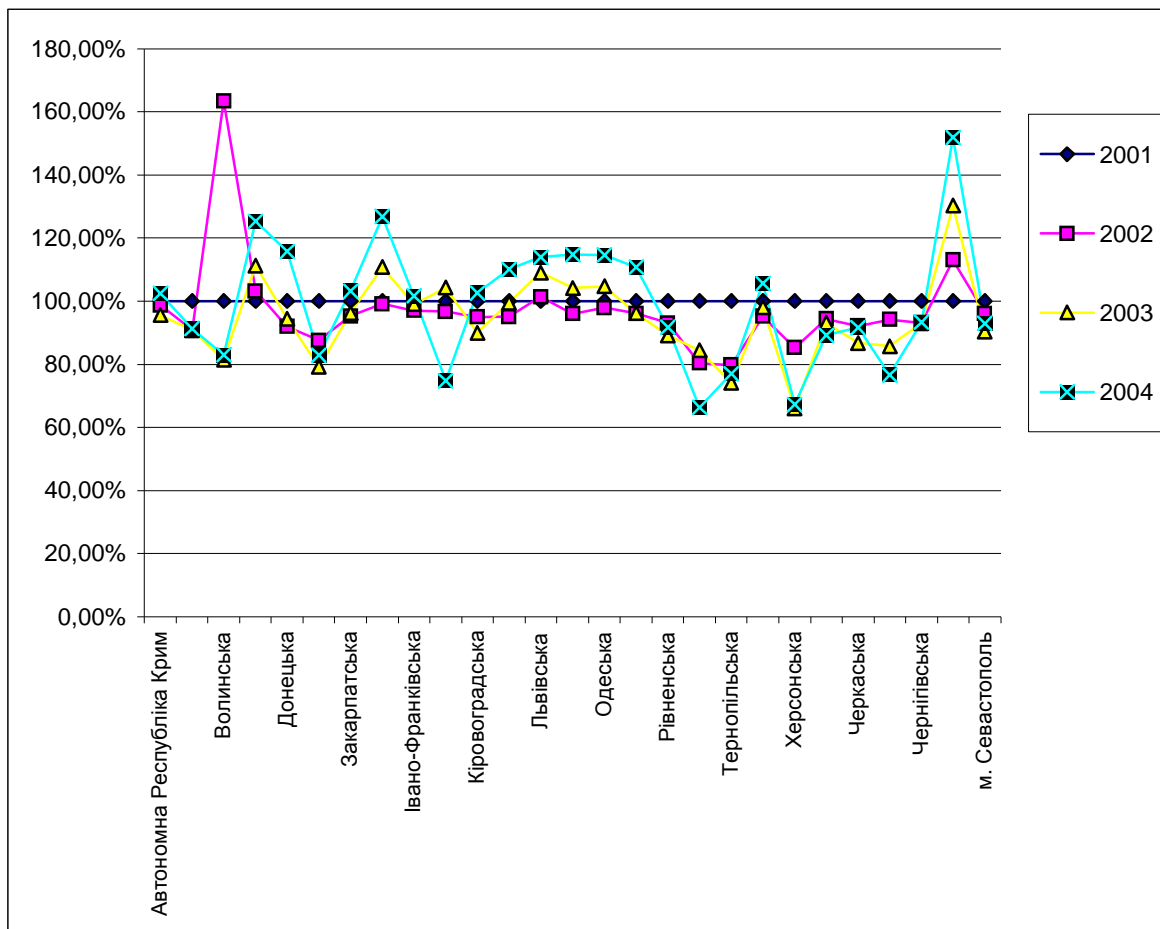


Рис. 3.8. Динаміка власного капіталу підприємств у регіонах України

(за 2001–2004 рр.)

Проведене дослідження виявило наступні тенденції (рис. 3.9–3.11).

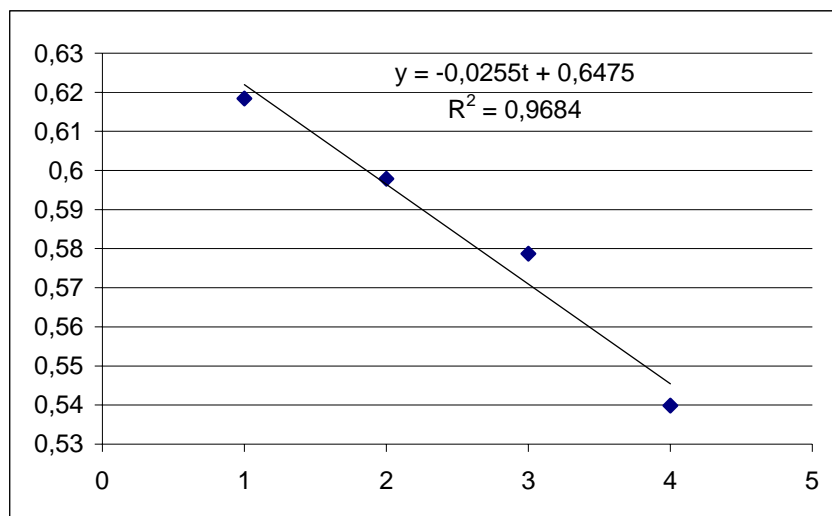


Рис. 3.9. Динаміка частки власного капіталу в сукупному капіталі підприємств (y – частка власного капіталу, t – період, рік)

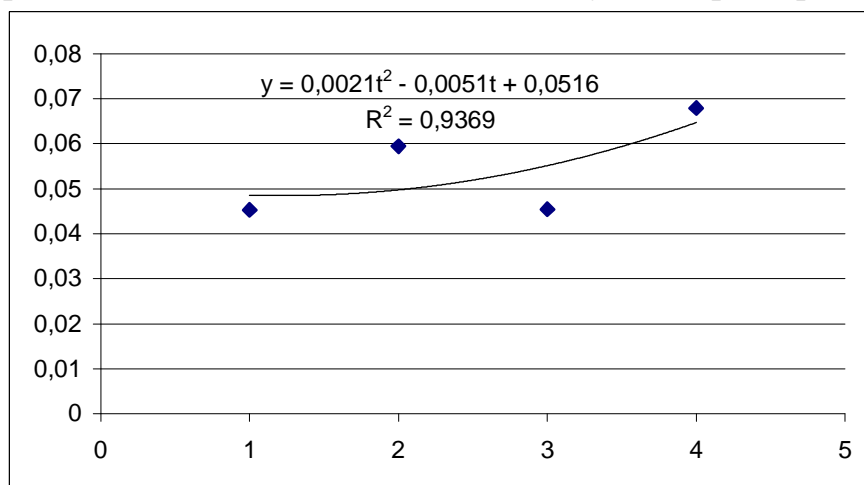


Рис. 3.10. Динаміка частки довготермінових зобов'язань у сукупному капіталі підприємств (y – частка довготермінових зобов'язань, t – період, рік)

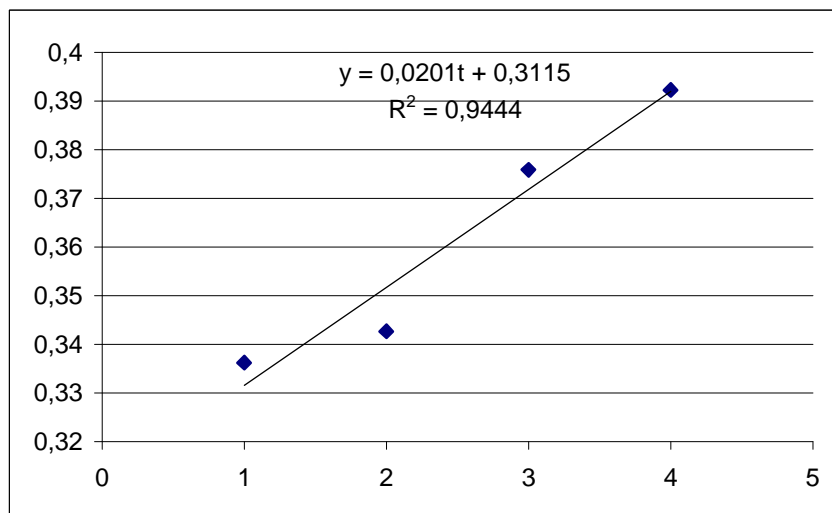


Рис. 3.11. Динаміка частки поточних зобов'язань у сукупному капіталі підприємств (y – частка поточних зобов'язань, t – період, рік)

Як бачимо, частка власного капіталу в сукупному капіталі зменшується в середньому на 0,0255 за рік; частка довготермінових зобов'язань у сукупному капіталі розвивається за зростаючою віткою параболи виду: $y = 0.0021t^2 - 0.0051t + 0.0516$; частка поточних зобов'язань у сукупному капіталі збільшується в середньому на 0,0201 за рік. Це свідчить про поступове зменшення частки власного капіталу і тенденцію до зростання довготермінових і поточних зобов'язань у сукупному капіталі підприємств.

На основі статистичних даних за 2001–2004 рр. в Україні (додаток Е.1) за допомогою статистичного пакета STADIA побудовані багатofакторні економетричні моделі залежності фінансового результату діяльності підприємств (y) від наступних чинників: довготермінових зобов'язань (x_1), поточних зобов'язань (x_2) і власного капіталу підприємств (x_3) (таблиця 3.10). За результатами дослідження встановлено адекватність побудованих моделей експериментальним даним (додаток Е.2).

Таблиця 3.10

Економіко-математична модель залежності фінансового результату від звичайної діяльності до оподаткування підприємств від довготермінових зобов'язань, поточних зобов'язань і власного капіталу підприємств в Україні (за 2001–2004 рр.)*

Роки	Вид економетричної залежності	Коефіцієнт кореляційного зв'язку
2001	$y = 105800 + 0,3231x_1 + 0,1205x_2 - 0,08168x_3$	$R = 0,96043$
2002	$y = -192200 - 0,08841x_1 + 0,1097x_2 - 0,02725x_3$	$R = 0,91566$
2003	$y = -626200 + 1,25x_1 - 0,07932x_2 + 0,04566x_3$	$R = 0,9486$
2004	$y = 26680 + 0,2876x_1 + 0,06901x_2 - 0,0213x_3$	$R = 0,92137$

* Розраховано за даними Державного комітету статистики України.

Покрокова регресія пакета STADIA в рамках лінійної багатопараметричної моделі дає змогу з множини вхідних змінних провести відбір тих незалежних змінних, які найзначиміші для адекватного представлення вхідних даних. Відповідно розраховані покрокові регресії дали наступні результати (таблиця 3.11).

Як бачимо, в 2001 р. на фінансовий результат діяльності підприємств основний вплив мали довготермінові зобов'язання (x_1), а в 2002–2004 рр. – поточні зобов'язання (x_2).

Водночас математична модель, яка представлена множинною регресією залежності обсягів прибутку (y , млрд. грн.) від обсягів власного капіталу (x_1 , млрд. грн.) та позикових коштів (x_2 , млрд. грн.), відображає вплив цих капіталів на величину прибутку. Вид економіко-математичної моделі:

$$y = -79.2 + 0.2106x_1 - 0.004506x_2, \quad R^2 = 0.82906.$$

Таблиця 3.11

Економіко-математична модель залежності фінансового результату від звичайної діяльності до оподаткування підприємств від довготермінових зобов'язань, поточних зобов'язань і власного капіталу підприємств за допомогою покрокової регресії в Україні (за 2001–2004 рр.)*

Роки	Вид економетричної залежності	Коефіцієнт кореляційного зв'язку
2001	$y = -437700 + 0,8228x_1$	$R = 0,9448$
2002	$y = -353200 + 0,06917x_2$	$R = 0,86148$
2003	$y = -389600 + 0,7618x_2$	$R = 0,9214$
2004	$y = -83630 + 0,1016x_2$	$R = 0,91944$

* Розраховано за даними Державного комітету статистики України.

У § 3.1 за допомогою методики інтегральної оцінки у розрізі промислового та фінансового секторів економіки було виокремлено три рівні інвестиційної привабливості регіонів. З урахуванням відібраних трьох груп

побудуємо множинні економетричні моделі залежностей між сукупним капіталом, власним капіталом та фінансовим результатом від звичайної діяльності до оподаткування (сальдо) підприємств у розрізі регіонів у 2003 р. (додаток Е.3). Як бачимо, що в найбільш інвестиційно привабливих регіонах коефіцієнт кореляції $R = 0,9948$, у привабливих регіонах $R = 0,98021$ і в малопривабливих $R = 0,96323$.

У процесі виходу підприємств на ринок фінансового капіталу з метою залучення або розміщення вільних капіталів особливо важливу роль відіграє дослідження структури капіталу. Під час аналізу капіталу слід визначати не тільки питому вагу окремих його складових, а й відповідну динаміку їхнього складу та структури за певні періоди, зокрема, формування складу і структури капіталу в економічній системі держави залежить від особливостей економічної діяльності суб'єктів господарювання (таблиця 3.12).

Таблиця 3.12

Склад і структура капіталу підприємств за видами економічної діяльності в Україні (за 2001–2004 рр.)*

№ з/п	Показники	Роки							
		2001		2002		2003		2004	
		сума, млн. грн.	питом а вага, %	сума, млн. грн.	питом а вага, %	сума, млн. грн.	питом а вага, %	сума, млн. грн.	питом а вага, %
1.	Промисловість: сукупний капітал	34106 4,4	100,0	37171 0,4	100,0	41107 9,5	100,0	47063 4,3	100,0
	у т. ч. власний капітал	19388 3,6	56,8	19534 0,4	52,5	20497 8,2	49,9	23455 5,6	49,8
	позикові кошти	14718 0,8	43,2	17637 0,0	47,5	20610 1,3	50,1	23607 8,7	50,2
2.	Будівництво: сукупний капітал	24762, 3	100,0	27559, 4	100,0	31981, 2	100,0	39564, 4	100,0
	у т. ч. власний капітал	13481, 8	54,4	14751, 5	53,5	15158, 7	47,4	15054, 7	38,1
	позикові кошти	11280, 5	45,6	12807, 9	46,5	16822, 5	52,6	24509, 7	61,9

3.	Оптова та роздрібна торгівля: сукупний капітал	14820 0,5	100,0	18064 9,8	100,0	22586 5,7	100,0	27236 5,6	100,0
	у т. ч.: власний капітал	14014, 7	9,5	20168, 1	11,2	20873, 8	9,2	32892, 0	12,1
	позикові кошти	13418 5,8	90,5	16048 1,7	88,8	20499 1,9	90,8	23947 3,6	87,9
4.	Транспорт і зв'язок: сукупний капітал	82017, 0	100,0	12915 8,5	100,0	98544, 1	100,0	10689 5,9	100,0
	у т. ч. власний капітал	55347, 8	67,5	63195, 1	48,9	70505, 2	71,5	74303, 7	69,5
	позикові кошти	26669, 2	32,5	65963, 4	51,1	28038, 9	28,5	32592, 2	30,5
5.	Фінансова діяльність: сукупний капітал	8307,6	100,0	16110, 8	100,0	27128, 3	100,0	47697, 0	100,0
	у т. ч. власний капітал	4056,5	48,8	7157,9	44,4	13509, 2	49,8	24579, 2	51,5
	позикові кошти	4251,1	51,2	8952,9	55,6	13619, 1	50,2	23117, 8	48,5

* Розраховано за даними Державного комітету статистики України [392–398; 422; 423].

Як бачимо, величини власного капіталу і позикових коштів залежать від видів економічної діяльності. Зокрема, найбільша питома вага позикового капіталу на підприємствах оптової та роздрібною торгівлі, а найменша – у суб'єктів підприємницької діяльності транспорту і зв'язку. Склад власного капіталу коливається за роками (додаток Е.4). Тенденція до зменшення власного капіталу намітилася в промисловості – з 56,8% у 2001 р. до 49,8% у 2004 р. та будівництві – 54,4 і 38,1% відповідно. Це в зумовлено здебільшого тим, що підприємства в умовах макроекономічної стабільності спрямовують виробничі інвестиції на впровадження інноваційних технологій і зростання конкурентоспроможності продукції. Проте, незважаючи на порівняно високий рівень самофінансування підприємств, їхній власний капітал, як правило, не може забезпечити весь обсяг інвестицій, тому підприємства залучають кредити банків, що є основним джерелом зовнішнього фінансування.

Капітал варто досліджувати в правовому, фінансовому та обліковому аспектах. Зокрема, фінансовий аспект передбачає дослідження власного капіталу як різниці між активами і зобов'язаннями. Аналіз власного капіталу дає змогу: виявити основні джерела формування власного капіталу та їхній вплив на фінансову стійкість підприємства; відстежити розпорядження поточним і нерозподіленим прибутком; надає право на отримання дивідендів, а у разі ліквідації забезпечує права власників. Отже, основні функції, притаманні власному капіталу: забезпечення безперервності фінансово-господарської діяльності, участь у розподілі отриманого прибутку та участь в управлінні підприємством. Власний капітал містить дві основні складові: інвестований капітал (який вклали власники підприємства) і нагромаджений капітал (у процесі фінансово-господарської діяльності). Про зміни у складі й структурі капіталу в промисловості у 2003 р. свідчать дані таблиці 3.13.

Дані табл. 3.13 свідчать про зростання капіталу в промисловості за звітний період на 46703,9 млн. грн. (12,4%). Це зумовлено, в основному, зростанням позикових коштів у промисловості на 37379 млн. грн. (20,8%) і незначним зростанням власного капіталу – на 9324,9 млн. грн. (4,8 %). У позикових коштах найбільше зростають короткотермінові кредити банків – на 4010,9 млн. грн. (31,4 %) і поточна заборгованість за довготерміновими зобов'язаннями – на 732,6 млн. грн. (37,2%). Зростання власного капіталу

Таблиця 3.13

Склад і структура капіталу в промисловості у 2003 р.*

№ з/п	Показники	На початок року		На кінець року		Зміна за рік (+, -)		У % до зміни підсумку пасиву балансу
		млн. грн.	% до підсумку	млн. грн.	% до підсумку	млн. грн.	% до початку року	
А	Б	1	2	3	4	5	6	7
1.	Власний капітал							
1.1	Статутний	99019,8	26,40	107754,	25,55	+8735	+8,8	+18,70

.	капі-тал			8				
1.2	Додатковий ка-пітал	104535,4	27,87	104314,3	24,73	-221,1	-0,2	-0,47
1.3	Резервний капі-тал	3710,9	0,99	4196,1	0,99	+485,2	+13,1	+1,04
1.4	Нерозподілений прибуток	-8779,6	-2,34	-7995,0	-1,89	-784,6	-8,9	-1,68
1.5	Неоплачений та вилучений капі-тал	2833,2	-0,72	3292,0	-0,78	+458,8	+16,2	+0,98
	Разом	195653,3	52,2	204978,2	48,6	+9324,9	+4,8	+20,00
2.	Позикові кошти							
2.1	Короткотермінові кредити бан-ків	12786,1	3,41	16797,0	3,98	+4010,9	+31,4	+8,59
2.2	Поточна забор-гованість за дов-готерміновими зобов'язаннями	1966,6	0,52	2699,2	0,64	+732,6	+37,2	+1,57
2.3	Кредиторська заборгованість	138861,9	37,02	162836,5	38,61	+23974,6	+17,3	+51,33
	Інші кошти	25801,4	6,85	34462,3	8,17	+8660,9	+33,6	+18,51
	Разом	179416,0	47,8	216795,0	51,4	+37379,0	+20,8	+80,00
	Всього	375069,3	100	421773,2	100	+46703,9	12,4	100

* Розраховано за даними: Фінанси України за 2003 р. – К.: Держкомстат України, 2004. – С. 60–63.

відбулося за рахунок збільшення статутного капіталу на 8735 млн. грн. (8,8%); зростання резервного капіталу (на 485,2 млн. грн., або 13,1 %) свідчить, що промислові підприємства дедалі більше уваги приділяють створенню резервного капіталу, який формують здебільшого за рахунок прибутку і призначений для покриття непередбачених втрат або збитків, що виникають у процесі фінансово-господарської діяльності.

Зауважимо, що на величину сукупного капіталу і на фінансовий стан суб'єктів підприємницької діяльності впливають різні чинники, тому поточний рівень доходності підприємства може значно відрізнятись від усередненого показника подібних підприємств даної галузі, проте з року в рік збільшується частка саме великих підприємств (таблиця 3.14).

Розподіл провідних підприємств України у порядку їх зменшення
(за даними на 01.01.2004 р.)*

№ з/п	Підприємства	Обсяг прибутку, млн. грн.	№ з/п	Підприємства	Рівень капіталізації, млн. грн.
1.	НАК "Нафтогаз України" ¹	1195,18	1.	Укртелеком	8486,74
2.	Укрнафта	890,01	2.	Нікопольський завод феросплавів	2101,24
3.	Криворіжсталь	870,88	3.	Укрнафта	2095,933
4.	Маріупольський металургійний комбінат ім. Ілліча	820,32	4.	Маріупольський металургійний комбінат ім. Ілліча	1390,96
5.	УМС	652,73	5.	Запоріжсталь	899,93
6.	Запоріжсталь	639,19	6.	Київенерго	693,53
7.	Укртелеком	615,98	7.	Західенерго	562,78
8.	Київстар Дж. Ес. Ем.	587,84	8.	Центренерго	472,84
9.	Енергоатом	423,02	9.	Азовсталь	420,58
10.	Дніпроенерго	385,34	10.	АЕС-Київобленерго	361,70
11.	Метален	364,36	11.	Новомосковський трубний завод	354,00
12.	Азовсталь	256,44	12.	Миколаївський глиноземний завод	348,00

¹ Консолідовані показники.

* Складено за даними [269, с. 20–21; 131, с. 26–27].

Як видно з даних табл. 3.14, за обсягами капіталізації лідирують Укртелеком – 8486,74 млн. грн., Нікопольський завод феросплавів – 2101,24 млн. грн., а за обсягами прибутків НАК "Нафтогаз України" і Укрнафта – 1195,18 і 890,01 млн. грн. відповідно. Зокрема, прибуток НАК "Нафтогаз України" у 2003 р. порівняно з 2002 р. становив 96%, Укрнафти – 199, Криворіжсталь – 165, Маріупольського металургійного комбінату ім. Ілліча – 319, а компанії УМС – 172% відповідно.

Фінансовому капіталу в економічній системі державі притаманна також інвестиційна функція. За останні роки намітилася позитивна тенденція зростання обсягів позиченого капіталу у виробництво за допомогою саме емісії акцій. Зокрема, капіталізація акціонерних товариств можна охарактеризувати вартістю акцій, що становлять їхній акціонерний капітал. На 1 січня 2004 р.

загальний обсяг випуску акцій, зареєстрованих у Державній комісії з цінних паперів та фондового ринку України, дорівнював 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. (таблиця 3.15).

Таблиця 3.15

**Номінальна капіталізація ринку цінних паперів
України (за 1998–2003 рр.)***

(на початок року)

Роки	Обсяг номінальної капіталізації, млрд. грн.	Абсолютний приріст номінальної капіталізації за період, млрд. грн.	Відносний приріст номінальної капіталізації за період, %
1998	11,26	–	–
1999	23,11	11,84	205
2000	31,32	8,22	136
2001	46,51	15,19	148
2002	68,43	21,92	147
2003	81,23	12,8	119
2004	98,13	16,9	120,8

* Складено за: [399].

Економетричне дослідження статистичних даних обсягів капіталізації в Україні з допомогою динамічних рядів показало наступну тенденцію – їх розвиток можна описати параболічною залежністю виду $y = 2839,9t^2 - 0,000007t$. Вітки цієї параболи спрямовані вгору, вершина – між 2000–2001 рр. (рис. 3.12). Від цього часу капіталізація розвивається за зростаючою віткою параболи, набираючи стрімких темпів зростання.

Капіталізацію в економіці доцільно розглядати як важливий індикатор фінансової стабільності у державі. Зокрема, в 2002 р. у Польщі, Чехії та Російській Федерації відношення капіталізації до ВВП становило відповідно 15,3, 22,8 та 35,8% [440, с. 89–93]. В Україні, на основі розрахунків за даними ДКЦПФР, відношення обсягів номінальної капіталізації до ВВП у 1998 р. дорівнювало 22,5%, у 2000 – 27,3%, 2002 – 36%, 2003 – 37,1% й у 2004 р. –

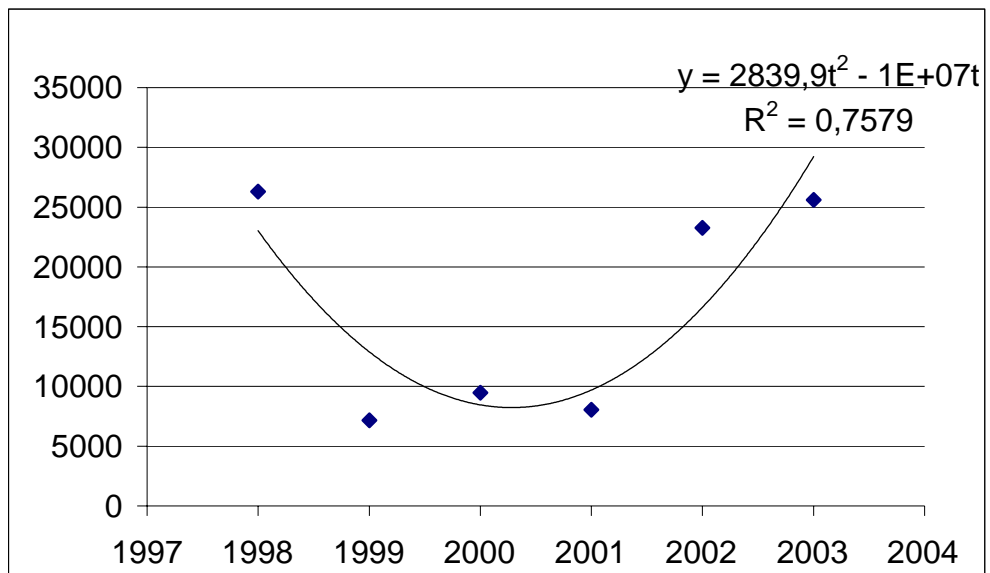


Рис. 3.12. Динаміка капіталізації в економіці України

40,1%, а відношення у відсотках обсягів торгів на ринку цінних паперів до ВВП – 10,1, 23,1, 48,1, 75,9 і 92,9 відповідно.

Вплив обсягів кредитів банків і капіталізації ринку цінних паперів на обсяги ВВП України за 1998–2004 рр. можна представити математичною моделлю у вигляді виробничої функції:

$$ВВП = 13,52 \cdot ОКр^{0,03508} \cdot K^{0,6205}, \quad R^2 = 0,99281, \quad R = 0,9964,$$

де $ОКр$ – обсяги банківських кредитів, млрд. грн.; K – обсяги капіталізації, млрд. грн. Побудована модель охоплює 99% вхідних даних ($R^2 = 0,99281$), щільність кореляційного зв'язку становить 0,9964. На основі цих показників з імовірністю $p=0,95$ можна зробити висновки про те, як зміна обсягів капіталізації впливає на зростання ВВП.

Слід зазначити, що в світовій економіці стійкою тенденцією, характерною для кінця ХХ ст., є зосередження акцій корпорацій у власності або розпорядженні інституційних інвесторів. Адекватні процеси дедалі чіткіше проявляються і в нашій державі, оскільки саме банківська ланка фінансового капіталу стає одним із основних власників і розпорядників акціонерного капіталу підприємств, що сприяє взаємопроникненню капіталів, розширенню масштабів спільної власності, підвищує значення взаємодії обох ланок

фінансового капіталу. Варто зупинитися на деяких тенденціях і перспективах сек'юритизації в сучасних умовах.

По-перше, загалом в Україні завершився черговий етап розподілу власності й сформувалася доволі стійка система корпоративного управління (контрольні та великі пакети акцій є в зацікавлених осіб, які скупили акції у дрібних власників на позабіржовому ринку, тобто відповідно переоформили права власності). У 2002 р. на вітчизняному організованому ринку цінних паперів було укладено угод із купівлі-продажу цінних паперів на 4,240 млрд. грн. Так, у 2002 р. порівняно з попереднім роком загальний обсяг випуску акцій закритих акціонерних товариств (ЗАТ) зменшився на 2,157 млрд. грн. (33%), а відкритих (ВАТ) – відповідно на 7,303 млрд. грн. (52%) (таблиця 3.16).

Таблиця 3.16

Обсяги випуску акцій в Україні за 1996–2002 рр.*

(млрд. грн.)

Учасники ринку цінних паперів	Роки						
	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
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
Усього	1,821	9,443	11,839	7,919	15,494	21,921	12,7957

* Джерело: дані Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку України.

На основі наведених даних розраховано економіко-математичні моделі, що демонструють позитивну динаміку розвитку цих процесів у всіх учасниках ринку цінних паперів (таблиця 3.17).

У 2004 р. загальний обсяг зареєстрованих у ДКЦПФР випусків цінних паперів становив 34,7 млрд. грн., у т. ч. акцій на 28,3 млрд. грн. (81,5% від загального обсягу випусків) та облігацій підприємств – 3,9 млрд. грн. (13,8%). Намітилася позитивна динаміка зростання емісій акцій. Так, у ДКЦПФР було зареєстровано найбільші випуски акцій ВАТ на суму 15,55 млрд. грн., що на

7,22 млрд. грн. більше, ніж у 2003 р. та ЗАТ – 11 млрд. грн., що на 4,3 млрд.

Таблиця 3.17

**Розрахункова економетрична модель обсягів випуску акцій в Україні
(за 1996–2002 рр.)**

Учасники ринку цінних паперів	Економетрична модель
Комерційні банки (ЗАТ)	$y = 0,003714 + 0,06323t, R = 0,88067$
Комерційні банки (ВАТ)	$y = 0,01484 + 0,1158t, R = 0,85528$
Страхові компанії	$y = -0,12 + 0,07627t, R = 0,9624$
Інвестиційні компанії та інвестиційні фонди	$y = 0,10477t^{-2,26}, R = 0,64001$
Підприємства (ЗАТ)	$y = 0,5232 + 2,503 \ln t, R = 0,72023$
Підприємства (ВАТ)	$y = -1,916 + 4,69\sqrt{t}, R = 0,66218;$ $y = \exp(0,8988 + 0,222t), R = 0,69641$

де y – обсяг випуску акцій, млн. грн., t – період часу, рік, R – коефіцієнт кореляційного зв'язку

грн. більше, ніж у попередньому році. Найбільші обсяги емісій акцій здійснили ВАТ Криворізький гірничо-металургійний комбінат "Криворіжсталь" – на 3859,53 млн. грн., ЗАТ "Нафтова холдингова компанія" – 1663,68 млн. грн., ВАТ "Краснодонвугілля" – 1175,23 млн. грн. і ВАТ "Одеський припортовий завод" – 798,54 млн. грн.

По-друге, у переважній більшості випадків пакет акцій, зосереджений в інституційного інвестора (хоча становить невелику частку загальної їхньої кількості), є достатнім для належного взаємопроникнення (поєднання) власності фінансових установ і промислових підприємств на основі спільних інтересів діяльності на ринку фінансового капіталу з метою отримання прибутків. Проте навіть конфлікт інтересів акціонерного товариства і банку як головного акціонера не призводить до розпродажу акцій, а зумовлює налагодження тепер уже "внутрішніх" розбіжностей, керуючись двома причинами: з одного боку, розпорошення акцій ("розводнення акцій") є збитковим для держателя і ризикованим для діяльності товариства, а з іншого боку, власне розпродаж акцій, потребує відповідних коштів.

Тепер володіння великими або контрольними пакетами акцій потужних підприємств є одним із показників конкурентоспроможності операторів ринку фінансового капіталу. Здійснено цілковитий перехід від колишнього індивідуального володіння акціонерним капіталом до інституційного, триває поглиблення взаємозв'язків стосовно власності у структурі фінансового капіталу.

Вочевидь, що підприємства використовують досягнення науково-технічного прогресу, структурні зміни в економіці країни для максимізації прибутків незалежно від результатів цього процесу для стану суспільства, проте з огляду на стратегічний напрямок, який проголосила держава, – європейську інтеграцію України. Це проявляється насамперед у намаганні підприємств досягти міжнародних параметрів концентрації виробництва і капіталу, зважаючи на глобалізацію світової економіки.

Розвиток ринку облігацій дає підприємствам змогу саме через випуск облігацій залучати додаткові інвестиційні ресурси. По-перше, на фондовому ринку зберігається позитивна тенденція збільшення випусків облігацій на підприємствах. У 2003 р. зареєстровано 169 випусків облігацій на суму 4,24 млрд. грн., а в 2004 р. загальний обсяг зареєстрованих у ДКЦПФР випусків цінних паперів становив 34,7 млрд. грн., у тому акцій на суму 28,3 млрд. грн. (81,5% від загального обсягу випусків) та облігацій підприємств – 3,9 млрд. грн. (13,8%). По-друге, державні підприємства дедалі ширше залучають кошти шляхом випуску облігацій (таблиця 3.18).

Таблиця 3.18

Обсяги випуску облігацій в Україні (за 1996-2004 рр.)*

(млн. грн.)

Учасники ринку цінних паперів	Роки								
	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
А	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Банки	0,66	0,50	–	–	5,00	73,44	87,38	329,16	217,93
Страхові	–	–	–	–	–	–	25,15	7,00	112,00

компанії									
Державні підприємства	1,95	102,00	3,50	120,00	0,00	56,50	150,00	1154,000	520,04
Дочірні підприємства	–	–	–	–	–	–	3510,00	438,00	117,96
Акціонерні товариства	–	0,04	2,69	–	45,81	168,52	84,92	1093,94	385,93

Продовження табл. 3.18

А	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Товариства з обмеженою відповідальністю	10,20	3,90	2,00	8,00	19,08	352,86	417,17	1102,07	2515,20
Об'єднання (концерни, кооперації) та інші підприємства	–	10,00	–	4,19	–	43,00	–	117,70	237,53
Усього	12,81	116,44	8,19	132,19	69,89	694,32	4274,62	4241,86	4106,59

* Джерело: дані Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку України.

Дані табл. 3.18 свідчать, що обсяг зареєстрованих випусків облігацій збільшився з 150 млн. грн. у 2002 р. до 520 млн. грн. у 2004 р., або у 3,5 раза; питома вага облігацій, які випустили акціонерні товариства, зменшилася з 25,8% у 2003 р. до 9,4% у 2004 р. загального обсягу емітованих облігацій, державних підприємств – із 27,2 до 12,7% відповідно, а товариств з обмеженою

відповідальністю – зросла з 26 до 61,3%. Динаміка обсягів випуску облігацій за 1996–2004 р. відображена на рис. 3.13.

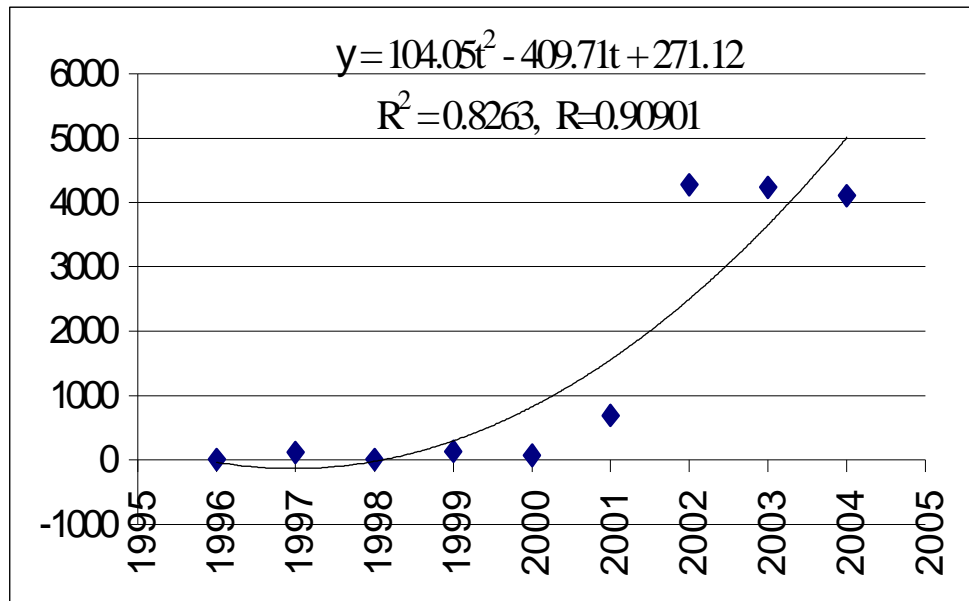


Рис. 3.13. Динаміка обсягів випуску облігацій в Україні (y – обсяг випуску облігацій, млн. грн., t – період, рік)

Як бачимо, з 1999 р. намітилася позитивна тенденція зростання обсягів випуску облігацій, що також підтверджують розраховані на основі побудованої економетричної моделі прогностичні дані на 2005–2008 рр. (таблиця 3.19).

Таблиця 3.19

**Прогностичні розрахунки обсягів випуску облігацій в Україні
(на 2005–2008 рр.)**

Роки	2005	2006	2007	2008
Верхня та нижня межа прогнозованих обсягів, млн. грн.	3866÷9292	5483÷11225	7292÷13388	9291÷15769

Від 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., 2004 р. – 3,9 млрд. грн.). Упродовж 2003 р. зареєстровано 169 випусків облігацій підприємств, тобто на 61 випуск облігацій більше, ніж у 2002 р. (108 випусків). Крім того, обсяги публічних випусків облігацій зросли з

199,95 млн. грн. у 2001 р. до 2577,31, або у 13 разів, а закритих випусків – відповідно з 494,37 до 1767,61 (у 3,6 раза) (таблиця 3.20).

Таблиця 3.20

**Реєстрація випусків облігацій підприємств та місцевих позик
(за 1999–2003 рр.)***

(млн. грн.)

Показники	Роки				
	1999	2000	2001	2002	2003
Облігації підприємств	132,19	69,89	694,32	4274,62	4194,92
Облігації місцевих позик	-	-	-	-	150,00
Всього:	132,19	69,89	694,32	4274,62	4344,92
з них:					
публічні випуски	-	-	199,95	322,63	2577,31
закриті випуски	132,19	69,89	494,37	3951,99	1767,61

* Складено за: [399].

Зокрема, у 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. було продано облігацій на 1,4 млрд. грн. (54,3%) більше, ніж у 2003 р. (таблиця 3.21).

Таблиця 3.21

Випуски облігацій у 2003 р. (обсяг емісії понад 50 млн. грн.)*

№ з/п	Показники	Обсяг випуску, млн. грн.	Питома вага випуску, %	Початок розміщення	Термін обігу, днів (серія)	Відсоткова ставка (річних)	Розміщений обсяг	Кількість днів до завершення розміщення
1.	"Південно-за-хідна залізниця"	500	19,40	травень	1096	12	80	0
2.	"Енергоатом"	500	19,40	грудень	1092	12	0	135
3.	Укртрансгаз	300	11,64	вересень	1096	12	43	0
4.	Запорізький автомобілебудівний завод	150	5,82	жовтень	109 (А.В.С.)	14	80	1050
5.	Київська міська	150	5,82	листопад	1827	14 ¹	67	0

	рада			ад				
6.	АППБ "Аваль"	80	3,10	липень	546	12	100	0
7.	"Київстар GSM"	59	2,29	квітень	549 (А) 731 (У)	17,10 дол. США (А) ²	100	0

¹ Відсоткова ставка на перший рік обігу облігацій.

² Мінімальна гарантована валютна прибутковість.

* Джерело: дані Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку України.

У 2004 р. значні за обсягом випуски облігацій здійснили державне підприємство "Енергоатом" – на 430 млн. грн. (10,47% від загального обсягу емісій); спільне українсько-швейцарське підприємство "Метален" – 200 млн. грн. (4,87%); ТОВ "Каштанове місто" – 189,3 млн. грн. (4,61%) та ТОВ Територіальне міжгосподарче об'єднання "Ліко-Холдінг" – 182,7 млн. грн. (4,45%).

Зрозуміло, що випуск і розміщення підприємством цінних паперів впливає на структуру капіталу. Оптимізація структури капіталу підприємницьких структур, що є учасниками ринку фінансового капіталу, сприяє підвищенню ефективності управління власним і позиченим капіталом. Методологічний аспект визначення оптимальної величини капіталу і відстежування закономірностей управління власним капіталом варто досліджувати у формі побудови динамічних моделей, оскільки всі величини, що впливають на оптимізацію структури капіталу, змінюються у часі під впливом великої кількості випадкових чинників, які виникають в умовах ринкових відносин.

Виходячи з викладеного, можна зробити висновок, що у процесі вибору політики підприємства щодо визначення оптимальної структури фінансового капіталу доцільно, на нашу думку, враховувати наступні чинники: вплив структури капіталу на оцінку ринкової вартості підприємства; переваги й недоліки залучення позикових коштів; особливості структури капіталу підприємства та структури джерел фінансування виробничого процесу на підприємстві; вплив зростання позикових коштів на прибутковість власного

капіталу підприємства (ефект фінансового важеля); можливість застосування динамічних моделей, оскільки всі основні чинники (ризики, податки та ін.), які впливають на оптимізацію структури капіталу, змінюються у часі під впливом великої кількості випадкових факторів, котрі виникають в умовах ринкових відносин. Зауважимо, що структура капіталу – це співвідношення власного капіталу та позикових коштів, тому пошук оптимальної структури передбачає вибір між ризиком і прибутковістю капіталу.

При оцінці фінансового стану підприємства особливу увагу варто приділяти не лише його фінансовій стійкості, платоспроможності, прибутковості, а й проаналізувати сукупну потребу підприємства в грошових коштах, що дає змогу вчасно визначити потребу в обсягах і термінах залучення позикових коштів. Прийняття управлінського рішення щодо залучення позикових коштів потребує узгодження раціональнішого використання ресурсів та оцінки їхнього впливу на фінансові показники підприємства.

Власне, оптимізація структури капіталу підприємств, що є учасниками ринку фінансового капіталу, сприяє підвищенню ефективності управління власним капіталом і позиковими коштами. Кошти залучають у процесі реструктуризації підприємства (ліквідації чи виділенні в бізнес-одиниці непрофільних активів); задіяння стратегічних партнерів і потенційних інвесторів; зменшення вилучення коштів із грошового обороту підприємства;

здійснювати збір інформації для оцінки ризиків, а в разі погіршення фінансового стану спілки запроваджувати тимчасове адміністрування для запобігання банкрутства. При страхуванні вкладів доцільно використати зарубіжний досвід розподілу кредитних спілок за ступенем ризику. Наприклад, у Польщі кредитні спілки розподіляють за ступенем ризику на п'ять категорій, від чого залежить розмір внесків – від 0,24% до 0,72% депозитів членів [377, с. 21].

Для країн, де система кредитних спілок лише починає розвиватися, Всесвітня рада кредитних спілок розробила модель PEARLS, яка оцінює ризики

за такими параметрами: ефективність фінансової структури, активи, норма прибутковості, ліквідність та ознаки зростання. Оскільки в Україні вже відбувся перший етап становлення кредитних спілок, то в перспективі доцільно орієнтуватися на нову модель, яку запроваджує Банк міжнародних розрахунків, ґрунтовану на оцінці чистих ризиків, що є невід'ємною частиною діяльності фінансових установ.

Зростанню довіри до фінансових посередників сприятимуть розкриття інформації щодо фінансово-господарської діяльності, структури власності, емісії та укладених угодах купівлі-продажу цінних паперів, а також удосконалення корпоративного управління з метою забезпечення ефективності планування, контролю та оптимізації управління ризиками.

Особливої уваги заслуговує відпрацювання національної системи управління ризиками, яка потребує складання бізнес-плану із зазначенням стратегічної мети діяльності кредитної спілки й шляхів її досягнення; узгодження положення та процедури для відстеження всіх ризикових сфер діяльності, а також оцінки ризику в кожній сфері, де може бути ризик. При розробці стратегії управління ризиками доцільно ввести обов'язкову підзвітність правління кредитної спілки щодо дотримання й виконання процедур, спрямованих на запобігання можливим ризикам, відповідність розміру та складності діяльності обраній стратегії розвитку спілки.

4.4. Стратегія виходу підприємств на ринок фінансового капіталу

Структура сучасних підприємств адаптується до взаємодії, оскільки більшість з них використовують акціонерну форму для забезпечення певної автономності діяльності. Розширення сфери впливу промислово-фінансових структур дає змогу реалізувати фінансову стратегію, що поєднує в єдине ціле підрозділи та весь перелік фінансово-виробничих операцій і запропонованих послуг.

У даному контексті варто зауважити, що методичні підходи до формування стратегії виходу підприємства на ринок фінансового капіталу з метою залучення додаткових коштів характерні наступною процедурою діяльності: по-перше, визначають цілі, види діяльності та основні якісні й кількісні показники здійснення фінансових операцій підприємства; по-друге, представляють проект фінансово-економічної структури підприємства, що забезпечує його діяльність на ринку фінансового капіталу; по-третє, оцінюють необхідне матеріально-технічне, інформаційно-методичне і кадрове забезпечення виходу підприємства на фінансовий ринок; по-четверте, пропонують перспективну програму (з погодженим календарним планом) створення фінансової інфраструктури підприємства, здійснення операцій з цінними паперами; по-п'яте, визначають і втілюють заходи з управління, контролю та вдосконалення діяльності підприємства на ринку фінансового капіталу.

Доцільно більшу увагу приділити розгляду цілей, завдань і напрямків діяльності підприємства, а також вибору фінансової політики та операцій на ринку фінансового капіталу. Зокрема, цілі виходу підприємства на РФК 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) і відповідні пояснювальні записки до неї; 7) поточна звітність (підготовлені інвестиційні проекти, приватизаційні документи).

Важливою особливістю стратегії виходу підприємства на ринок фінансового капіталу є його величина як суб'єкта господарювання. При цьому слід враховувати галузь виробництва, розташування, структуру, наявність партнерів і чисельність працівників та інші характеристики підприємства (на основі економічної моделі). Крім того, дослідження й аналіз перерахованих документів і поточної економічної інформації дають змогу визначити головні напрямки діяльності та 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, зокрема, виокремлення частини, яка може бути забезпечена за рахунок тих ресурсів, що не стосуються РФК, а саме фінансування з державного чи місцевого бюджетів, власні кошти підприємства, отримання банківських кредитів тощо.

Враховуючи викладене, підприємству доцільно, на нашу думку, зосередитися на вирішенні наступних проблем, відкоригувавши завдання своєї діяльності: 1) реформування діяльності (зокрема, диверсифікація) з огляду на стан ринку (зменшення фінансово-економічної залежності від кон'юнктури ринку); 2) реконструкція та оновлення основного виробництва (видів діяльності); 3) впровадження сучасної системи управління і реструктуризація, що допоможуть позбутися збиткових та неперспективних підрозділів підприємства й поєднати ринкові вимоги господарювання і вплив власників підприємства; 4) забезпечення необхідних обігових активів і платоспроможності.

Визначимо цілі підприємства при виході на ринок фінансового капіталу. Основна мета полягає, як правило, у залученні вільних фінансових ресурсів для

розвитку виробництва та формування структури власності, адекватної ринковій системі. Отже, залучення додаткових ресурсів на РФК покликано усунути коротко-, середньо- і довготерміновий дефіцит власних коштів. Причинами короткотермінового дефіциту коштів можуть бути коливання у доходах і видатках (сезонні; спричинені тривалими циклами виробництва продукції, надання послуг тощо); періодична неритмічність виробництва, реалізації продукції, надходження сировини і матеріалів; розбіжності щодо потреб у коштах та термінах фінансових надходжень (від покупців, інвесторів); форс-мажорні обставини, які впливають із коливань кон'юнктури на ринку чи тимчасових ускладнень при виконанні фінансових операцій.

Середньо- і довготерміновий дефіцити грошових коштів пов'язані, як правило, з фінансуванням обігових активів та інвестицій. Фінансування оборотних активів спрямовують насамперед на відновлення (покриття нестачі) оборотних активів, а також на ринкову зміну структури джерел оборотних активів (зменшення частки банківського кредиту, збільшення частки фінансування за рахунок випуску та розміщення власних цінних паперів).

У цілому залучення фінансових ресурсів необхідно, на нашу думку, спрямувати на реформування і диверсифікацію діяльності підприємства: створення нових непрофільних дочірніх компаній або структурних підрозділів (створення нових робочих місць); перепрофілювання (часткове чи повне) виробничих потужностей і розвиток відповідної інфраструктури; вдосконалення торгово-збутової діяльності з основною продукцією; здійснення операцій із нерухомістю; пріоритетний розвиток фінансової інфраструктури та фінансових операцій. Реструктуризація полягає, в основному, в закритті збиткових і неперспективних підрозділів та дочірніх підприємств у поєднанні з реформуванням (злиттям, розподілом, виокремленням тощо) та фінансовим аспектом реструктуризації (покриттям збитків чи викупом збиткових активів).

Пріоритетними напрямками використання залучених на ринку фінансового капіталу коштів мають бути реконструкція та оновлення основного виробництва (видів діяльності): модернізація і введення в дію нових

потужностей, що забезпечують основне виробництво та інфраструктуру підприємства.

Важлива мета підприємства при виході на ринок фінансового капіталу – формування структури власності та 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 їхню консолідацію; сучасна система управління на основі маркетингових та технологічних засобів і підходів, що зміцнює стосунки й сприяє обміну частками в акціонерному капіталі, тобто дає змогу управляти підприємством та його розвитком через управління акціонерним капіталом; у більшості випадків – вплив через довірче управління пакетами акцій.

У процесі виходу підприємства на ринок фінансового капіталу слід відпрацювати механізм застосування фінансового інжинірингу, який дозволяє поєднувати кілька видів фінансових інструментів та угод, у тому числі операції з цінними паперами, в єдину схему для розв'язання комплексу фінансових питань підприємства. З урахуванням особливості обраної стратегії та чинного законодавства вважаємо за доцільне адаптувати фінансовий інжиніринг до потреб розвитку підприємства за допомогою застосування таких схем: поєднувати емісію облігацій підприємства з іпотечним кредитуванням працівників через уповноважений банк; застосовувати змішану схему фінансування інвестиційного проекту (довготермінове кредитування, лізинг обладнання, емісія та розміщення цінних паперів); об'єднання емісії облігацій із випуском термінових товарних контрактів на постачання продукції з погашенням цих зобов'язань.

Макроекономічне зростання економіки змушує підприємства застосувати дієву політику для підтримки рентабельних інвестиційних циклів при виході на ринок фінансового капіталу з метою відшкодування затрат на власну діяльність

за рахунок залучення нових акціонерів і відповідно збільшення наявного на підприємстві акціонерного капіталу, випуску й розміщення довготермінових облігаційних позик, іноземного капіталу для втілення проектів, що мають достатній для інвесторів рівень прибутковості (додаток С).

Зазначимо основні групи можливостей для операцій із цінними паперами при здійсненні проектів реконструкції та оновлення основного виробництва чи сфери послуг, ліквідації збиткових підрозділів і закритті підприємств-банкрутів. По-перше, частина бюджетних асигнувань для цього може надходити у вигляді державних цінних паперів (казначейських зобов'язань, казначейських векселів тощо), тому операції з перерахованими цінними паперами мають стати частиною фінансової діяльності підприємства. По-друге, можна знайти кошти для ліквідації збиткових підрозділів підприємств, яким належить значна державна частка власності, використавши боргові зобов'язання міністерств та відомств, державних холдингових корпорацій і акціонерних товариств, випущені під урядові гарантії. У свою чергу, уряд зацікавлений у наявності подібних боргових зобов'язань, оскільки їхній випуск визначає насамперед у відкладені видатків, а потім, уже опосередковано, й збереження державної частки власності. Галузі також зацікавлені в емісії цінних паперів у вигляді саме боргових зобов'язань, оскільки так підприємства позбавляються збиткових підрозділів, а галузь у цілому – підприємств-банкрутів та отримує можливість своєчасного доступу до державного фінансування. Як правило, емісію таких цінних паперів готують у межах програми санації (оздоровлення) підприємства, і це є однією з важливих функцій для фінансового 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) із підприємства під час реструктуризації, що неминуче призводить до емісій та операцій щодо зміни структури акціонерного капіталу.

Зупинимося на проблематиці диверсифікації діяльності підприємства у процесі виходу на ринок фінансового капіталу. 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 використовують для різних господарських потреб. Тому ще один важливий спосіб розгортання діяльності підприємства при різких кон'юнктурних коливаннях ринку (структурних змінах у споживанні основної продукції (сфері послуг) – диверсифікація (урізноманітнення) його діяльності.

Наявність рентабельніших, зі швидшою обіговою виробництв (сфер послуг) дає змогу підтримувати основний технологічний цикл підприємства, що потребує довготермінових інвестицій. Загалом диверсифікація сприяє формуванню промислово-фінансових 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 правління (керівництва) зберегти вплив на матеріально-технічні й кадрові ресурси підприємства, використовуючи найчастіше адміністративно-командні підходи до вирішення нагальних питань.

Тому підприємство розвивається завдяки його поступовому перетворенню на диверсифікований багатопрофільний конгломерат, у якому основна продукція чи послуги займають до 60% обсягів виробництва чи діяльності. Переважну більшість видатків (на нашу думку – до 80%) на ринкове реформування треба інвестувати через ринок фінансового капіталу на основі вільного вибору фінансових інструментів.

Під час діяльності підприємств на ринкових засадах виникає потреба зміцнення підприємства (виробничого об'єднання) як єдиного цілого, що має різнопрофільні структурно-виробничі складові, за допомогою застосування корпоративного регулювання відносин власності, відповідної зміни керівництва

і залучення фінансових установ для вирішення як інвестиційних, так і соціальних програм. Такими діями підприємство заохочує прояв тенденції до кооперування й співпраці з іншими підприємствами за відповідними напрямками діяльності – фінансовими, виробничими, інвестиційними, галузевими тощо.

Перераховані проблеми успішно вирішують шляхом створення промислово-фінансових груп, холдингових компаній та інших структур конгломератного походження, враховуючи розміщення емітованих цінних паперів акціонерним товариством, потім – через його консолідацію, обмін частками, передачу в довірче управління – все це можливе тільки за наявності ринку фінансового капіталу. Тому особливої уваги потребує відстеження управління акціонерним капіталом новостворених акціонерних товариств (або шляхом приватизації державних підприємств, чи створення цілком нових), вплив у 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.

Потреба розширення сфери діяльності фінансового відділу підприємства – це відображення сучасного підходу в підприємницькій діяльності. Зокрема, згаданий відділ має виконувати наступні основні функції: ефективне розміщення вільних коштів підприємства (його працівників) шляхом участі в інвестуванні та залученні фінансових ресурсів. У випадку, коли підприємство виходить на ринок фінансового капіталу як суб'єкт господарювання з відповідними можливостями нарощування власності й збільшення власного майнового комплексу, першочерговою концепцією стає саме інвестиційний напрямок діяльності підприємства. З метою ефективного вкладення тимчасово вільних фінансових ресурсів підприємства для втілення власної стратегічної програми інвестицій можна виокремити наступні напрямки роботи фінансового відділу: 1) участь в аукціонах та інвестиційних конкурсах; 2) формування пакетів акцій підприємства через позабіржовий ринок шляхом внутрішнього скуповування акцій у працівників підприємства та його акціонерів; 3) створення

самостійних господарських одиниць із пайовою участю підприємства з метою отримання прибутку, забезпечення диверсифікації виробництва та діяльності, розвитку достатньої соціальної інфраструктури підприємства у місці його розташування; 4) інвестиційний пошук привабливих емітентів, дослідження й аналіз фінансово-господарського стану структурних підрозділів підприємства; 5) участь в управлінні компаніями, активи яких є в інвестиційному портфелі підприємства. Важлива складова діяльності відділу – аналітична робота, яка дає змогу належно досліджувати фінансовий стан господарських суб'єктів, пакетами акцій котрих володіє підприємство, а також оптимізацію можливих фінансових ризиків. Крім того, з одного боку, частину акцій інвестиційного портфеля можна було б використовувати для спекулятивних операцій на ринку фінансового капіталу, а з іншого боку, підприємство, як правило, зацікавлене у володінні пакетами акцій інших підприємств, щоб мати на них певний вплив.

Отже, тимчасово вільні кошти підприємства доцільно вкласти у цінні папери інших емітентів, зокрема, для зменшення впливу інфляційних процесів. Зауважимо, що саме так роблять банки з частиною тих грошей, які вони отримують від приватних осіб, щоб мати прибуток для виплати відсотків за вкладками (депозитами) та отримання доходу від власної діяльності на ринку цінних паперів. Останнім часом виникла тенденція до поступового, дедалі активнішого придбання акцій великих компаній та потужних підприємств і з боку банків. У той же час коливання кон'юнктури на вітчизняному ринку цінних паперів, подібні до спадів курсів наприкінці листопада 2004 р., нерозвиненість даного ринку, на нашу думку, не дають змоги сповна скористатися його можливостями як постійним джерелом фінансування підприємства. Варто зазначити, що у 2004 р. на фондовому ринку 95% операцій з цінними паперами здійснювали непрозоро, а близько 75% було пов'язано зі схемами, що сприяють відпливу коштів за кордон [121, с. 4]. За таких обставин, побоюючись небажаного поглинання, окремі підприємства, навіть великі, протягом останніх років почали вилучати з обігу на фінансовому ринку свої цінні папери, віддаючи перевагу кредитам банків.

Загалом на сучасному ринку фінансового капіталу переважають процеси централізації капіталу, скуповування, поглинання та злиття підприємств, а також налагодження контролю провідних підприємств за діяльністю менших підприємств. Так, за даними Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку, у 2004 р. в Україні було випущено цінних паперів на 145,02 млрд. грн., або на 9,22 млрд. більше, ніж у 2003 р. У 2004 р. було зареєстровано 1705 випусків акцій на загальну суму 28,34 млрд. грн., що на 57,3% більше, ніж у 2003 р. Обсяги випуску акцій за видами емітентів у 2004 р. становили: підприємства – 83,66%, страхові компанії – 6,22%, банки – 9,88%, інвестиційні компанії (фонди) – 0,24, а в 2003 р. – 83,78, 8,69, 7,43 та 0,10% відповідно. Сумарна вартість зареєстрованих випусків акцій, емітованих з метою залучення коштів відкритими і закритими акціонерними товариствами, становила 26,55 млрд. грн., що у два рази більше, ніж у 2003 р. Разом з тим, частка випусків акцій, зареєстрованих під час реорганізації товариств (злиття, приєднання, поділу, виділення, перетворення) збільшилася з 5,9% у 2002 р. до 20,5% у 2004 р. Зокрема, у 2004 р. на Першій фондовій торговій системі обсяги торгів корпоративними цінними паперами (акції, корпоративні облігації, опціони, інвестиційні сертифікати) – зросли з 2,68 млрд. грн. у 2003 р. до 5,46 млрд. грн. у 2004 р., або більше, як у два рази; обсяги торгів акціями становили 1,08 млрд. грн. (197,99% рівня 2003 р.).

Зазначимо, що позабіржові угоди за перерахованими напрямками стосуються здебільшого реорганізації діяльності підприємств, що спричинює також зростання обсягів зовнішніх кредитів і позик, зокрема, облігаційних. Відповідно, на практиці кредитування є одним із основних чинників опосередкування обігу промислового і банківського капіталів. Універсалізація банків зробила можливим застосування ними всіх видів кредитування одночасно, тому перетворення, зокрема, коротко- і середньотермінового кредитування на довготермінове здійснюють шляхом постійного пролонгування або збільшення термінів кредиту, а також шляхом купівлі цінних паперів, випущених/емітованих підприємством або банком. Типовою

стала практика, коли головний для підприємства банк надає повний комплекс кредитних послуг і створює групу для фінансування конкретної програми. Такі цільові банківські консорціуми здатні задовольнити сучасне зростання обсягів кредитування.

Таким чином, зупинимося на особливостях, притаманних сучасному етапові інтеграції підприємств і банків, зумовленому розширенням та взаємопроникненням акціонерної форми власності. Будемо виходити з того, що відбувається взаємний обмін інформацією про стан справ кожного учасника. Процес пролонгації кредитних угод, природно, зумовлює підписання так званих особливих обмежувальних угод, котрі містять умови, що обмежують свободу дій одержувачів великих кредитів (зокрема, можливості отримання нових великих кредитів з інших джерел у розмірі, який перевищує обумовлений; емісія нових облігацій, термін погашення яких швидший від терміну погашення даного кредиту; прийняття рішень щодо злиття або поглинання без згоди банку; купівля-продаж підрозділів підприємства; укладення лізингових угод).

Очевидною 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–підприємство й підприємство–банк. Особливість поданої взаємозалежності наступна: якщо для потужного підприємства безпосереднє втручання кредитора у процес прийняття власних рішень відбувається здебільшого в кризових ситуаціях, то для меншого підприємства подібне втручання – постійне, причому найпростішим і водночас загальноприйнятим способом взаємозв'язку є спільна участь керівників у правліннях підприємств та фінансових установ.

Розглянуті взаємозв'язки приводять до зміни методів конкурентної боротьби – особисті стосунки сприяють узгодженню стратегії поділу ринку, здійсненню вигідної цінової політики краще, ніж будь-які методи конкуренції. Спільна участь у правліннях зміцнює на особистому рівні керівників єдність промислових і банківських інтеграційних зв'язків, їхнє прагнення до створення взаємозалежності потужних підприємств у всіх сферах економіки. Варто

підкреслити, що такі ділові стосунки розширюють трактування поняття гудвілу. Так, у 2003 р. Державний ощадний банк України здійснював заходи щодо придбання пакета корпоративних облігацій Південно-Західної залізниці на 250 млн. грн. Відповідно поліпшення ділової активності банків також сприяє зростанню їхнього рейтингу, що є важливою умовою для успішного продажу нових емісій їхніх цінних паперів. Зокрема, високими темпами зростають кошти клієнтів банків, вкладені у придбання цінних паперів банків. За 2004 р. їх обсяг збільшився на 68,7% і на 1 січня 2005 р. становив 0,3 млрд. грн.

У сучасних умовах не тільки виникають нові взаємозв'язки як доповнення до традиційних, усталених, а й є взаємопроникнення фінансових установ і підприємств при використанні лізингових і факторингових угод. У зв'язку з вибором інноваційного напрямку розвитку лізинг став сферою інтересів й універсальних банків. Лізингові операції – додаткове джерело прибутків для банків і зручний спосіб 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, котрі 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. 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, налагодженням, обслуговуванням і ремонтом обладнання.

У стосунках банку з промисловими підприємствами виникли 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 власних фінансових ресурсів 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 із промисловим підприємством, банк бере на себе його вимоги до покупців продукції, надає йому особливе кредитування, гарантує оплату боргових зобов'язань, страхує ризики поставок і рекламаций продукції. Для промислового підприємства факторинг стає чинником прискорення обігу фінансового капіталу, завдяки отриманню відразу всієї суми за продаж товару (звичайно, з урахуванням комісійних банку). Факторингова угода вигідна для підприємства не лише тим, що комісійні банку набагато нижчі від поточної відсоткової ставки за кредитом, а й тим, що присутність банку зменшує рівень ризику, надає додаткове обслуговування щодо ведення рахунків. Для банку факторинг забезпечує доступ та відповідні важелі контролю щодо стану й діяльності підприємства, зокрема, участь у виборі фінансової політики, крім того факторинг сприяє розширенню прибуткової діяльності банку на ринку фінансового капіталу.

Функціональні зв'язки між підприємствами і банками розвиваються у сферах проектного фінансування (банк фінансує здійснення проекту, а підприємство-замовник розраховується з ним прибутками новоствореного підприємства) і поточних операцій (ведення поточних рахунків, сприяння в укладанні договорів/контрактів з іншими підприємствами, гарантійна й страхова підтримка своїх клієнтів – основні функції банку як координатора на ринку фінансового капіталу). Перераховані види взаємодії визначають провідну роль банків у процесі мобілізації кредитів для промислових підприємств 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 промислово-фінансових груп (ПФГ). Взаємне проникнення підприємств і банків на основі звичайних (традиційних, усталених) і нових (ширших майнових, кредитних) взаємозв'язків спричинило виникнення нових організаційних структур фінансового капіталу. В принципі, найпоширенішим видом стала ПФГ як сучасна форма втілення цієї взаємодії. При такій оцінці враховують передусім наступні аспекти:

По-перше, найтривалішою залишається тенденція до зосередження акцій у фінансових установах (банках і підпорядкованих їм торговців цінними паперами), використання можливостей саме для контролю за процесами й остаточного пріоритету фінансових взаємозв'язків у створенні сучасних ПФГ. Зокрема, суттєво зростає значення банків як координаторів із новітніми особливостями контрольних функцій, оскільки науково-технічний прогрес зумовив зростання потреб підприємств у кредитуванні (для оснащення новим обладнанням, загального розвитку діяльності на ринку фінансового капіталу), тому кредитні відносини стають суттєвим важелем впливу банків на політику тих підприємств, які належать до ПФГ. Це – основна причина зміцнення становища у фінансовій групі саме банків.

По-друге, незважаючи на збільшення потужності ПФГ, яке мало було б призвести до визначеності їхнього складу, сфер впливу й меж діяльності на ринку фінансового капіталу, відбувається цілком протилежне – загострення конкурентної боротьби вищого рівня, вагомого протистояння фінансових груп під час перерозподілу сфер впливу. З урахуванням того, що об'єктивні передумови більш-менш однакові для всіх вітчизняних ПФГ, найважливішим є спосіб контролю за якомога більшою кількістю великих підприємств і фінансових установ з одночасним контролем за їхніми сферами впливу та управління. Відповідно, відбувається перерозподіл позицій щодо діяльності всередині великих підприємств. Найбільші з них виявляються взаємозалежними між собою за спільною діяльністю і взаємопов'язаними за власністю – через взаємоволодіння пакетами акцій, через взаємозв'язки з кредитуванням,

взаємозаліки (хоча законодавчо обмежені, але ще незавершені відповідно до укладених угод) та з урахуванням інших інтересів на ринку фінансового капіталу.

Цілком зрозуміло, що зазначений рівень конкуренції – причина поєднання доцентрової й відцентрової тенденцій у діяльності фінансових груп. Взаємозв'язок і взаємний вплив через спільну власність із використанням методів конкурентної боротьби відбувається способом витіснення одних груп іншими на ринку фінансового капіталу.

По-третє, фінансові групи не мають усталених меж діяльності, а жорсткий контроль за низкою підприємств зі сферами їхнього впливу, взаємодія банків у фінансових групах при здійсненні великого різноманіття операцій, по суті, безперервні перерозподіли щодо становища й кон'юнктури ринку – ось основні причини того, що у більшості випадків неможливо виразно ідентифікувати учасників ПФГ в Україні.

Методологічний підхід до вирішення проблеми підвищення ефективності функціонування промислово-фінансової групи як цілісної системи потребує виокремлення наступних трьох ієрархічних рівнів: 1) побудова власне структури ПФГ; 2) управління потенціалом ПФГ на основі оптимізації використання спільного фінансового капіталу учасників; 3) прийняття управлінських рішень, спрямованих на забезпечення найефективнішого внеску кожного з учасників у кінцевий результат. Враховуючи, що для здійснення інвестиційного проекту може бути залучено кілька учасників ринку фінансового капіталу, важливо визначити оптимальний їх склад, який забезпечить отримання максимального прибутку на вкладені кошти.

Постановка завдання полягає у визначенні оптимального складу учасників реалізації інвестиційного проекту за участю інвестиційної компанії (може виділити кошти у розмірі K млн. грн.) та ПФГ з урахуванням їхніх внесків, необхідних для реалізації проекту, з метою отримання максимального прибутку. Інвестор має вибрати з множини однорідних інвестиційних об'єктів, показники фінансово-господарської діяльності та бізнес-плани яких відомі, ті,

участь котрих забезпечить йому отримання максимального прибутку. Претендентами на участь у ПФГ є інвестиційні об'єкти IO_i ($i = \overline{1, n}$), де n – кількість об'єктів-претендентів. Для кожного об'єкта відомі експертно встановлені індекси ризику p_i , ($i = \overline{1, n}$), внутрішні відсоткові ставки q_i , ($i = \overline{1, n}$) і необхідні обсяги капіталу для виробництва a_i .

З іншого боку, претендентами на участь у ПФГ є об'єкти фінансування (ОФ). На участь у ПФГ претендують m банків, кожен з яких пропонує суму коштів розміром c_j ($j = \overline{1, m}$) під кредити і свої відсоткові ставки r_j , ($j = \overline{1, m}$) за надані кредити. Вхідні дані наведені в таблиці 4.17.

Таблиця 4.17

Показники претендентів з промислово-фінансової групи на участь у реалізації інвестиційного проекту

Інвестиційний об'єкт	Індекс ризику	Внутрішня відсоткова ставка	Необхідний обсяг капіталу для виробництва, млн. грн.
IO_1	p_1	q_1	a_1
IO_2	p_2	q_2	a_2
·	·	·	·
·	·	·	·
·	·	·	·
IO_n	p_n	q_n	a_n
	Пропонований обсяг кредиту	Пропонована відсоткова ставка	
$ОФ_1$	c_1	r_1	
$ОФ_2$	c_2	r_2	
·	·	·	
·	·	·	
·	·	·	
$ОФ_m$	c_m	r_m	

Необхідно розробити оптимальну стратегію інвестора при виборі учасників ПФГ, взявши за критерій оптимальності максимальний прибуток, отриманий від діяльності новоутвореної ПФГ. При цьому необхідно врахувати те, що індекс ризику діяльності ПФГ не перевищує P , а кількість об'єктів фінансування не перевищує l .

Для побудови економіко-математичної моделі вводимо наступні позначення:

- 1) Z – цільова функція (максимум прибутку інвестора);

2) x_i – реалізація i -го інвестиційного об'єкта ($x_i=1$, якщо об'єкт реалізовують, $x_i=0$, якщо об'єкт не реалізовують, тобто x_i – булева змінна);

3) y_j – кошти, взяті в j -го об'єкта фінансування.

Із врахуванням наведених позначень, математична модель поставленого завдання набуде наступного вигляду.

Сформувати такий склад ПФГ, який забезпечить інвестору отримання максимального прибутку

$$Z = \sum_{i=1}^n (1 + q_i) a_i x_i - \sum_{j=1}^m (1 + r_j) y_j - K \rightarrow \max \quad (4.2).$$

При виконанні умов:

а) балансове обмеження

$$\sum_{i=1}^n a_i x_i \leq K + \sum_{j=1}^m y_j ;$$

б) обмеження за розмірами запропонованих кредитів

$$0 \leq y_j \leq c_j, \quad j = \overline{1, m} ;$$

в) з реалізації інвестиційного об'єкта

$$x_i = \begin{cases} 0, & \text{якщо об'єкт не реалізовують;} \\ 1, & \text{якщо об'єкт реалізовують} \end{cases} ;$$

г) обмеження на величину індексу ризику новоствореної ПФГ

$$\sum_{i=1}^n p_i a_i x_i \leq P \sum_{i=1}^n a_i x_i ;$$

д) за допустимою кількістю інвестиційних об'єктів у складі ПФГ

$$\sum x_i \leq l .$$

Маючи в розпорядженні суму обсягом 150 млн. грн., яку він планує вкласти у розвиток виробництва, інвестор організовує конкурс на створення промислово-фінансової групи.

Нехай у конкурсі на створення фінансово-промислової групи беруть участь п'ять інвестиційних об'єктів ІО і шість об'єктів фінансування ОФ.

Фінансово-господарські характеристики учасників конкурсу наведені в таблиці 4.18.

Таблиця 4.18

Показники претендентів з промислово-фінансової групи на участь у реалізації інвестиційного проекту

Інвестиційний об'єкт	Індекс ризику	Внутрішня відсоткова ставка, %	Необхідний обсяг капіталу для виробництва, млн. грн.
ІО ₁	5	14	50
ІО ₂	6	16	80
ІО ₃	7	18	60
ІО ₄	4	17	40
ІО ₅	3	15	70
	Пропонований обсяг кредиту, млн. грн.	Пропонована відсоткова ставка, %	
ОФ ₁	20	20	
ОФ ₂	10	25	
ОФ ₃	8	23	
ОФ ₄	16	19	
ОФ ₅	11	18	
ОФ ₆	9	20	

Індекс ризику діяльності ПФГ має не перевищувати 5. Допустима кількість інвестиційних об'єктів у складі ПФГ – 3.

Для побудови числової математичної моделі позначаємо через $x_i (i = \overline{1,5})$ реалізацію i -го інвестиційного об'єкта, $y_j (j = \overline{1,6})$ – обсяг кредитних коштів, взятих у j -го об'єкта фінансування.

Математична модель задачі набуває наступного вигляду.

Знайти:

$$Z = (1 + 0.14) \cdot 50x_1 + (1 + 0.16) \cdot 80x_2 + (1 + 0.18) \cdot 60x_3 + (1 + 0.17) \cdot 40x_4 + (1 + 0.15) \cdot 70x_5 - 150 - (1 + 0.2)y_1 - (1 + 0.25)y_2 - (1 + 0.23)y_3 - (1 + 0.19)y_4 - (1 + 0.18)y_5 - (1 + 0.2)y_6 = 57x_1 + 92.8x_2 + 70.8x_3 + 46.8x_4 + 80.5x_5 - 1.2y_1 - 1.25y_2 - 1.23y_3 - 1.19y_4 - 1.18y_5 - 1.2y_6 - 150 \rightarrow \max$$

при виконанні умов:

а) балансове обмеження

$$50x_1 + 80x_2 + 60x_3 + 40x_4 + 70x_5 \leq 150 + y_1 + y_2 + y_3 + y_4 + y_5 + y_6;$$

б) обмеження за розмірами взятих обсягів кредитів

$$0 \leq y_1 \leq 20;$$

$$0 \leq y_2 \leq 10;$$

$$0 \leq y_3 \leq 8;$$

$$0 \leq y_4 \leq 16;$$

$$0 \leq y_5 \leq 11;$$

$$0 \leq y_6 \leq 9;$$

в) при реалізації інвестиційного об'єкта

$$x_i = \begin{cases} 0, & \text{якщо об'єкт не реалізують} \\ 1, & \text{якщо об'єкт реалізують;} \end{cases}$$

г) обмеження на величину індексу ризику створеної ПФГ

$$250x_1 + 480x_2 + 420x_3 + 160x_4 + 210x_5 \leq 250x_1 + 400x_2 + 300x_3 + 200x_4 + 350x_5;$$

д) за допустимою кількістю інвестиційних об'єктів у складі ПФГ

$$x_1 + x_2 + x_3 + x_4 + x_5 \leq 3.$$

Поставлене завдання розв'язане з використанням пакета прикладних програм EXCEL, підпрограми "Пошук рішення". Отриманий результат поданий у вигляді таблиці 4.19.

На основі розв'язку даної завдання пропонуємо склад ПФГ, за якого інвестиційна компанія, вклавши у розвиток об'єктів інвестування 150 млн. грн., отримає максимальний прибуток 24,41 млн. грн.: інвестиційні об'єкти: ІО₃, ІО₄, ІО₅, а також об'єкти фінансування: ОФ₄, ОФ₅ з розмірами відповідно наданих кредитів: 9 млн. грн., 11 млн. грн. Пропонований варіант оптимізаційного завдання має широкі можливості. Змінюючи параметри системи обмежень (величину індексу ризику, кількість інвестиційних об'єктів ПФГ, обсяг капіталу

Таблиця 4.19

Показники визначення оптимального складу учасників

промислово-фінансової групи на участь у реалізації інвестиційного проекту

Інвестиційний об'єкт, який претендує на	Інвестиційний об'єкт, що належить до складу ПФГ	Обсяг позиченого
---	---	------------------

участь у ПФГ	(реалізують)	капіталу, млн. грн.
IO ₁	$x_1 = 0$	0
IO ₂	$x_2 = 0$	0
IO ₃	$x_3 = 1$	60
IO ₄	$x_4 = 1$	40
IO ₅	$x_5 = 1$	70
Об'єкт фінансування, який претендує на участь у ПФГ	Об'єкт фінансування, що належить до складу ПФГ	Обсяг коштів, який наданий ПФГ об'єктом фінансування, млн. грн.
OF ₁	y_1	0
OF ₂	y_2	0
OF ₃	y_3	0
OF ₄	y_4	9
OF ₅	y_5	11
OF ₆	y_6	0

інвестора) маємо змогу прорахувати різноманітні оптимальні варіанти отримання прибутку.

Доцільно також приділити увагу визначенню оптимального складу учасників ПФГ, яка складається з підприємств (об'єктів виробництва) та фінансових установ (об'єктів фінансування).

Серед множини однорідних об'єктів виробництва, що мають певні обсяги власних коштів і множини фінансових установ, котрі можуть надати свої послуги, необхідно вибрати такі, участь яких у ПФГ дасть їй змогу отримати максимальний прибуток. Як об'єкти виробництва претендентами на участь у ПФГ є OB_i ($i = \overline{1, n}$), де n – кількість об'єктів-претендентів. Кожний промисловий об'єкт має власний капітал у обсязі K_i . Необхідні для виробництва обсяги позиченого капіталу для кожного об'єкта задані й становлять a_i млн. грн.. Експертно встановлені індекси ризику p_i , ($i = \overline{1, n}$) і внутрішні відсоткові ставки q_i , ($i = \overline{1, n}$) для кожного об'єкта виробництва.

З іншого боку, претендентами-учасниками ПФГ є об'єкти фінансування (ОФ). На участь у ПФГ претендує m банків, кожен із яких пропонує суму коштів розміром c_j ($j = \overline{1, m}$) під кредити з відсотковою ставкою r_j , ($j = \overline{1, m}$) за надані кредити.

Кількість об'єктів виробництва у ПФГ є обмеженою величиною

$$f \leq \sum_{i=1}^n x_i \leq l.$$

Індекс ризику створеної ПФГ становить P .

Визначити оптимальний склад учасників ПФГ для забезпечення отримання нею максимального прибутку. Вхідні дані наведено в таблиці 4.20.

Таблиця 4.20

Показники претендентів на участь у промислово-фінансовій групі

Об'єкт виробництва	Обсяг власного капіталу	Індекс ризику	Внутрішня відсоткова ставка	Необхідний для виробництва обсяг позиченого капіталу, млн. грн.
OB ₁	K_1	p_1	q_1	a_1
OB ₂	K_2	p_2	q_2	a_2
·	·	·	·	·
·	·	·	·	·
·	·	·	·	·
OB _n	K_n	p_n	q_n	a_n
	Пропонований обсяг кредиту		Пропонована відсоткова ставка	
OF ₁	c_1		r_1	
OF ₂	c_2		r_2	
·	·		·	
·	·		·	
·	·		·	
OF _m	c_m		r_m	

За критерій оптимальності слугуватиме максимальний обсяг прибутку, який може отримати ПФГ, залучивши до себе найдієвіших претендентів.

Для побудови економіко-математичної моделі вводимо наступні позначення:

- 1) Z – цільова функція (максимум прибутку створеної ПФГ);
- 2) x_i – участь i -го об'єкта виробництва у ПФГ, булева змінна;
- 3) y_j – кошти, взяті в j -го об'єкта фінансування.

Враховуючи наведені позначення, математична модель цього завдання набуде наступного вигляду.

Сформувати такий склад ПФГ, який забезпечить отримання максимального прибутку:

$$Z = \sum_{i=1}^n a_i x_i (1 + q_i) - \sum_{j=1}^m (1 + r_j) y_j \rightarrow \max \quad (4.3).$$

При виконанні умов:

а) балансове обмеження з обсягів коштів

$$\sum_{i=1}^n a_i x_i \leq \sum_{i=1}^n K_i x_i + \sum_{j=1}^m y_j ;$$

б) обмеження за розмірами запропонованих кредитів

$$0 \leq y_j \leq c_j, \quad j = \overline{1, m};$$

в) за участі промислового об'єкта в ПФГ

$$x_i = \begin{cases} 0, & \text{якщо об'єкт не бере участі;} \\ 1, & \text{якщо об'єкт бере участь;} \end{cases}$$

г) обмеження на величину індексу ризику

$$\sum_{i=1}^n p_i a_i x_i \leq P \sum_{i=1}^n a_i x_i ;$$

д) за допустимою кількістю промислових об'єктів ПФГ

$$f \leq \sum_{i=1}^n x_i \leq l.$$

Нехай у конкурсі на створення ПФГ беруть участь сім об'єктів виробництва і п'ять об'єктів фінансування. Фінансово-господарські показники претендентів наведені в таблиці 4.21.

Планована величина індексу ризику ПФГ становить 6. Кількість об'єктів виробництва, що можуть бути членами ПФГ, є більшою від 3 і меншою від 5.

Показники претендентів на участь у промислово-фінансовій групі

Об'єкт виробництва	Обсяг власного капіталу, млн. грн.	Індекс ризику	Внутрішня відсоткова ставка, %	Обсяг капіталу, необхідного для виробництва, млн. грн.
ОВ ₁	25	9	15	30
ОВ ₂	20	7	18	14
ОВ ₃	10	6	23	20
ОВ ₄	28	5	17	18
ОВ ₅	38	8	21	9
ОВ ₆	35	10	20	40
ОВ ₇	32	4	16	50
	Пропонований обсяг кредиту		Пропонована відсоткова ставка	
ОФ ₁	10		20	
ОФ ₂	15		18	
ОФ ₃	20		15	
ОФ ₄	18		21	
ОФ ₅	30		22	

Складаємо математичну модель завдання.

Сформувати такий склад ПФГ, який забезпечить їй максимальний прибуток

$$Z = 34.5x_1 + 16.52x_2 + 24.6x_3 + 21.06x_4 + 47.19x_5 + 48x_6 + 80x_7 - 1.2y_1 - 1.18y_2 - 1.15y_3 - 1.21y_4 - 1.22y_5 \rightarrow \max$$

При виконанні умов:

а) балансове обмеження за обсягами коштів

$$30x_1 + 14x_2 + 20x_3 + 18x_4 + 39x_5 + 40x_6 + 50x_7 \leq 25x_1 + 20x_2 + 20x_3 + 28x_4 + 38x_5 + 35x_6 + 32x_7 + y_1 + y_2 + y_3 + y_4 + y_5 ;$$

б) обмеження за розмірами запропонованих кредитів

$$0 \leq y_1 \leq 10;$$

$$0 \leq y_2 \leq 15;$$

$$0 \leq y_3 \leq 20;$$

$$0 \leq y_4 \leq 18;$$

$$0 \leq y_5 \leq 30;$$

в) за участю промислового об'єкта в ПФГ

$$x_i = \begin{cases} 0, & \text{якщо об'єкт не бере участі;} \\ 1, & \text{якщо об'єкт бере участь} \end{cases};$$

г) обмеження на величину індексу ризику

$$270x_1 + 98x_2 + 120x_3 + 90x_4 + 312x_5 + 400x_6 + 200x_7 \leq 180x_1 + 84x_2 + 120x_3 + 108x_4 + 234x_5 + 240x_6 + 300x_7;$$

д) за допустимою кількістю об'єктів виробництва у ПФГ

$$3 \leq x_1 + x_2 + x_3 + x_4 + x_5 + x_6 + x_7 \leq 5.$$

Завдання розв'язано за допомогою пакета EXCEL, програма "Пошук рішення". Отриманий результат:

$$Z_{\max} = 152.42,$$

$$x_1 = 0; x_2 = 1; x_3 = 1; x_4 = 1; x_5 = 1; x_6 = 0; x_7 = 1;$$

$$y_1 = 0; y_2 = 0; y_3 = 13; y_4 = 0; y_5 = 0.$$

Оптимальний склад учасників ПФГ: ОВ₂; ОВ₃; ОВ₄; ОВ₅; ОВ₇; ОФ₃.

Якщо до ПФГ належатиме перерахований склад учасників із своїм власним капіталом, а ОФ₃ у складі цієї групи надасть кредит 13 млн. грн., то в результаті виробничої діяльності буде отриманий прибуток 152,42 млн. грн.

Складене завдання має широкі можливості, оскільки, змінюючи параметри системи обмежень (рівень ризику, кількісний склад об'єктів виробництва), можна впливати на величину прибутку.

Такий загальний підхід до розв'язання завдання оптимізації кількості та складу ПФГ, що реалізує спільні цілі, створює умови для ефективнішого управління інвестиційним процесом з метою отримання прибутку.

Із зазначених позицій можна зробити узагальнення, що промислово-фінансова група є сучасною ланкою у структурі фінансового капіталу, тому такі види об'єднань зумовлені власне діяльністю на ринку

фінансового капіталу, і вони є своєрідним зворотним боком конкурентної боротьби, оскільки саме об'єднання у ПФГ надає організаційного оформлення взаємодії підприємств різних галузей і сфер економічної діяльності.

Поєднання економічних інтересів і взаємопроникнення капіталів підприємств та фінансових установ визначає стратегію діяльності фінансової групи. Потенціал контролю та діяльності сучасних фінансових груп, утворених на поєднанні власності або на коаліційних засадах, набагато вищий від можливостей традиційних об'єднань підприємств (зокрема асоціацій чи концернів).

Зазначені аспекти суттєвим чином ускладнюються, якщо недооцінювати ризики, оскільки ризик – це ймовірність настання події, пов'язаної з можливими фінансовими втратами чи іншими негативними наслідками для діяльності підприємства (фінансової установи). З огляду на такий підхід управління ризиками, пов'язаними з формуванням фінансового капіталу, передбачає: ідентифікацію та оцінку рівня фінансових ризиків, управління мінімізацією ризиків і страхуванням ризиків.

Оскільки підприємство має намагатися реалізувати певну кількість інвестиційних проектів принаймні з власних джерел фінансування, то воно зацікавлене запровадити власну систему інвестиційної діяльності, що дала б змогу впроваджувати передову технологію та освоювати випуск нових конкурентоспроможних виробів і надавати відповідні послуги на належному рівні. Враховуючи, що інвестиції – це вид вкладання коштів для розширення і вдосконалення виробничої та іншої діяльності підприємства, поліпшення її результативності, підприємство розпочинає цей складний процес саме з визначення потреби в інвестиціях та оптимізації їхнього 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 у цілому.

На основі світової практики для характеристики (ранжування) інвестицій використовують два основних критерії – цільовий та кількісний. З точки зору кількісного критерію інвестиційні проекти поділяють на великі й малі. Останні та внутрішні інвестиційні проекти фінансують, як правило, за рахунок власних ресурсів підприємства, а за великими слід провести цільове структурування для визначення обсягів інвестицій та рівня ризику за кожною стадією інвестиційної програми. Розглянемо три види ризиків, що суттєво впливають на терміни окупності інвестицій: ризик, зумовлений попитом на продукцію і послуги підприємства; ризик, зумовлений технологічними процесами на підприємстві; ризик, зумовлений непередбачуваністю дій реальних і потенційних конкурентів.

Тому перший вид ризику залежить від ринкової кон'юнктури та поінформованості підприємства про її стан, другий – від можливостей підприємства щодо використання новітніх технологій на своєму виробництві, третій – від протидії конкурентів (причому, на нашу думку, нині такий ризик найсуттєвіший). З огляду на такий підхід для детальнішого розгляду ризиків можна виокремити певні чинники їхнього впливу на основі цільового опрацювання інвестиційної програми підприємства: 1) оновлення обладнання; 2) вдосконалення організації та раціоналізація виробництва й надання послуг; 3) збільшення виробничих потужностей і загальний розвиток підприємства як господарської одиниці; 4) науково-дослідні та експериментально-конструкторські розробки; 5) диверсифікація або випуск нової продукції. Зокрема, при оновленні обладнання маємо справу з технологічним ризиком у випадку незмінності структури та обсягів виробництва, товарного сегмента ринку для підприємства. Рівень ризику набагато вищий при інвестуванні у науково-дослідні розробки та в освоєння випуску нових виробів чи надання нових видів послуг, оскільки тут є так звана ринкова невизначеність щодо можливих обсягів реалізації на ринку нових товарів чи послуг. Зауважимо, що в умовах становлення ринкових відносин в Україні важко оцінити інвестиційні ризики при швидкозмінному законодавчому полі та різних сферах підприємницької діяльності.

Зрозуміло, що досвід втілення кількох інвестиційних програм дасть змогу отримати результати щодо їхньої обґрунтованості й відповісти на запитання, наскільки вони були доцільними. Інвестиційна політика має враховувати наявність регіональних та державних маркетингових програм, що дає змогу зрозуміти і врахувати місцеві особливості у діяльності підприємства. В основу будь-якої стратегії закладають можливість у дечому поступитися з одночасним використанням місцевих переваг, тому визначення того, що даний регіон може запропонувати на ринок, у чому його переваги перед іншими – перший успішний крок у маркетинговій віддачі від інвестицій підприємства. 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 високотехнологічні виробництва регіону, на систему податкових пільг і присутність потенційних інвесторів як у регіоні, так і на державному рівні.

Важливою складовою діяльності підприємства на ринку фінансового капіталу з метою залучення нових інвестицій є належно оформлений бізнес-план – чітко структурований документ, що описує цілі й засоби інвестиційної політики підприємства, очікувані результати і переваги інвестування саме у це підприємство. Бізнес-план сприймається як широко відома форма ознайомлення потенційних інвесторів із проектом, у якому їм пропонують узяти участь, тобто є передумовою вдалого діалогу з інвесторами.

Бізнес-план як підстава інвестиційного проекту та комерційні інвестиційні пропозиції – документи, важливі не тільки для зовнішніх інвесторів, а й для менеджерів підприємства, що дають змогу краще усвідомити та визначити власну діяльність і перспективи її розвитку, передбачити різні кризові обставини. 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. На нашу думку, доречно запрошувати третіх осіб (консалтингові фірми) для оцінки

бізнес-планів або створювати останні на конкурсних засадах, що підвищить їхню ефективність з огляду як представлення, так і подальшого втілення.

Інвестиції в інноваційну діяльність ризикують стати збитковими при недостатньому або суто формальному вивченні ринку, його потенційних емнісних можливостей і перспектив розвитку. Тому цей розділ бізнес-плану має окреслити місце підприємства на ринку, можливості появи нових конкурентів, сильні й слабкі сторони власної діяльності і конкурентів. Перерахуємо питання, на які бажано дати відповідь у бізнес-плані підприємства: 1) основні покупці й споживачі товарів і послуг; 2) причини, чому вони купуватимуть продукцію даного підприємства, 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.

Звісно, важливим напрямком у діяльності підприємства в сучасних умовах є оцінка ризиків при втіленні інвестиційних проектів і роботі на ринку фінансового капіталу. Справа в тому, що у більшості випадків оцінка ризиків відбувається на інтуїтивно-практичному рівні із зазначенням можливих несприятливих умов реалізації та відповідного їхнього безпосереднього чи опосередкованого впливу на терміни та обсяги виконання проекту і можливість повернення залучених коштів.

За таких обставин одним із найскладніших питань модернізації і інноваційного розвитку є пошук додаткових інвестицій, що на практиці втілюється, як правило, через емісію акцій з урахуванням можливого виникнення ризику у власників і керівництва акціонерного товариства втратити контроль над ним внаслідок зміни складу 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 акціонерних товариств не наважуються на другу емісію, незважаючи на стабільність у діяльності і достатню ліквідність акцій. Для

успішної діяльності товариства його керівництву та акціонерам потрібно визначитися щодо стратегічного напрямку діяльності з огляду на те, що поступове збільшення статутного капіталу шляхом систематичних емісій акцій є важливим способом виходу та утвердження на ринку фінансового капіталу.

Висновки до розділу 4

Результати дослідження перспектив залучення ринку фінансового капіталу для забезпечення стабілізації економічного зростання в Україні дозволяють зробити наступні висновки.

1. Визначені державою інноваційні технологічні пріоритети потребують формування нової інституційної структури постіндустріальної спрямованості, тому особливу увагу слід приділити розробці масштабної стратегії управління фінансовим капіталом, спрямованої на формування достатніх його обсягів для оновлення основного капіталу. Запропоновано використовувати матричну балансову модель визначення величини інвестиційного фонду держави для розрахунку обсягів ресурсів, які доцільно залучити на ринку фінансового капіталу для інвестування оновлення основного капіталу підприємств.

2. Дослідженням обґрунтовано висновок про те, що інвестуванню інноваційних проектів сприятимуть використання коштів, отриманих від емісії державних цінних паперів, і часткова компенсація за рахунок бюджетних коштів відсоткових ставок за кредитами банків, виданими на фінансування інноваційних програм. Для регламентації обігу венчурного капіталу слід прийняти Закон України "Про регулювання ринку венчурного капіталу", інакше це може призвести до зменшення частки національного капіталу в інвестуванні новітніх інноваційних структур і непрогнозованого зростання впливу іноземного капіталу.

3. Відстежено позитивні прогнози щодо збільшення довготермінових кредитів у економіку і формування резервів під активні операції, а також

розширення кредитування малого й середнього бізнесу. Проведені економетричні дослідження свідчать про тісний взаємозв'язок між фінансовим і нефінансовим секторами економіки. Відповідно цьому сприяють не тільки стабілізаційні процеси в економічній системі держави, а й сучасна стратегія банків, яка полягає у розширенні спектру послуг та фінансових інструментів для залучення клієнтів.

4. Особлива увага приділена кредитуванню банками інноваційно-інвестиційних проектів. Зазначено, що одним із перспективних інструментів розвитку та вдосконалення механізмів довготермінового залучення фінансових ресурсів у реальний сектор економіки є іпотечне кредитування. Зростаючій його популярності сприяють: прийняття відповідного законодавства; поступове підвищення рівня доходів населення; наявність попиту на нерухомість і тенденція зниження відсоткових ставок за банківськими кредитами.

5. Визначено, що територіальна концентрація та децентралізація банків впливає на економічний розвиток регіонів, змушує банки приділяти підвищену увагу розвитку та вдосконаленню управління власною філійною мережею. Створення місцевих банків (муніципальних та кооперативних) сприятиме розвитку банківського сектору. З урахуванням зарубіжного досвіду у дисертації обґрунтовано, що стратегічну орієнтацію на великі банки необхідно поєднувати з розвитком середніх і малих банків.

6. Значна увага приділена зростанню довіри до фінансових посередників, чому сприятиме: прийняття законодавства щодо визначення ринкової ціни цінних паперів вітчизняних емітентів; перегляд фінансовими посередниками портфелів цінних паперів з метою забезпечення ліквідності активів; обмеження інститутами спільного інвестування вкладень акумульованих коштів у цінні папери іноземних емітентів у розмірі не більше 10–15% загальної вартості активів цих інститутів і за наявності міжурядових угод про гарантування їхньої безпеки, а також моніторингу трансакцій державними регуляторними органами. Зростанню популярності ІСІ сприятиме законодавче врегулювання випуску

цінних паперів під операції інвестування в нерухомість і відпрацювання нормативного співвідношення між цінними паперами й нерухомістю. Захисту інтересів вкладників (учасників) фінансових установ сприятиме співпраця фінансових посередників із кредитними бюро.

7. На світовому страховому ринку активізувалися процеси зрощування страхового, банківського і промислового капіталів, що сприяє формуванню транснаціональних фінансових груп, які відстежуватимуть можливості освоєння нових ринків. Вітчизняним страховим компаніям доцільно ширше використовувати нові фінансові інструменти для підтримки власної конкурентоспроможності. Розширення банківської сфери потребуватиме страхування та перестраховання ризиків на міжнародному ринку, зокрема придбання страхового полісу BBB (Bankers Blanket Bond), що захищає банки від можливих збитків при фінансових операціях.

8. Зростання капіталізації страхових компаній відбувається за рахунок ефективного використання як внутрішніх ресурсів, так і зовнішніх джерел у наслідок відповідних злиттів і поглинань. Конвергенція традиційних форм і видів страхових та фінансових послуг і виникнення на цій основі альтернативного страхування й перестраховання, а також поширення сек'юритизації як однієї з основних форм управління страховими ризиками сприятимуть подальшій зміні функцій і характеру страхування, зростанню значення його як ефективного і доступного засобу захисту майнових інтересів суб'єктів господарювання та громадян. У даному контексті вступ до Світової організації торгівлі страхові компанії мають розглядати з точки зору розширення можливостей захисту своїх інтересів на світовому ринку, враховуючи досвід цієї організації.

9. У перспективі страховим компаніям доцільно приділяти більше уваги розвитку довготермінових накопичувальних видів страхування, розробці перспективних пенсійних схем у сфері додаткового недержавного пенсійного забезпечення, зокрема відпрацюванню схеми "страхова компанія – пенсійний фонд".

10. У дослідженні проаналізовано становлення системи пенсійного забезпечення громадян, визначені рекомендації щодо підвищення ефективності діяльності недержавних пенсійних фондів: законодавчо врегулювати порядок створення страхового фонду для відшкодування вкладів учасникам недержавних пенсійних фондів-банкрутів; страховий фонд має гарантувати кожному вкладникові відшкодування коштів за його вкладами, включаючи відсотки на день настання недоступності вкладів, але не більше визначеного у законі розміру; запровадити систему державних гарантій збереження пенсійних відрахувань та інвестицій через створення державної страхової компанії або використання існуючої, зокрема НАСК "Оранта"; регуляторні органи повинні контролювати дотримання фондами задекларованих пенсійних схем, напрямків інвестування коштів та економічних нормативів діяльності фондів; законодавчо врегулювати порядок визначення розміру тарифів на послуги депозитаріїв, керуючих компаній, аудиторів та реєстраторів; розширити спектр здійснюваних банками довірчих операцій, зокрема пов'язаних із накопиченням і використанням пенсійних коштів підприємств та недержавних пенсійних фондів; оптимізувати соціальне спрямування пенсійних накопичень через надання пільгових кредитів молодим сім'ям для будівництва й придбання житла, здобуття освіти.

11. Доцільно орієнтуватися на залучення пенсійних коштів у реальний сектор економіки шляхом включення до переліку об'єктів вкладання пенсійних заощаджень холдингів із державною часткою майна; розроблення для пенсійних фондів, які є потенційними покупцями державних цінних паперів, інвестиційно привабливих фінансових інструментів; вкладення пенсійних коштів у інноваційні структури і систему венчурного фінансування здійснювати лише за умови наявності державних гарантій.

12. Визначено, що до пріоритетних напрямів розвитку кредитних спілок належать наступні: відпрацювання стандартів, яким повинна відповідати спілка; розробка та впровадження новітніх технологій; створення регіональних центрів із відповідною інфраструктурою; взаємодія державних регулятивних

органів і саморегульованих організацій щодо фінансування заходів, спрямованих на підготовку та впровадження стабілізаційних програм, для забезпечення належної фінансово-господарської діяльності й реструктуризації кредитних спілок у разі необхідності, а також гарантування прав і захисту вкладів учасників.

13. Запропонована стратегія виходу підприємств на ринок фінансового капіталу сприяє реалізації фінансової стратегії, яка поєднує в єдине ціле всі фінансово-виробничі операції. Розроблено економіко-математичну модель визначення оптимального складу учасників промислово-фінансової групи, яка може слугувати основою для розрахунку прибутковості їхньої діяльності в процесі об'єднання фінансових капіталів. Запропонований підхід до оптимізації кількості та складу ПФГ, що реалізує спільні цілі, створює умови для ефективнішого управління інвестиційним процесом і зміна параметрів системи обмежень (рівень ризику, кількісний склад об'єктів виробництва) дає змогу впливати на величину прибутку.

Основні результати розділу опубліковані в наукових працях: [2, 4, 15, 16, 21, 29, 33, 58, 59, 62, 63, 64, 273, 275].

РОЗДІЛ 4

РИНОК ФІНАНСОВОГО КАПІТАЛУ В ЗАБЕЗПЕЧЕННІ СТАБІЛІЗАЦІЇ ЕКОНОМІЧНОГО ЗРОСТАННЯ В УКРАЇНІ

4.1. Пріоритети державного регулювання у стимулюванні ефективності використання ринку фінансового капіталу

На сучасному етапі в Україні обрано промислово-інвестиційну політику економічного розвитку з метою спрямування державного управління на пошук перспективних шляхів оптимізації використання фінансових, матеріальних і трудових ресурсів, а також уникнення залежності від коливань кон'юнктури світової економіки. Для підтримання стабільності макроекономічного зростання важливо визначити фінансові капітали, які учасники ринку можуть залучити для реалізації моделі інвестиційно-інноваційного розвитку і подальшої загальної консолідації (нагромадження) капіталів.

Становлення глобального фінансового ринку посилює значення впливу держави на інноваційну сферу, активізацію підприємницького сектору і розвиток фінансової сфери. Інвестори потребують певних державних гарантій та відповідної стабільності на національних фінансових ринках. Людвіг фон Мізес у праці "Людська діяльність: Трактат з економічної теорії" зазначив, що лібералізм (*laissez faire*) не скасовує традиційно виняткове право держави на карбування монет [300, с. 732–733].

Зазначений підхід підтверджують сучасні теорії економічного зростання (зокрема, неокласична (*neo-classical growth theory*)), що вважають: основними джерелами нагромадження капіталу є впровадження досягнень науково-технічного прогресу та зростання населення [379, с. 337–338]. Цілком зрозуміло, що для підтримки науково-технічного прогресу (НТП) важливо посилити роль держави і залучення ринку фінансового капіталу у нагромадженні коштів для оновлення основного капіталу. К. Маркс у праці "Теорія нагромадження" наголосив, що "фонду нагромадження не існує на тих

ступенях виробництва та у тих націй, де немає великого основного капіталу" [290, с. 19].

Із огляду на такий підхід варто зауважити, що періодичні економічні кризи у промислово розвинутих країнах пов'язані, головним чином як із перевиробництвом товарів та послуг, так і з необхідністю оновлення основних засобів та збільшення інвестицій. Так, за підрахунками академіка Є. Варги, економічна криза 1930-х рр. у США призвела до масової заміни обладнання і залучення національних та іноземних інвестицій в економіку²⁵. Звичайно, це вплинуло і на необхідність оновлення основних фондів у тодішньому СРСР. Унаслідок цього за чотири роки першої п'ятирічки було введено в експлуатацію нових основних фондів на 36,5 млрд. крб., у результаті чого діючі основні фонди з 56 млрд. крб. на початку п'ятирічки збільшилися до 84,5 млрд. крб. на кінець першої п'ятирічки, і в промисловості у цілому на 1 січня 1932 р. основні фонди були оновлені на 57,5% (важка промисловість – 68,5%, електростанції – 81,9%, паливна промисловість – 80,2%) [140, с. 174].

Власне, кінець минулого і початок нового тисячоліття ознаменувалися бурхливим розвитком інформатики, електронної промисловості та біотехнологій. Тому в міжнародній економічній конкуренції перемагають саме ті країни, що приділяють більшу увагу інноваціям. Отже, в сучасних умовах важливо поєднувати інноваційну та інвестиційну діяльність підприємств. Зазначимо, що нині технічний прогрес потребує концентрації капіталу і промислового виробництва на високотехнічно оснащених підприємствах. У свою чергу, великі корпорації завжди приділяли особливу увагу централізації (підпорядкуванню) науково-дослідних робіт. Сукупні затрати на науково-дослідні роботи у 1961 р. в економічно розвинутих країнах становили 19 млрд. дол. США, у т. ч. в США – 14 млрд. дол. США (у 1940 р. – лише 700 млн. дол. США), і при цьому 90% витрат на дослідження здійснювали 500

²⁵ Під час економічної кризи експорт американського капіталу зменшився в десятки разів (у 1927–1929 рр. він становив 6 млрд. дол. США, а у 1932–1937 рр. – 112 млн. дол. США). Одночасно збільшення іноземних інвестицій у формі банківських вкладів та скуповування акцій тільки за 1,5 року (кінець 1935 р. – червень 1937 р.) досягли 2140 млн. дол. США [265, с. 5].

найпотужніших корпорацій, а у 1995 р. тільки в США на наукові потреби було витрачено 171 млрд. дол. США. У США держава стимулює науково-технічний прогрес шляхом укладання проектно-цільових контрактів на конкурентній основі та незалежній експертизі (оплата згідно з кінцевими результатами)²⁶ [133, с. 4; 418, с. 128]. Одночасно в Японії також зростає частка витрат на наукові дослідження приватних корпорацій і знижуються державні асигнування (нині вони не перевищують 20%). Це пояснюється тим, що держава встановила податкові пільги для корпорацій, які фінансують науку (до 20% знижується ставка податку з прибутку)²⁷. Причому, в Японії для досягнення високого технологічного потенціалу традиційно використовують стратегію "перенесення" (застосовують передові закордонні технології у власній економіці), а в США, Великій Британії, Німеччині, як правило, запроваджують "нарощування" (власний потенціал підсилюють ще й запрошенням провідних учених).

За таких обставин нинішній етап розбудови нашої держави потребує моделювання вітчизняної економіки з урахуванням впровадження досягнень технологічного прогресу, оскільки саме він сприяє інтеграції більшості промислових потужностей у світову економіку. У кінцевому підсумку технічне переозброєння виробництва сприяє розвитку технологічної основи для конкуренції, що суттєво обмежує монополістичні тенденції. За такого підходу для подальшого дослідження слід виходити з того, що складність розвитку економіки зумовлена, зокрема, низьким технологічним рівнем виробництва і значною амортизацією основних засобів. При цьому з 1970-х рр. технічне переозброєння, модернізацію й реконструкцію на вітчизняних підприємствах

²⁶ У 1995 р. в США із загальної суми в державних наукових центрах було виконано 10% досліджень, у приватних корпораціях – 71%, у навчальних закладах – 16% і в некомерційних організаціях – 3%.

²⁷ У приватних 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.

фінансували в основному за рахунок амортизаційних фондів, а частково і фонду розвитку виробництва, який формувався за рахунок частини прибутку²⁸.

Загалом розвиток національної економіки у 1991–2003 рр. відбувся за рахунок використання діючих виробничих потужностей, а не введення нових, особливо в капіталомістких виробництвах. Проте недостатня професійна підготовка державних службовців, які займалися інвестиціями, нерозвиненість 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.

У принципі інвестиційно-інноваційна модель потребує вищих технологічних укладів на власній науково-технічній основі. Валове нагромадження основного капіталу та інвестиції в основний капітал підтверджують дані таблиці 4.1.

Таблиця 4.1

Валове нагромадження основного капіталу та інвестиції в основний капітал в Україні (за 1996–2004 рр.)*

Рок и	Валове нагромадження основного капіталу у ВВП			Обсяги інвестицій в основний капітал					
	фактич ні ціни, млн. грн.	%, до ВВП	% зміни до від-пов ід-ного пе-ріод у попе-р едньо-г о року	Усього (у фак-тич них цінах), млн. грн.	% зміни до від-пові дно-го пе-ріод у попе-р едньо-го року (+, -)	У тому числі на:			
						будівельні та монтажні робо-ти		машини, обладнання, інструмент, інвентар	
						у фак-т ичних цінах, млн. грн.	% за-гал ь-ного обсяг у	у фак-т ичних цінах, млн. грн.	% за-гал ь-ного обсяг у
1996	16891	20,7	-22,7	12557	-22,0	7450	59,3	4245	33,8
1997	18517	19,8	2,1	12401	-8,8	6875	55,4	4503	36,3
1998	20096	19,6	2,6	13958	6,1	7111	50,9	5729	41,0
1999	25131	19,3	0,1	17552	0,4	8061	45,9	8269	47,1
2000	33427	19,7	12,4	23629	14,4	10162	43,0	11613	49,1
2001	40211	19,7	6,2	32573	20,8	13751	42,2	16489	50,6
2002	43289	19,2	4,9	37178	8,9	14799	39,8	20032	53,9
2003	55075	20,6	8,1	51011	31,3	20018	39,2	27871	54,6

²⁸ На підприємствах фонд розвитку виробництва став одним із важливих джерел їхнього технічного переозброєння. Наприклад, за 1970–1977 рр. кошти цього фонду зросли на 83,2% і становили в 1977 р. понад 6,1 млрд. руб. [345, с. 5].

2004	69627	20,2	13,8	75714	28,0	32126	42,4	39614	52,3
------	-------	------	------	-------	------	-------	------	-------	------

*Розраховано за: [392–398, 210].

Як бачимо, у 1997 р. освоєно інвестицій в основний капітал на 12401 млн. грн., 2000 – 23629, 2001 – 32573, 2002 – 37177, 2003 р. – 51011 та у 2004 р. – 75714 млн. грн., або на 128%, порівняно з 2003 р.; у 2004 р. валове нагромадження основного капіталу у ВВП становило 69627 млн. грн., або 20,2% до ВВП. На основі побудованих динамічних трендів зроблені прогнози на 2005–2007 рр. (таблиця 4.2).

Таблиця 4.2

Прогнозні значення обсягів валового нагромадження основного капіталу в Україні (на 2005–2007 рр.)

Показники	Вид залежності, у – залежна змінна, t – часовий період, рік	Коефіцієнт кореляції	Прогноз	
			Роки	млн. грн.
Валове нагромадження основного капіталу у ВВП	$y = e^{9.462 + 0.1823 t}$	R= 0,99206	2005	79650 ± 6250
			2006	95580 ± 6620
			2007	114700 ± 7027
Обсяги інвестицій в основний капітал, у тому числі:	$y = e^{8.97 + 0.2335 t}$	R= 0,9812	2005	81230 ± 13690
			2006	102600 ± 1448
			2007	129600 ± 15370
будівельні і монтажні роботи	$y = e^{8.441 + 0.1842 t}$	R= 0,94435	2005	29220 ± 9373
			2006	35130 ± 9920
			2007	42240 ± 10530
машини, обладнання, інструмент, інвентар	$y = e^{7.893 + 0.2933 t}$	R= 0,99454	2005	50310 ± 2890
			2006	67460 ± 3058
			2007	121300 ± 3450

Регресійні залежності обсягів ВВП (y1) та інвестицій в основний капітал (y2) від обсягу грошового агрегату (x) і їх графіки представлені на рис. 4.1. За 1998-2004 рр. спостерігається позитивна динаміка підвищення рівня ВВП та інвестицій від зростання грошового агрегату (M3).

Варто зауважити, що підприємства в умовах економічного зростання спрямовують інвестиції на впровадження інноваційних технологій і зростання конкурентоспроможності продукції. Також намітилася позитивна тенденція збільшення питомої ваги кредитів банків у інвестування основного капіталу. Так, у 2000 р. за рахунок кредитів банків інвестовано 1,7%, 2001 – 4,3,

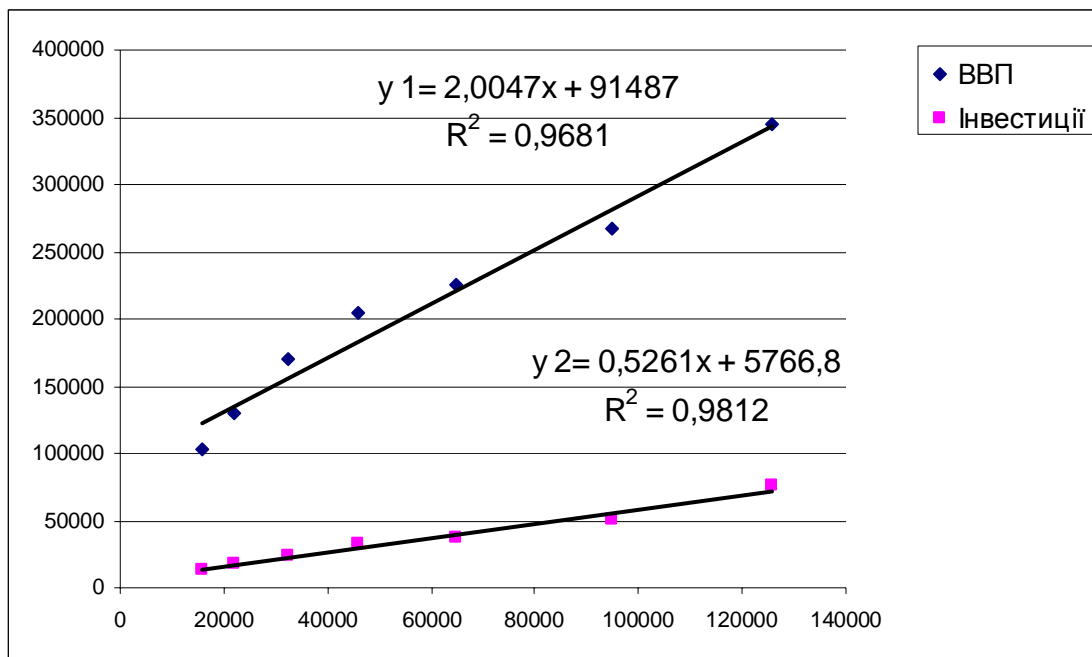


Рис. 4.1. Залежність обсягів ВВП та інвестицій в основний капітал від грошового агрегату М3 (x – грошовий агрегат М3, млн. грн., y_1 – ВВП, млн. грн., y_2 – інвестиції в основний капітал, млн. грн.)

2002 – 5,3, 2003 – 8,2, а в 2004 р. – 7,6% (таблиця 4.3).

Таблиця 4.3

**Інвестиції в основний капітал за джерелами фінансування
(за 1999–2004 рр.)***

(у відсотках)

Показники	Роки				
	2000	2001	2002	2003	2004
Всього	100	100	100	100	100
у т. ч. за рахунок:					
коштів державного бюджету	5,1	5,4	5,0	7,0	10,5
коштів місцевих бюджетів	4,1	4,1	3,7	4,1	4,7

власних коштів підприємств та організацій	68,6	66,8	65,8	61,4	61,7
коштів іноземних інвесторів	5,9	4,3	5,6	5,5	3,6
кредитів банків та інших позик	1,7	4,3	5,3	8,2	7,6
інших джерел фінансування	14,6	15,1	14,6	13,8	11,9

* Складено за [392–398].

За джерелами фінансування в 2004 р. у структурі інвестицій в основний капітал власні кошти підприємств та організацій становили 61,7%, кошти державного бюджету – 10,5%, кредити банків – 7,6%, кошти іноземних інвесторів – 3,6%, інші – 11,9%. У 2000 р. інвестиції в основний капітал за рахунок коштів державного бюджету дорівнювали 1210 млн. грн., у 2003 р. – 3570 млн. грн., а в 2004 р. – 7945 млн. грн., або 10,5% від загальної суми інвестицій.

Математичні моделі залежності обсягів ВВП й інвестицій у основний капітал від обсягів кредитних вкладень в економіку та їх графічне представлення наведені на рис. 4.2. Обидва згадані показники можна описати логарифмічною функцією, якій притаманне швидке зростання при малих значеннях аргументу та сповільнене зростання для великих значень аргументу. За 1999–2004 рр. збільшення кредитних вкладень в економіку України позитивно вплинуло на зростання рівня ВВП та інвестицій. Однак, враховуючи із властивості логарифмічної функції, можна стверджувати, що в майбутньому цей вплив не буде таким значним.

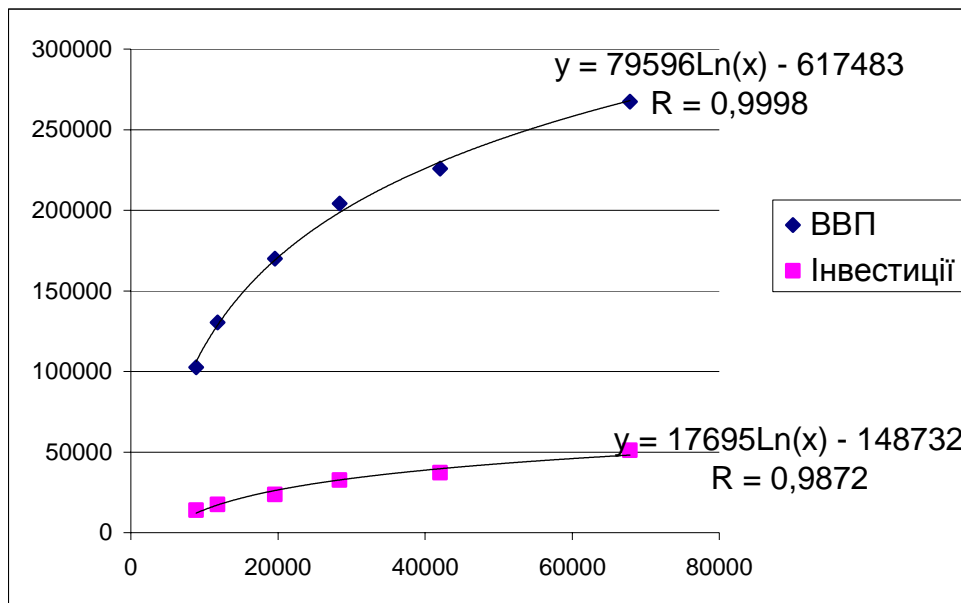


Рис. 4.2. Залежність обсягів ВВП та інвестицій в основний капітал від кредитних вкладень у економіку України

Оскільки вітчизняна економіка наприкінці 1990-х рр. зростала переважно за рахунок екстенсивних механізмів (зокрема, використання старих потужностей), то частка підприємств, які впроваджували інновації, становила лише 14%, а в промислово розвинутих 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, зменшилося у 2001 р. майже на 20%. При цьому промислово-інвестиційна політика була спрямована на підтримку секторів економіки, що діяли за рахунок ефективних галузей виробництва. Загалом, 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% [347, с. 5]. Саме домінування у структурі промислового випуску нижчих технологічних устроїв і відповідно інвестування виробництва третього й четвертого устроїв зумовлює зростання ймовірності технологічного відставання промисловості у майбутньому. Тому позитивна динаміка в організаційній та технічній реструктуризації

(приватизації) вітчизняної легкої і харчової промисловості є запорукою використання набутого досвіду для прискореного розвитку машинобудування, літакобудування й суднобудування.

Приватизація державної власності сприяла поступовій зміні галузевої структури економіки: зменшенню питомої ваги обробної промисловості та зростанню частки інших галузей (фінансового сектору, торгівлі, зв'язку тощо). З урахуванням зміни структури форм власності в економічній системі держави у цьому відношенні інвестиції в основний капітал у 1996 р. на підприємствах державної власності становили 46,7% загального підсумку, колективної власності – 39,3 і приватної власності – 7,4%, а в 2003 р. – відповідно 34,1, 53,9 і 5,4% (таблиця 4.4). У 2004 р. інвестиції в основний капітал дорівнювали 75714 млн. грн., у т. ч. за формами власності: приватна – 49078 млн. грн. (64,8%), державна та кооперативна – 21474 млн. грн. (28,4%) і комунальна та комунальна кооперативна 5162 млн. грн. (6,8%) [210, с. 28].

Таблиця 4.4

Інвестиції в основний капітал за формами власності (за 1996–2003 рр.)*

(млн. грн., у фактичних цінах)

Рок и	Всього на під-при- ємствах і в організа- ціях	у % до 1996 р.	У тому числі:							
			дер-ж авна	у % до 1996 р.	кому- нальн а	у % до 1996 р.	колек- тивн а	у % до 1996 р.	прива- т-на	у % до 1996 р.
1996	12557,3	100	5859, 5	100	825,0	100	4937, 2	100	930,9	100
1997	12400,6	98,8	5038, 2	86,0	666,3	80,8	5601, 5	113,5	1090, 7	117,2
1998	13958,2	111,2	5469, 1	93,3	797,0	119,6	6487, 4	131,4	1117, 1	120,0
1999	17552,1	139,8	7837, 2	133,8	1109, 1	134,4	7182, 7	145,5	1249, 5	134,2
2000	23629,5	118,2	9299, 7	158,7	1543, 5	187,1	11040 ,9	223,6	1505, 2	161,7
2001	32573,1	259,4	11870 ,3	202,6	2230, 8	279,4	16092 ,9	326,0	2001, 1	215,0
2002	37177,9	296,1	10906	186,2	2532,	307,0	20635	418,0	2436,	261,7

			,7		9		,2		4	
2003	51011,0	406,2	17394,8	296,9	2550,6	309,2	27494,9	557,0	2754,6	296,0

*Розраховано за: [392–398].

Еволюція світової економічної системи пов'язана з формуванням новітньої парадигми науково-технічного розвитку, спрямованого на соціально-економічну орієнтацію інновацій. Становлення національних інноваційних систем зумовлює посилення взаємозалежності між підприємствами, науково-дослідними інститутами, технопарками й інкубаторами. Інноваційна активність потребує адекватного інвестування, відповідно, й стабільності інституціональної взаємодії фінансового і реального секторів економіки. Оскільки постіндустріальний етап розвитку суспільства зумовлює всебічне розширення сфери послуг, то якісні зміни стали помітними й у фінансовому секторі економіки. В. Новицький вважає, що у промисловому комплексі постіндустріального суспільства держава має володіти та розпоряджатися 20–40% промислової власності; в інституціональному складі домінуватимуть технологічні, мережеві промислові уклади; відбуватиметься зрощення промислового, торговельного та фінансового капіталів [315]. Поділяємо цю точку зору і вважаємо, що провідну роль має відігравати й ринок фінансового капіталу.

За 2002–2005 рр. стали відчутними позитивні зміни у вітчизняній економіці. При цьому дефіцит грошових нагромаджень (фінансового капіталу) залишається, тим більше, що виникли й нові чинники, які його штучно підтримують (невідшкодування державою податку на додану вартість; неправомірність поділу єдиного господарського комплексу в процесі приватизації і, відповідно, порушення циклічності багатьох виробництв). Усі галузі економіки потребують додаткових джерел надходжень, тому дефіцит коштів важко ліквідувати навіть за умови надання податкових пільг та фінансових переваг. У процесі руху капіталів формується відносний надлишок капіталу в певних сферах (галузях) діяльності та одночасно виникає потреба у

залученні додаткових грошових коштів у інших сферах (галузях), а синхронізацію руху коштів можна здійснити на ринку фінансового капіталу.

У той же час визначені державою інноваційні технологічні пріоритети потребують 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 їхнього технічного та технологічного оновлення. Комплексному підходу до забезпечення інноваційного прогресу сприятиме виконання прийнятих Законів України "Про наукову та науково-технічну 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. При цьому Закон України "Про Загальнодержавну комплексну програму розвитку високих наукоємних технологій" від 9 квітня 2004 р. № 1676 спрямований на розвиток високих наукоємних технологій і забезпечення на цій основі широкомасштабної модернізації національної економіки. Слід зазначити, що до 2013 р. передбачено збільшити частку високотехнологічної продукції в експорті України до 20% [224, с. 7].

На основі викладеного, можна зробити висновок, що для створення підприємств постіндустріального типу є 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 і пошуку альтернативних шляхів

самовдосконалення. У свою чергу, розвиток нових наукоємних галузей та підгалузей промисловості потребує достатнього фінансування. Тому вважаємо за доцільне зауважити, що з одного боку, навіть із огляду на нинішнє піднесення, що змінило рецесію в економіці промислово розвинутих країн, фінансові аналітики є обережними у прогнозах щодо кон'юнктури світового ринку капіталів у сфері інновацій, хоча у 1990-х рр. у США 60% від загального обсягу щорічних інвестицій в економіку спрямовувалися у компанії, пов'язані з новітніми технологіями, що й дало змогу підтримувати високу ділову активність у реальному секторі [181, с. 60]. З іншого боку, зрозумілим є певний консерватизм вітчизняної банківської системи щодо кредитування модернізації економіки, оскільки саме ця процедура потребує довготермінових позик.

Для реструктуризації економіки України як основи реалізації стратегії випереджаючого економічного зростання необхідні: 1) пошук нових джерел фінансового забезпечення інноваційної сфери (так, у 2003 р. фінансування інноваційної діяльності не перевищувало 1% ВВП; частка бюджетних асигнувань у фінансуванні інновацій зменшилася до 3%); 2) сприяння розвитку інноваційної інфраструктури (за станом на 2003 р. в Україні функціонують 8 технопарків, які забезпечують сучасне поєднання науки з виробництвом; відповідно у США – 140, Великій Британії – 40; європейська інноваційна система складається з приблизно 1500 різноманітних науково-технологічних структур) [215, с. 6]; 3) матеріальне стимулювання наукового потенціалу. Варто зауважити, що у поданому прогнозі розвитку вітчизняної економіки на 2004 р. було передбачено не менше 20% ВВП скерувати на нагромадження основного капіталу [414, с. 7].

Природно, що актуальною є проблематика формування ринкових джерел фінансування інновацій. У цілому це можна забезпечити за рахунок залучення капіталу, нагромадженого в промисловому комплексі, фінансовій сфері та у населення. Тому слід говорити не про тимчасові кон'юнктурні підходи, а про розробку масштабної стратегії управління фінансовим капіталом, спрямовану на формування достатніх його обсягів для забезпечення процесу розширеного

відтворення, максимізації дохідності та зниження ризиків. Важливу роль має відігравати й контроль (з боку держави, інвесторів, власників, акціонерів) за сприятливою фінансовою рівновагою між формуванням та використанням капіталу.

Дискутування з приводу доцільності застосування тих чи інших методів регулятивного впливу потребує для забезпечення структурно-інноваційного розвитку економіки тимчасового втручання державних інституцій. Так, у Російській Федерації відомий економіст В. Логінов запропонував, щоб підприємства всіх галузей економіки розробили й подали уряду інвестиційні програми технічного переобладнання свого виробництва, які б сприяли оновленню основного капіталу через 10 років [265, с. 9–10]. Поділяємо таку точку зору і вважаємо, що в Україні з урахуванням реалій ключових політичних та правових чинників (завершальний етап приватизації) для оновлення основного капіталу доцільно підготувати і затвердити національну програму розвитку стратегічно важливих галузей, яка принаймні має враховувати три основних аспекти. По-перше, державні казенні підприємства при підготовці фінансових планів повинні передбачати кошти для реалізації інвестиційних проектів, а приватні підприємства (реорганізовані в процесі приватизації державної власності) – дотримуватися виконання задекларованих інвестиційних зобов'язань. По-друге, підготовлені інвестиційні програми технічного переозброєння доцільно подати для узгодження у Кабінет Міністрів України (зокрема, у Міністерство промислової політики України). По-третє, на рівні Міністерства фінансів України розробити відповідну методику формування інвестиційного фонду держави і при щорічному затвердженні державного бюджету враховувати визначені обсяги інвестицій та умови їхньої реалізації. Зауважимо, що більшій дієвості промислово-інвестиційної політики сприятиме запровадження прогностно-рекомендаційних методів впливу в плануванні розвитку галузей економіки.

Модифікація матричних балансових моделей дає змогу використати балансовий метод для розрахунку інвестиційного фонду держави. Матрична

модель інвестиційного фонду держави становить балансову модель економіки, на основі якої можна розрахувати загальну суму коштів, що залучають у різних секторах економіки для інвестування в основний капітал, а також дає змогу оцінити потребу в додаткових ресурсах для забезпечення поступального інвестиційного процесу. В основу побудови матричної моделі інвестиційних потоків покладено міжгалузевий балансовий метод. Балансові розрахунки, основу котрих становлять структурні коефіцієнти системи, сприяють аналізу формування інвестиційних потоків з урахуванням залучення власних і позичкових коштів учасниками процесу.

Загальну схему міжсекторного балансу, що відображає основні взаємозв'язки фінансово-інвестиційних потоків, можна узагальнено представити в таблиці 4.5. Основу балансу становить сукупність усіх суб'єктів – власників грошових коштів (галузі, населення, фінансова система держави, фінансові посередники). Рядки балансу відображають потребу суб'єктів господарювання, стовпці – вкладення. Позначимо через i – індекс потреби суб'єктів ($i = \overline{1, n + m + 1}$), j – вкладення ($j = \overline{1, n + m + 1}$). Тоді величина q_{ij} показує суму інвестицій, що надходять від j -го власника до i -го суб'єкта. Матриця інвестиційного потоку (q_{ij}) є аналогічною першому квадранту загальної схеми міжгалузевих балансу. Введемо ще такі позначення: X_i – потреба i -го суб'єкта. Крім безготівкових перерахувань, грошові кошти суб'єктів формуються за рахунок надходження на їхні поточні рахунки готівки $h = (h_1, \dots, h_{n+m+1})$.

Перевищення потреби над вкладеннями (чи навпаки, вкладень над потребою) відобразиться на зміні грошових коштів суб'єктів, які складаються з двох частин: зміна коштів суб'єктів господарювання на поточних рахунках банку $k = (k_1, \dots, k_{n+m+1})$ і кредитні вкладення $d = (d_1, \dots, d_{n+m+1})$. Сума потреби відповідного суб'єкта дорівнює сумі всіх його вкладень і зміні грошових резервів.

Таблиця 4.5

Міжсекторний баланс інвестиційних потоків

		Види економічної діяльності (галузі)			Населення	Фінансова система			Фінансові посередники ¹	Фонд роз-в итку ви-ро б-ницт ва	Всього
		1	...	n		$n+1$	$n+2$	...				$n+m$
Види економічної діяльності (галузі)	1	q_{11}		q_{1n}	$q_{1,n+1}$	$q_{1,n+2}$	...	$q_{1,n+m}$	$q_{1,n+m+1}$	h_1	X_1
	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮
	n	q_{n1}		q_{nn}	$q_{n,n+1}$	$q_{n1,n+2}$	...	$q_{n,n+m}$	$q_{n,n+m+1}$	h_n	X_n
Населення	$n+1$	$q_{n+1,n}$		$q_{n+1,n}$	$q_{n+1,n+1}$	$q_{n+1,n+2}$	...	$q_{n+1,n+m}$	$q_{n+1,n+m+1}$	h_{n+1}	X_{n+1}
Фінансова система	$n+2$	$q_{n+2,n}$		$q_{n+2,n}$	$q_{n+2,n+1}$	$q_{n+2,n+2}$	...	$q_{n+2,n+m}$	$q_{n+2,n+m+1}$	h_{n+2}	X_{n+2}
	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮
	$n+m$	$q_{n+m,n}$		$q_{n+m,n}$	$q_{n+1,n+1}$	$q_{n+1,n+2}$	...	$q_{n+1,n+m}$	$q_{n+1,n+m+1}$	h_{n+m}	X_{n+m}
Фінансові посередники ¹	$n+m+1$										
Зміна коштів суб'єктів господарювання на поточних рахунках у банках	k	k_1		k_n	k_{n+1}	k_{n+2}		k_{n+m}	k_{n+m+1}		
Кредитні вкладення	d	d_1		d_n	d_{n+1}	d_{n+2}		d_{n+m}	d_{n+m+1}		

¹ Без банків.

Нехай задана матриця інвестиційних потоків:

$$Q = \begin{pmatrix} q_{11} & q_{12} & \cdots & q_{1n} \\ q_{21} & q_{22} & \cdots & q_{2n} \\ \vdots & \vdots & \vdots & \vdots \\ q_{n1} & q_{n2} & \cdots & q_{nn} \end{pmatrix},$$

q_{ij} – рух коштів від j до i суб'єкта;

$$X = \begin{pmatrix} x_1 \\ x_2 \\ \vdots \\ x_n \end{pmatrix},$$

де x_i – дохід i -ої галузі;

$$K = \begin{pmatrix} k_1 \\ k_2 \\ \vdots \\ k_n \end{pmatrix},$$

де k_i – зміна поточного рахунку i -ої галузі;

$$D = \begin{pmatrix} d_1 \\ d_2 \\ \vdots \\ d_n \end{pmatrix},$$

де d_i – кредитні вкладення i -ої галузі;

i – запланований вектор вкладення коштів фонду розвитку виробництва у галузі:

$$V = \begin{pmatrix} v_1 \\ v_2 \\ \vdots \\ v_n \end{pmatrix}.$$

Тоді на основі цього розрахуємо обсяг Національного інноваційного фонду.

Для цього спочатку обчислимо матрицю

$$B = \begin{pmatrix} b_{11} & b_{12} & \cdots & b_{1n} \\ b_{21} & b_{22} & \cdots & b_{2n} \\ \vdots & \vdots & \vdots & \vdots \\ b_{n1} & b_{n2} & \cdots & b_{nn} \end{pmatrix},$$

$$\text{де } b_{ij} = \frac{q_{ij}}{x_j}, i, j = \overline{1, n + m + 1}.$$

Зауважимо, що матриця B стала для кожного року невід’ємна та продуктивна, як відсотки від доходу, котрі виплачують іншим галузям. На основі цього знайдемо доходи галузей із системи:

$$\begin{cases} x_1 = x_1 b_{11} + x_2 b_{12} + \dots + x_n b_{1n} + v_1 \\ x_2 = x_1 b_{21} + x_2 b_{22} + \dots + x_n b_{2n} + v_2 \\ \dots \quad \dots \quad \dots \quad \dots \quad \dots \quad \dots \\ x_n = x_1 b_{n1} + x_2 b_{n2} + \dots + x_n b_{nm} + v_n \end{cases} \quad (4.1)$$

$$\text{або } X = B \cdot X + V, \quad (E - B)X = V.$$

Обернена матриця $(E - B)^{-1}$ – існує і невід’ємна, тоді розв’язок:

$$X = (E - B)^{-1} V.$$

Розрахуємо кредитну заборгованість кожної галузі на наступний рік. Для цього знайдемо матрицю міжгалузевих розрахунків Q :

$$Q = \begin{pmatrix} q_{11} & \dots & q_{1n} \\ \vdots & \dots & \vdots \\ q_{n1} & \dots & q_{nn} \end{pmatrix},$$

де $q_{ij} = b_{ij} x_j$, причому b_{ij} – стала, а x_j – знайдена величина з системи (4.1).

Із табл. 4.5 будемо мати, що $k_i + d_i = x_i - \sum_{j=1}^{n+m+1} q_{ji}$ – сумарна зміна руху коштів на поточному рахунку і зміна кредитних вкладень. Нехай i -та галузь може отримати кредитів не більше, ніж вона має коштів на поточному рахунку. Тоді мінімальний кредит на оновлення основного капіталу на наступний рік для i -ої галузі:

$$d_i \geq \frac{x_i - \sum_{j=1}^{n+m+1} q_{ji}}{2}.$$

Отже, загальна величина Національного інноваційного фонду:

$$S^* \approx \frac{1}{2} \sum_{i=1}^{n+m+1} \left(x_i - \sum_{j=1}^{n+m+1} q_{ji} \right).$$

Цей фонд фактично є сумою кредитів у всіх галузях і залежить від їхнього доходу x_i та суми вкладень в інші галузі q_{ij} . На основі даних проведено розрахунки (додаток К).

Зауважимо, що застосування матричної моделі інвестиційних потоків дає змогу за допомогою основних математичних співвідношень балансової моделі

виявити кількісні зв'язки між потребою і вкладеннями в основний капітал, зміну грошових потоків, відповідність між кредитними ресурсами та кредитними вкладеннями тощо.

Для сприяння кредитування інноваційних проектів (п'ятого та шостого технологічних укладів), на нашу думку, доцільно: компенсувати за рахунок бюджетних коштів відсоткові ставки за кредитами банків, виданими на фінансування інноваційних програм і проектів; здійснювати інвестування проектів шляхом залучення державної позики за кошти, отримані від випуску та розміщення державних цінних паперів. Варто також прийняти Закон України "Про регулювання ринку венчурного капіталу", оскільки інакше при слабкості вітчизняних банків та фінансової парабанківської системи ігнорування обігу венчурного капіталу може призвести до зменшення частки національного капіталу в інвестуванні новітніх інноваційних структур.

Із таких позицій у процесі прийняття управлінських рішень варто врахувати, що з 2004 р. з метою стимулювання науково-технічної та інноваційної діяльності було запроваджено державне замовлення на впровадження пріоритетних інновацій (державне фінансування наукової сфери переорієнтовують за принципом програмно-цільового планування і є безпосередньо пов'язаним із реальними можливостями бюджету). Відповідно, державні інвестиції на науково-технічні програми необхідно спрямовувати під найдоцільніші для реальної економіки розробки. Водночас розрахунок ефективності вкладень в інноваційні проекти має відповідати міжнародним стандартам та нормативам. Необхідно підкреслити, що у новій економічній моделі слід оптимізувати розвиток соціальних галузей, які забезпечують цивілізований рівень життя населення і галузей, котрі забезпечують обороноздатність держави та 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 милітаризація світового простору.

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 вважають наступні галузі промисловості: машинобудування, зв'язок, авіаційну та космічну. Якщо держава є 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 розраховатися 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, а також відстежувати можливі ризики.

Варто зауважити, що в сучасних умовах макроекономічні показники не завжди підтримують мікроекономічними, і це може призвести до кризових ситуацій в економічній системі держави. Таке твердження підтверджує скорочення на мікрорівні частки інноваційно активних підприємств. Так, у 2003 р. вона становила 12,7%, тоді як у середині 1990-х рр. – 18–20% [257, с. 6]. Якщо врахувати, що з 2003 р. в Україні намітилася тенденція зростання експорту капіталу, то доцільно скоординувати державну політику в сфері управління державною власністю, державними інвестиціями і податковою політикою для підтримки сприятливого інвестиційного клімату. З урахуванням макроекономічних досягнень економіки слід здійснити заходи, спрямовані на залучення вітчизняного капіталу в реальний сектор економіки шляхом початку будівництва на паритетних засадах нових підприємств.

В основних напрямках бюджетної політики на 2005 р., затверджених Постановою Кабінету Міністрів України № 686 від 26 травня 2004 р., передбачено підвищення ефективності використання коштів, закладених у

державному бюджеті на здійснення централізованих капітальних вкладень; обсяг цих видатків сформувавши з урахуванням того, що об'єкти, будівництво яких фінансували за рахунок цих коштів, та об'єкти соціально-культурного призначення в регіонах, повинні мати ступінь готовності не менше 80% [127]. У подальшому, на нашу думку, це сприятиме зменшенню кількості об'єктів незавершеного будівництва.

Саме дерегуляція економіки повинна забезпечувати створення нових підприємств (незалежно від форм власності), які працюватимуть з урахуванням основних тенденцій науково-технічного прогресу. Оскільки більшість об'єктів уже приватизовано, то доцільно розробити національну концепцію будівництва нових підприємств. У проекті варто передбачати будівництво промислових об'єктів, фінансування на паритетних засадах (державних і приватних інвестицій), а також надавати право здійснення сумісного інвестування зацікавленим суб'єктам господарювання (вітчизняним та іноземним). Бажано переваги надавати партнерам, які пропонують не лише інвестиції, а й передачу новітніх технологій і ноу-хау. Оскільки іноземний капітал зацікавлений у проникненні в галузі високих технологій (електронна промисловість, телекомунікації, машинобудування), то в перспективі можна очікувати зростання інвестицій.

З урахуванням проведення пенсійної реформи через ринок фінансового капіталу для будівництва нових підприємств можна буде залучати на паритетних засадах частину обов'язкових внесків страхових компаній і пенсійних фондів.

У кінцевому підсумку запровадження новітніх технологій сприятиме підвищенню адекватної віддачі у виробництві та оптимізації нагромадження фінансового капіталу. Проте, якщо підприємства не впроваджують у виробництво інноваційні розробки, працюють не на повну потужність і не є учасниками фінансового ринку, то вважаємо, що у більшості випадків це проблема не корпоративного управління, а власності.

4.2. Банківські інститути та їх роль у забезпеченні стабільного розвитку економічної системи України

Становлення єдиного європейського простору зумовлює новий етап розвитку ринку фінансового капіталу, пов'язаний зі значним зростанням витрат банківських структур та фінансових інституцій на розширення сфер впливу. В Європі намітилася тенденція поступового об'єднання національних ринків, що зумовлює загострення конкуренції, а також дає змогу банкам, які працюють динамічно й ефективно, закріпити своє лідерство на фінансовому ринку. Загалом зміна структури європейського банківського сектору викликана лібералізацією процедури надання банківських послуг, що сприяє відкриттю банками на всій території співтовариства представництв і філій. В умовах достатньо високої конкуренції й введення в обіг єдиної європейської валюти (євро) у вигіднішому становищі перебувають потужні банківські інституції, що здійснюють операції в усіх країнах Європейського Союзу та за його межами.

Загалом банківська система України тісно пов'язана з рухом фінансового капіталу і сприяє його розвитку в сучасних умовах. Про динаміку розвитку банківської системи свідчать основні показники її діяльності (таблиця 4.6).

Як видно з табл. 4.6, упродовж останніх років зростають грошова маса в обігу і прибутковість діяльності банківської системи. Загальний обсяг грошової маси в обігу за станом на 1 січня 2005 р. сягнув 125,8 млрд. грн. і збільшився за 2004 р. на 32,4% (при зростанні споживчих цін на 12,3%). Суттєво подешевшали кредитні ресурси: облікова ставка НБУ знизилася з 131% на початку 1998 р. до 7,5% у 2004 р., а відсоткові ставки банків – із 107,1% до 17,3%.

Таблиця 4.6

Показники діяльності банківської системи України (за 1995–2004 рр.)*

(на кінець року)

Показники	Роки					
	1995	2000	2001	2002	2003	2004

Грошова маса (МЗ), млн. грн.	6930	32252	45755	64870	95043	125801
Норматив обов'язкового резервування коштів банків у НБУ на кінець періоду, %	15	15	6-14	0-12	0-12	6-7
Облікова ставка НБУ (середньозважена річ-на), %	131,0	30,6	19,7	9,5	7,0	7,5
Процентні ставки банків у національній валюті, %:						
за кредитами	107,1	40,3	31,9	24,7	17,7 ¹	17,3
за депозитами	61,2	13,5	11,2	7,8	8,0 ¹	7,8
Вимоги банків за наданими кредитами, млн. грн.	4078	19574	28373	42035	67835	88407
Зобов'язання банків за коштами, залученими на рахунки суб'єктів господарювання та фізичних осіб, млн. грн.	4287	18738	25674	37715	61365	82959
Зобов'язання банків за коштами, залученими на рахунки фізичних осіб, млн. грн.:						
у національній валюті	504	3481	6566	11601	18817	22116
в іноземній валюті	111	3299	4772	7701	13492	19495
Фінансовий результат діяльності банків за період, млн. грн.:						
доходи	3409	7491	8520	10358	13859	19853
витрати	2275	7520	7990	9675	13033	18592
чистий прибуток (- збиток)	1134	-30	530	683	827	1261

* Складено за даними Державного комітету статистики України [392-398]; Бюлетень Національного банку України. – 2005. – № 3. – С. 46–47.

Процеси, що відбуваються на грошово-кредитному ринку, набули особливої ваги завдяки їхньому впливу на матеріальне виробництво та економіку в цілому. Банки стали важливою ланкою системи фінансування і навіть організаційно-методичного забезпечення прискореного розвитку наукомістких галузей економіки, широко фінансуючи науково-дослідні програми підприємств, цільове кредитування науково-виробничих комплексів,

створених для втілення конкретних дослідних проектів на комерційних засадах. Передові системи кредитування та фінансування, впровадження інформаційно-комп'ютерної техніки, сучасних засобів зв'язку дають підставу для подальшого зростання ролі банків у забезпеченні функціонування економічної системи держави. Динаміка зростання капіталу, зобов'язань і активів банківської системи України характерна наведеними нижче даними (таблиця 4.7).

Таблиця 4.7

**Динаміка капіталу, зобов'язань і активів банків України
(за 1998–2004 рр.)***

Роки	Капітал		Зобов'язання		Активи	
	Обсяг, млн. грн.	Темп зростання, %	Обсяг, млн. грн.	Темп зростання, %	Обсяг, млн. грн.	Темп зростання, %
1998	4845	–	15173	–	20015	–
1999	5878	121,32	19929	131,35	25806	128,93
2000	6507	110,70	30622	153,65	37129	143,88
2001	7915	121,64	39676	129,57	47591	128,18
2002	9983	126,13	53913	135,88	63896	134,26
2003	12882	129,04	87352	162,02	100234	156,87
2004	18420	142,99	115926	132,71	134348	134,03

* Розраховано за: Бюлетень Національного банку України. – 2004. – № 1. – С. 67; Вісник Національного банку України. – 2005. – № 3. – С. 48–57.

Дані табл. 4.7 свідчать, що середньорічний темп зростання капіталу становив 25,3%, зобов'язань – 40,9% і активів – 37,7%, причому середньорічні темпи зростання активів у 1,5 раза перевищували темпи збільшення капіталу. В 2003 р. середній показник адекватності капіталу становив 15,11%. Варто зауважити, що Комплексною програмою розвитку банківської системи України на 2003–2005 рр. середньорічний приріст капіталу було передбачено 22,7%, а загальних активів – 21,1%.

Динамічне зростання ресурсної бази банків та поліпшення її строкової структури дає банкам змогу збільшувати обсяги кредитування, зокрема, довготрмінового. Вимоги банків за кредитами, наданим суб'єктам господарювання та фізичним особам, за 2004 р. зросли на 30,6% (у 2003 р. – на

61,4%) і становили 88,9 млрд. грн. Так, у Російській Федерації кредити збільшилися з 1801,9 у 2000 р. до 3662,2 млн. руб. у 2003 р. (тобто більш як у 2 рази), у Польщі – відповідно з 243,2 до 301,5 млн. злотих (тобто на 24%), у США – з 8160,9 до 9844,8 млрд. дол. США (на 21%) (додаток К1). Структурний і динамічний аналізи свідчать, що в Україні за 1995–2004 рр. вимоги банків за кредитами, наданими фінансовому (небанківському) секторові, мають тенденцію до зростання, а нефінансовому секторові економіки – до скорочення (таблиця 4.8).

Таблиця 4.8

**Вимоги банків за кредитами, наданими в економіку України
(за 1995–2004 рр.)***

Період	Усього	у т. ч. за інституційними секторами економіки:								
		фінансовий (небанківський)	питома вага, %	темп зростання, %	нефінансовий	питома вага, %	темп зростання, %	Державний	ГОСПО-Д	питома вага, %	темп зростання, %
А	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1995	4078	4	0,1		3939	96,6	–	135	3,3	–
1996	5452	6	0,1	150,0	5247	96,2	133	200	3,7	112
1997	7295	–	0,0	0,2	6951	95,3	133	345	4,7	127
1998	8873	89	1,0	0	8070	91	116	687	7,7	164
1999	11787	103	0,9	115,7	10763	91,3	133	908	7,7	100
2000	19574	203	1,0	197,1	18263	93,3	170	1092	5,6	73
2001	28373	175	0,6	86,2	26603	93,8	146	1561	5,5	98
2002	42035	179	0,4	102,3	38153	90,8	143	3659	8,7	158
2003	67835	491	0,7	274,3	57403	84,6	151	9889	14,6	168
2004	88579	842	1,0	171,5	71589	80,8	125	16133	18,2	125

*Розраховано за: Бюлетень Національного банку України. – 2005. – № 3. – С. 74–76.

На початку 2000-х рр. зменшення обсягів валютних операцій і прибутковості з розміщення державних цінних паперів змусили банки активізувати кредитну діяльність у реальному секторі економіки. У 2005 р. в десятку провідних українських банків за фінансовими результатами ввійшли банківські установи, які активно співпрацюють саме із нефінансовим сектором економіки (ЗАТ "Промінвестбанк", АППБ "Аваль", ВАТ "Укрсоцбанк"). Крім

того, зросла зацікавленість потужних банків у збільшенні довготермінових кредитів у економіку і формуванні резервів під активні операції, а також розширенні кредитування малого й середнього бізнесу (додатки К.2; К.3). За 1998–2004 рр. за допомогою побудованих регресійних залежностей (рис. 4.3) було досліджено тенденції розвитку часток вимог банків за цільовими вкладеннями кредитів у інвестиційну діяльність від загальної суми кредитного портфелю за короткотерміновими та довготерміновими кредитами.

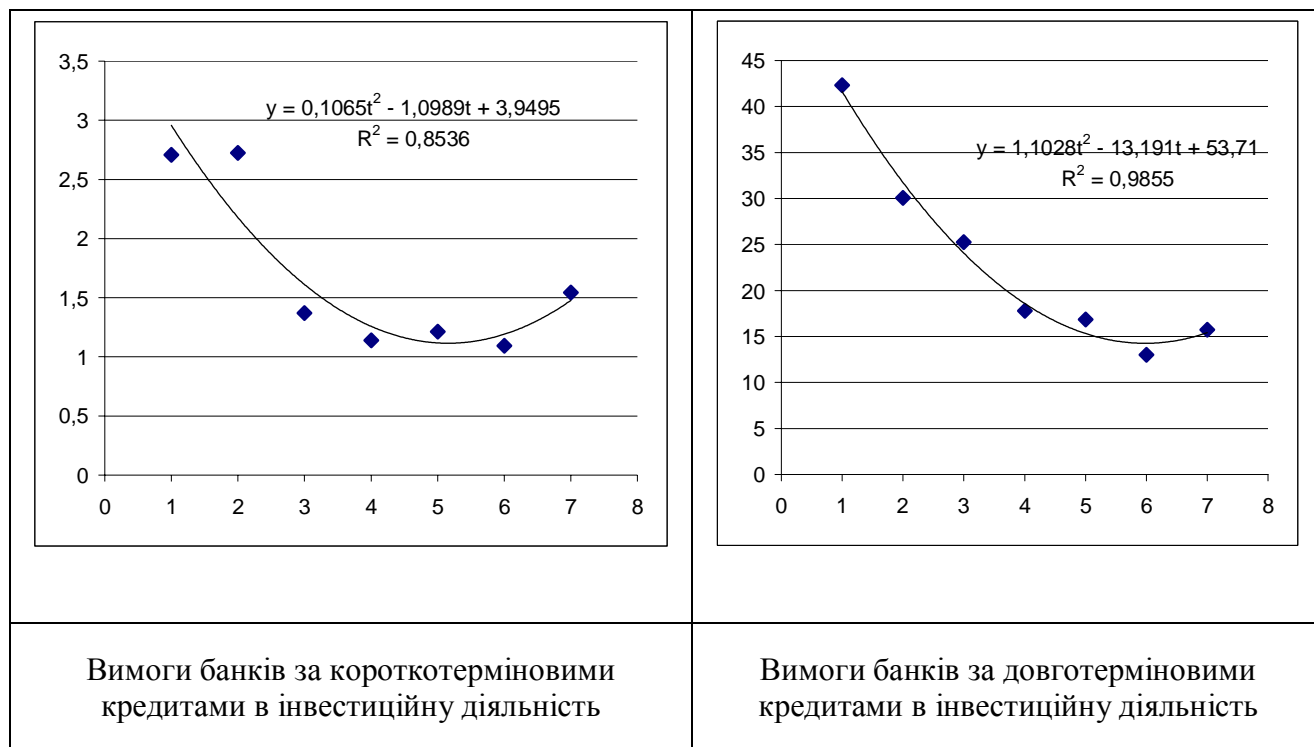


Рис. 4.3. Вимоги банків за кредитами в інвестиційну діяльність (за 1998–2004 рр.)

Як бачимо, розвитку досліджуваних часток притаманний рух за зростаючою віткою параболі; аналіз побудованих регресійних залежностей дає підставу стверджувати, що від 2001 р. для короткотермінових та від 2002 р. – для довготермінових кредитів частки вимог банків зростають. За прогностичними розрахунками (додаток К.2) вимоги банків за кредитами, наданими в економіку України, у 2010 р. зростуть до 280581 млн. грн. (рис. 4.4).

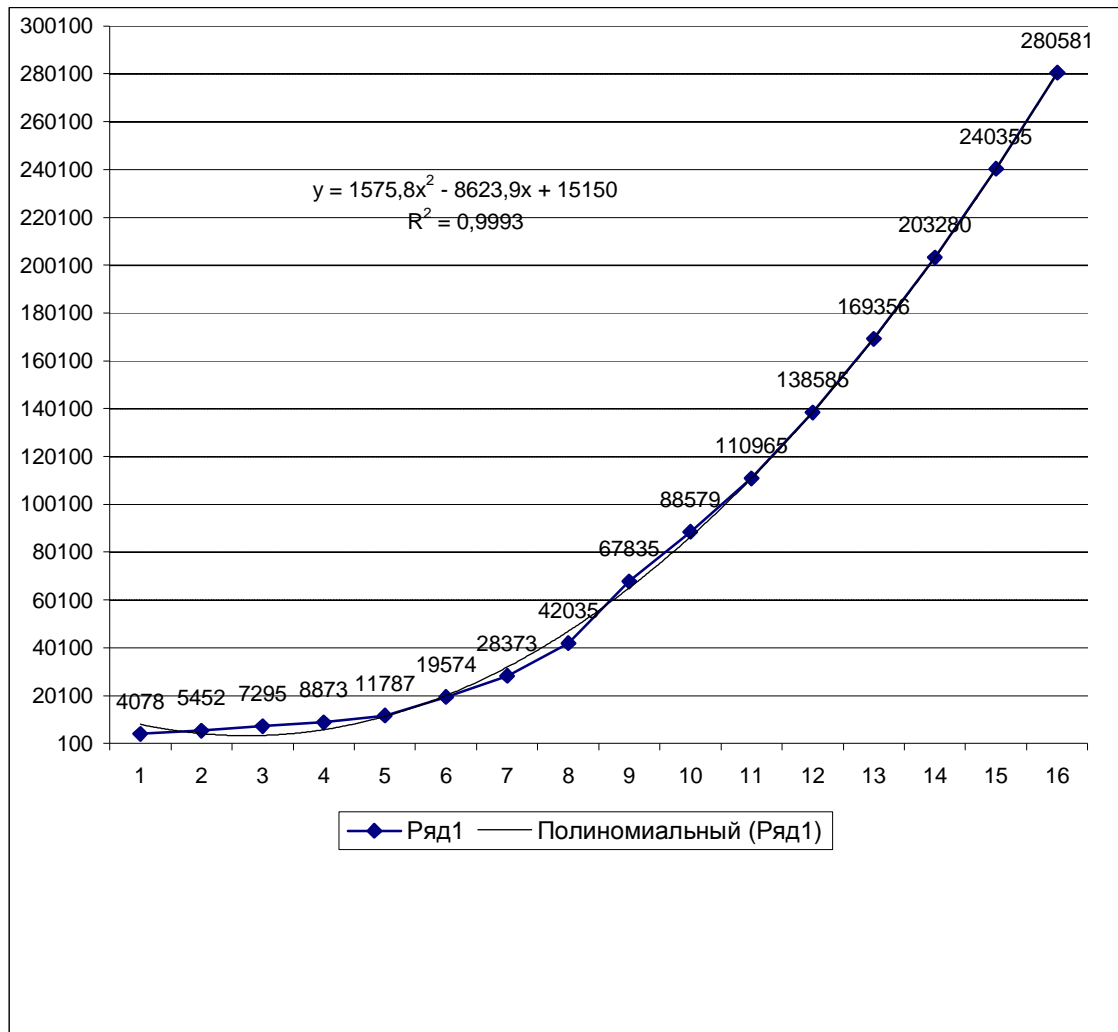


Рис. 4.4. Фактичні та прогнозні значення вимог банків за кредитами в економіку України (за 1995-2010 рр.)

Варто зауважити, що за даними міжнародної фінансової статистики внутрішні кредити банківського сектору України зросли за 1992–2003 рр. з 41,9 до 86505,2 млн. грн., а в США – 4755,5 до 9844,8 млрд. дол. США (додаток К.3). Динаміка внутрішніх кредитів банківського сектору України та США відображена на рис. 4.5. Прогнозний розрахунок обсягів зростання внутрішніх кредитів у банківському секторі України свідчить, що в 2008 р. верхня межа може досягнути 36123 млн. грн. (таблиця 4.9).

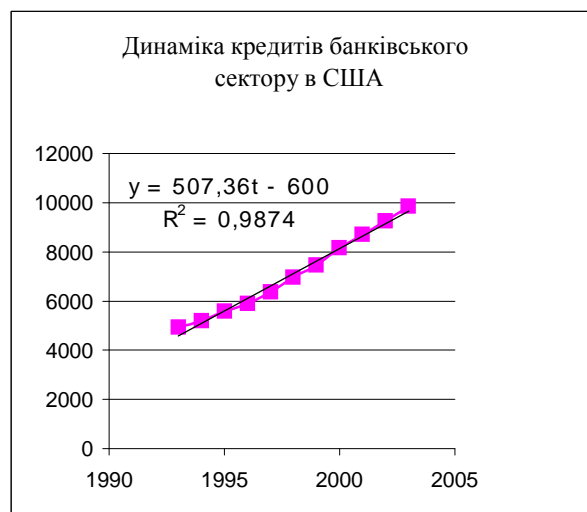
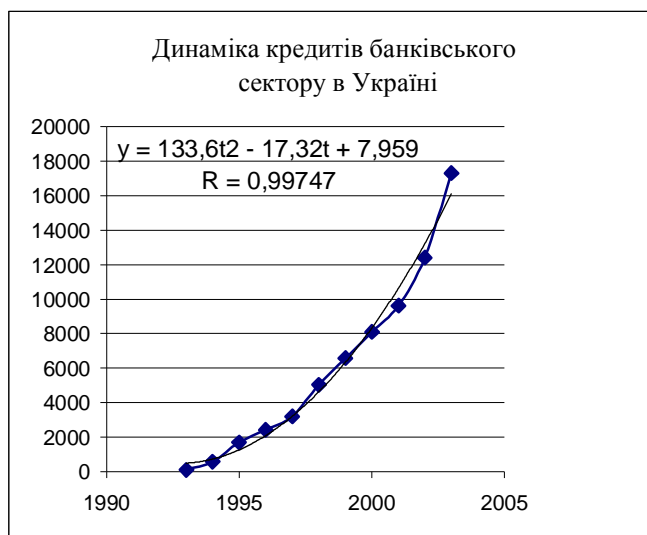


Рис. 4.5. Динаміка внутрішніх кредитів банківського сектору України та США

Таблиця 4.9

Прогнозовані обсяги зростання внутрішніх кредитів України і США (на 2004–2008 рр.)

Роки	Верхня та нижня межа прогнозованих обсягів	
	Україна, млн. грн.	США, млрд. дол. США
2004	17202 ÷ 20878	9636,6 ÷ 10703,4
2005	20457 ÷ 24283	10114,8 ÷ 11225,2
2006	23964 ÷ 27956	10600,7 ÷ 11759,3
2007	27740 ÷ 31900	11084,6 ÷ 12295,4
2008	31757 ÷ 36123	11566,6 ÷ 12833,4

Процес адаптації вітчизняного банківського законодавства до вимог Європейського Союзу і Базельських принципів має враховувати національні інтереси щодо забезпечення ефективності кредитування інвестиційно-інноваційної моделі та підтримки інноваційних процесів. Із таких позицій в Україні 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) наймобільніші банки, що мають менші фінансові можливості. Вони намагаються сконцентрувати капітали через поглинання, участь у банківських об'єднаннях, налагодження кореспондентських відносин з іншими банками.

Міжнародна практика свідчить, що більшість великих банків мають холдингову форму організації для вдосконалення легальних і прихованих шляхів концентрації капіталів та збільшення обсягу операцій. Сучасною тенденцією розвитку банку є перетворення його на дочірню компанію холдингу. А. Астапович зазначив, що у фінансово-промислових чи великих банківсько-промислових групах портфель банків усередині цих груп, як правило, порівнянний із загальним обсягом кредитів, які підприємства цих груп залучають з зовні [98, с. 4].

Протягом останніх років у світі зростає кількість міжбанківських холдингових компаній, які є зручним способом централізації капіталу. Отже, потужні холдинги насправді прихованіше здійснюють контроль над більшістю банківських і небанківських компаній, ніж ті, що відображені в офіційній звітності й статистиці. Банки холдингу, по суті, відіграють роль філій однієї розгалуженої банківської монополії, хоча ці банки згідно із законодавством слід розглядати не як філії, а як автономні компанії, що належать одному тримачеві контрольних пакетів акцій. З огляду на вітчизняну практику, банки також мають право створювати банківські об'єднання (рис. 4.6), бути учасниками промислово-фінансових груп, але є й обмеження, оскільки банк може бути учасником лише одного банківського об'єднання.

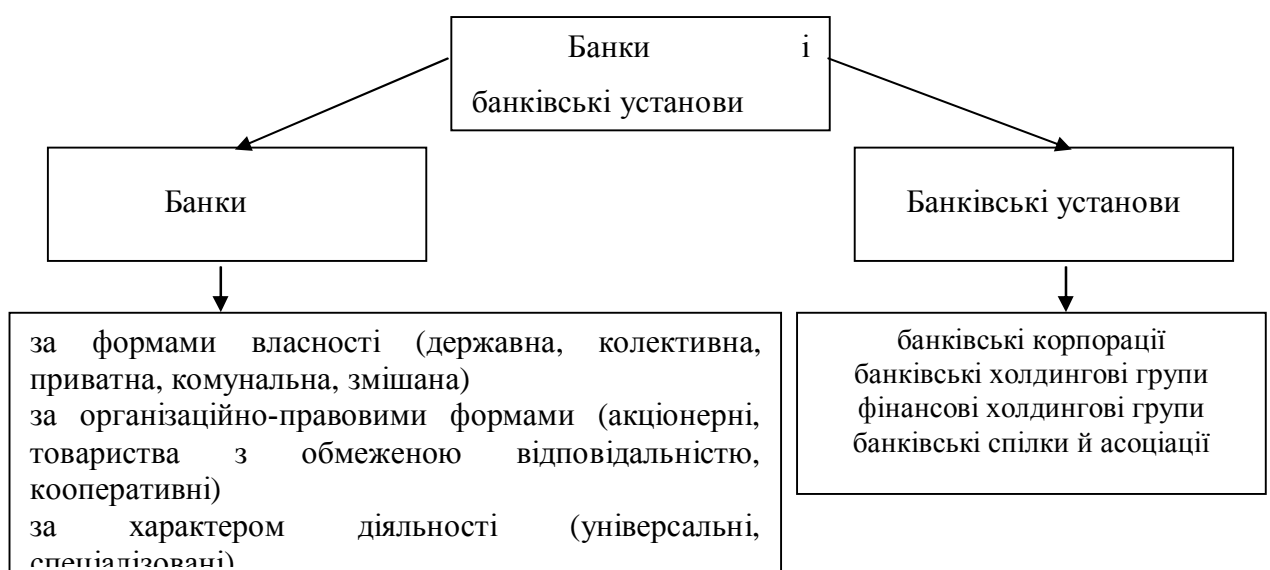


Рис. 4.6. Склад банків та банківських установ

Варто зазначити, що для організаційної будови і специфіки діяльності сучасного банку так чи інакше характерні: концентрація капіталів; використання способів залучення в операції, які непритаманні власне банку як фінансовій інституції; наявність неформальних зв'язків між банками та іншими фінансовими інституціями, котрі належать до одного холдингу; посилення монополізації банківської сфери як спосіб конкурентної боротьби й контролю на ринку. В структурі фінансового капіталу згадані способи впливу й контролю, притаманні банківському капіталу, поєднуються з тенденціями розвитку промислового капіталу. Тому підприємства отримують додаткові можливості застосування таких (явних і прихованих) способів у конкурентній боротьбі на ринку. Про тісний взаємозв'язок між фінансовим і нефінансовим секторами свідчить кореляція, яка становить 0,947552 (таблиця 4.10).

Таблиця 4.10

Параметри кореляційного зв'язку між загальним обсягом вимог банків за кредитами та інституційними секторами економіки (за 1995–2004 рр.)*

Показники	Усього	Фінансовий сектор	Нефінансовий сектор	Сектор домашніх господарств
Всього:	1			
Фінансовий сектор	0,960959	1		
Нефінансовий сектор	0,998316	0,947552	1	
Сектор домашніх господарств	0,96807	0,979454	0,951909	1

* Розраховано за даними: Бюлетень Національного банку України. – 2005. – № 3. – С. 74–76, 80.

Підвищення ролі банківської системи є важливим і в обслуговуванні всіх видів залучених коштів нефінансовими підприємствами, причому не тільки з зовнішніх, а й із внутрішніх джерел. Це одна зі структурних змін в економіці, пов'язана з тим, що саме банківська сфера є своєрідним механізмом перерозподілу капіталовкладень між галузями і секторами економіки, надаючи зацікавленим підприємствам поряд із фінансовими ресурсами цілісний набір інших послуг – посередницьких, страхових тощо. Так, нині довірчі операції в банківських установах у світовій економіці поділяють на три основних види: 1)

персональні довірчі послуги (для окремих осіб); 2) інституційні довірчі послуги; 3) послуги типу "майстер траст" [156, с. 3–5]. Останні з цих послуг банки надають підприємствам, пенсійним фондам та установам, що нагромаджують кошти акціонерів (як правило, на пенсійні потреби) і, відповідно, зацікавлені отримати вищий дохід від них за рахунок концентрації фінансових ресурсів, зокрема при розміщенні в надійні та прибутковіші активи.

Прийнята стратегія промислово-інвестиційного спрямування економічного розвитку України тісно пов'язана з перспективами вдосконалення регулювання грошово-кредитного ринку. Зокрема, проголошено сприятливу підтримку НБУ довготермінової ліквідності тих комерційних банків, які забезпечуватимуть кредитними коштами визначені урядом інноваційно-інвестиційні пріоритетні напрямки розвитку економіки держави. Оскільки банк, приймаючи об'єкт для кредитування, бере на себе всі кредитні ризики, пов'язані з поверненням кредиту, то, 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). Важливу роль у кредитуванні та координації інвестиційних проектів інноваційного спрямування має відіграти створення Державного банку реконструкції і розвитку.

У розвитку вітчизняної банківської системи важливу роль відіграватиме зростаюча конкуренція між банками щодо залучення клієнтів. У даному аспекті Генрі Гхеск'юре в праці "Формування глобалізації в Україні" зазначав, що до проголошення незалежності в Україні не було справжньої комерційної банківської культури [455, р. 8]. Зрозуміло, що з таким висновком важко погодитись, але сучасна стратегія банків характерна вдосконаленням діючих і впровадженням нових технологій обслуговування клієнтів, підвищенням рівня вимог клієнтів до якості обслуговування та іншими складовими розвинутої банківської структури, без якої неможливий розвиток ринкової економіки.

Динамічне становлення ринку фінансового капіталу пов'язано з впровадженням нових банківських продуктів (платіжних карток, мобільного та інтернет-банкінгу). За станом на 1 лютого 2005 р. ВАТ "Приватбанк" видало 6,06 млн., банк АППБ "Аваль" – 2,51 млн., ВАТ КБ "Надра" – 2,07 млн. карток MasterCard і Visa; кількість банкоматів, які встановили дані банки, – 2113, 1196 і 437 відповідно [132]. З метою забезпечення конкурентних переваг доцільно оптимізувати затрати шляхом обслуговування менш затратних видів вкладів і банківських продуктів, а також розширення спектру отримання комісійних (розвиток карткового бізнесу, нових високотехнологічних банківських продуктів, банкінг). Важливим напрямком діяльності банків стала популяризація розрахунків за допомогою пластикових карток (особливо зарплатні проекти, запроваджені з корпоративними клієнтами), а також розширення мережі депозитних банкоматів (зокрема, у 2005 р. їх буде встановлено 130), які у світовій практиці користуються значним попитом саме у корпоративних клієнтів.

Комплексність обслуговування потребує особливого банківського сервісу – створення сучасних фінансових супермаркетів: продаж банками фінансових продуктів і послуг (страхових полісів, туристичне та консалтингове обслуговування, юридична допомога, послуги на ринку нерухомості тощо). У сфері міжнародних розрахунків банки зацікавлені в під'єднанні до міжнародної розрахункової системи TARGET, проте порівняно висока вартість даного фінансового продукту зумовлює її недоступність для дрібних і середніх банків.

Серед банків загострюється боротьба за VIP-клієнтів, обслуговування яких сприяє фінансовій стабільності та підвищенню іміджу банку. Розширюється мережа спеціалізованих відділень для обслуговування VIP-клієнтів (довірче управління коштами), менеджери банків виїжджають до VIP-клієнтів для вирішення фінансових питань. Банківська практика також передбачає дотримання певних правил обслуговування VIP-клієнтів: наявність рекомендацій топ-менеджменту, акціонерів чи власників банку у визначенні

пріоритетності клієнтури; застосування VIP-карт, що дають змогу користуватися вигодами і перевагами VIP-зони.

Підвищення прибутковості банківського сектору сприяє зростанню зацікавленості інвесторів у цій сфері й, відповідно, нагромадженню сукупного капіталу банківської системи. Нові учасники банківського сектору раніше були зацікавлені у придбанні діючого банку, оскільки згідно з нормативно-правовими засадами банку, який тільки-но розпочинав діяльність, потрібно було проходити тривалу процедуру ліцензування. Тому на фінансовому ринку розпочали діяти нові банки ("Актив-банк", "Фортуна-банк", "Перспектива" та інші), що це свідчить, на нашу думку, не лише про зацікавленість у їхній діяльності засновників, а й про тимчасове припинення продажу банків.

В Україні, загалом, банки домінують у фінансово-кредитній сфері, оскільки поки що недостатньо розвинуті інші сегменти фінансового ринку (інститути спільного інвестування, недержавні пенсійні фонди тощо). Так, у 2004 р. частка фінансового сектору в структурі вимог банків за кредитами становила 0,9% (рис. 4.7).

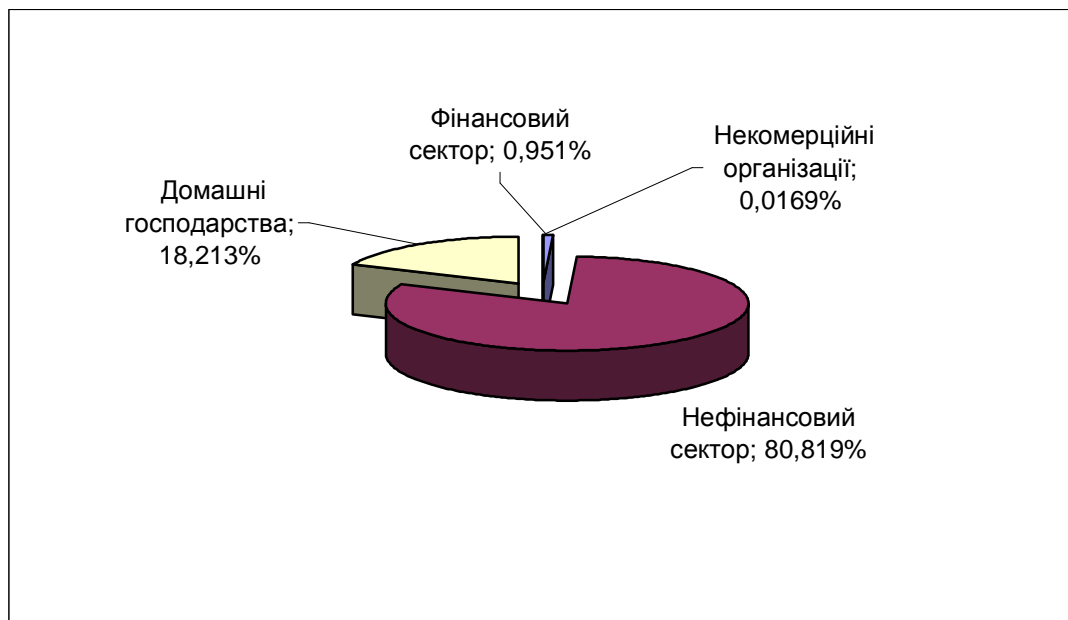


Рис. 4.7. Діаграма структури вимог банків за кредитами в Україні в 2004 р.

Оскільки в Україні банки забезпечують здебільшого коротко- і середньотермінове кредитування (додатки К.4, К.5), то 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.

Одним із перспективних інструментів розвитку та вдосконалення механізмів довготермінового залучення фінансових ресурсів у реальний сектор економіки є іпотечне кредитування. Іпотечний кредит – це правовідносини, що виникають на підставі договору про іпотечний кредит між кредитором і позичальником із приводу надання коштів у користування зі встановленням іпотеки. Його зростаючій популярності сприяють наступні чинники: прийняття відповідного законодавства; поступове підвищення рівня доходів населення; підвищений попит на нерухомість і зниження відсоткових ставок за банківські кредити. Згідно із Законом України "Про іпотечне кредитування, операції з консолідованим боргом та іпотечні сертифікати" від 19 червня 2003 р. № 979-IV банки можуть створювати консолідовані іпотечні борги, відчужувати їх, а також випускати іпотечні сертифікати. Отже, іпотечне кредитування не лише є популярний інструмент розв'язання житлової проблеми, а й забезпечує повернення коштів і формування ринку заставних іпотечних цінних паперів. В обігу перебувають нові види фінансових інструментів, зокрема іпотечний сертифікат – це особливий вид цінного паперу, забезпечений іпотечними активами або іпотеками. Ефективність їхнього застосування залежить від правильності вибору методики (current coupon) для розрахунку прибутковості.

Варто зауважити, що забезпечення громадян житлом і реалізація їхнього конституційного права на житло – складна і багатогранна проблема у більшості країн. Так, у промислово розвинутих країнах держава підтримує прагнення громадян придбати житло у кредит. Зокрема, у США відсотки за кредит на житлове будівництво, сплачені банку, зменшують оподатковуваний дохід позичальника. Проте державну гарантію інвесторам під іпотечні цінні папери

отримують тільки цінні папери, що випустило державне іпотечне агентство GNMA (Government National Mortgage Association). На нашу думку, дану практику слід вивчити і впровадити в Україні.

Доцільно зазначити деякі аспекти, що суттєво впливають на ефективність іпотечного кредитування в Україні. Ставки за іпотечний кредит суттєво залежать від платоспроможності позичальників виплачувати кредит упродовж зумовленого договором терміну. Оскільки населення має поки що недостатньо високий сукупний дохід, то це підвищує кредитні ризики і ставки відсотків. Крім того, залучення іпотечних кредитів (застосування іпотечних схем) один із класичних способів "відмивання" капіталів. Тому деякі вітчизняні банки практикують підвищений відсоток для клієнтів, які "достроково" повертають іпотечні кредити. Враховуючи викладене, окреслимо перспективи іпотечного кредитування як однієї із засад розвитку ринку фінансового капіталу: варто відпрацювати механізм державних гарантій під іпотечне кредитування (активізувати створення іпотечного гарантійного фонду); врегулювати умови випуску і розміщення іпотечних облігацій, що є борговими цінними паперами емітента, рефінансованими за допомогою зобов'язань за одним або кількома іпотечними кредитами; прискорити прийняття земельного законодавства, що сприятиме отриманню населенням іпотечного кредиту під заставу земельних ділянок, на які вже оформлено права власності.

Характеризуючи банківську систему України, слід звернути увагу на діяльність банків у регіонах країни. Як свідчить аналіз, на території України діючі банки розміщені нерівномірно. Так, у 2003 р. їх у м. Києві було 53% загальної кількості діючих банків, у Дніпропетровській та Харківській областях – майже по 8%, Одеській та Донецькій областях – майже по 6%, тоді як у 10 областях України нема жодного банку – юридичної особи. Концентрацію банків у м. Києві можна пояснити, зокрема, тим, що банки створювали потужні підприємства, що належали до галузевих міністерств та відомств, а також тут було доступнішим рефінансування НБУ. Водночас у м. Києві зосереджено валютний та фондовий ринки, які є доступнішими саме для столичних банків.

Територіальна концентрація та децентралізація банків має як переваги, так і вади, впливає на економічний розвиток регіонів, змушує банки приділяти підвищену увагу розвитку власної філійної мережі, вдосконаленню її структури та управління. У перспективі створення місцевих банків – як муніципальних, так і кооперативних – сприятиме розвитку банківського сектору.

Слід зауважити, що важливим чинником є розвиток матеріально-технічного забезпечення банків та впровадження сучасних комп'ютерних технологій, що сприяє зростанню обсягів і переліку операцій, тим більше, що характерною стає територіальна експансія, а також відповідно змінюються методи регулювання банківської справи як сфери економіки. Найпомітніший чинник впливу сучасної комп'ютерної техніки й технології на рівень монополізації банків, зокрема на можливості створення філій та філій-терміналів. Охоплення країни мережею філій допомагає банку витіснити або підпорядковувати місцеві банки, перерозподіляти ресурси банківської сфери. А. Сибіряков зазначив, що складність організаційних моделей та їхня багатоукладність зумовлюють потребу в змішаній структурі побудови банку [374, с. 7]. Більшість вітчизняних банків, у т. ч. середні й малі, розширюють мережу філій та відділень. Намітилася тенденція відкриття відділень банків безпосередньо на території великих корпоративних клієнтів. Так, у перспективі передбачено відкриття автоматизованих банківських відділень, які будуть комплексно надавати наступні послуги: Інтернет і sms-банкінг, Інтернет кредитування, замовлення пластикових карт через Інтернет, а також здійснення грошових переказів у режимі реального часу. Дані відділення дадуть змогу зменшити першочергові інвестиції, пов'язані з відкриттям відділень (зокрема, є жорсткі вимоги до підбору приміщень, особливо щодо сейфів і депозитарію).

Важливим аспектом, на якому слід наголосити в умовах вступу України до Світової організації торгівлі й розширення єдиного європейського ринку банківських послуг, є те, що невеликі (малі) вітчизняні банки змушені будуть мінімізувати витрати, запроваджувати нові економічні банківські продукти або вирішувати питання про доцільність приєднання до потужніших банків. В

економічній літературі широко дискутують питання щодо доцільності збереження малих банків, їхнього місця та ролі у розвитку економіки країни. Окремі економісти зазначають, що малі банки "з огляду на незначний фінансовий потенціал навряд чи можна назвати цілком конкурентоспроможними, навіть якщо вони конкурують лише між собою. Вони просто не здатні зробити якісний стрибок у своєму розвитку", а на думку інших – ефективність роботи малих банків в області набагато вища, ніж філій великих банків [331, с. 41].

Розглядаючи питання доцільності збереження малих та середніх банків, слід враховувати досвід зарубіжних країн і власний вітчизняний. Зростання рівня концентрації та централізації банківського капіталу – це, безперечно, об'єктивний та позитивний процес, що супроводжується якісними змінами ролі банків. Вони мають активніше сприяти розвитку реальної економіки країни, відійшовши від спекулятивних операцій. Глобалізація світової економіки та інтеграційні процеси впливають на процеси укрупнення банків. Політика НБУ спрямована також на укрупнення банків, на збільшення їхнього капіталу. Фактично, йдеться про злиття (приєднання) малих банків із більшими банками або про їхню ліквідацію. У даному контексті варто також зауважити, що у кращому становищі перебувають великі кредитні установи, що вже мають практичний досвід поглинання дрібніших банків. Наприклад, банк ВАТ "Укргазбанк" приєднав банки "Сервіс" (31 грудня 1998 р.), "Укрнафтогазбанк" (22 березня 2000 р.) і "Народний банк" (24 жовтня 2002 р.); банк "Надра" приєднав Києво-Печерський банк (7 червня 2001 р.) і банк "Слобожанщина" (7 червня 2001 р.). У 2004 р. придбання АКІБ "УкрСиббанком" великого пакета акцій банку ВАТ КБ "Надра" свідчить про можливість злиття цих банків [445, с. 9]. Проте слід враховувати, що багато банків створили великі вітчизняні виробники, й вони тісно взаємозв'язані з ними. Це суттєво ускладнює конкуренцію між банками щодо залучення нових клієнтів, оскільки більшість із них мають свої банки. З іншого боку, такі банки вимушені кредитувати своїх учасників на доволі пільгових умовах, що суттєво збільшує і банківські ризики.

Одночасно більшість акціонерів малих банків, незважаючи на підвищення витрат на утримання банків, жорсткіші вимоги НБУ і загострення міжбанківської конкуренції, не бажають займатися розвитком таких банків чи відповідно приєднатися до інших банків. Потрібно враховувати також те, що навіть об'єднані вітчизняні банки неспроможні на рівних засадах конкурувати з великими іноземними банками. У цьому контексті пріоритетним має бути стратегія об'єднання вітчизняних банків із гнучким регулюванням діяльності іноземних банків та їхніх філій. Зауважимо, що укрупнення банків не є обов'язковою умовою нормального функціонування та подальшого розвитку банківської системи, про що свідчить, зокрема зарубіжний досвід²⁹.

На основі викладеного можна зробити висновок: тенденції розвитку банківської системи свідчать про те, що з часом значна кількість малих банків буде ліквідованою, приєднаною або поглиненою. Це пов'язано з низкою чинників. По-перше, суттєво знизилася дохідність як самої банківської діяльності, так і великих акціонерів, що давало їм змогу утримувати "свої" банки. По-друге, зросли вимоги до банків із боку НБУ, що суттєво впливає на можливість нормального функціонування дрібних банків. По-третє, у малих банків все ж таки обмежені можливості кредитування великих інвестиційних проектів, що пов'язано, зокрема, з проблематичністю мобілізації ресурсів для потрібних цілей. Крім того, слід враховувати: малий банк не означає, що він немобільний, що у нього неефективний менеджмент. Суть проблеми може бути в тому, що акціонери банку не хочуть втрачати контроль за своїм банком, здійснюють через нього окремі операції, зокрема розрахунково-касові, тощо, а інші ж послуги вони можуть отримати в інших, потужних банках.

Розширення банківської сфери і вступ до СОТ зумовляють потребу страхування і перестраховання ризиків на міжнародному ринку. Страхування ризиків передбачає придбання страхового полісу (BBB – Bankers Blanket Bond),

²⁹ Так, у США біля 18 тисяч банківських установ, із них 6 тисяч різної величини, належать до Асоціації банків США. Окремо діє Американська асоціація малих банків, яка нараховує близько 3 тисяч членів. У Польщі функціонують 60 комерційних і 600 кооперативних банків [160, с. 8; 284, с. 41]. Отже, великі банки нормально співіснують з малими та середніми банками.

що захищає банки від можливих збитків при фінансових операціях, підробці документів і маніпулюванні банківськими рахунками; страхування професійної відповідальності банкірів (Professional Indemnity); страхування ризиків, пов'язаних із комп'ютерними злочинами (Electronic & Computer Crime). Поки що банки не запровадили перераховані види страхування, оскільки зобов'язані ознайомити (інформувати) страхові компанії про систему здійснених заходів безпеки, тому на даному етапі банки мінімізують операційні ризики за рахунок внутрішніх ресурсів. Крім того, страхування ризиків є доволі дорогою операцією (наприклад, ПУМБ заплатив за страховий поліс ВВВ 145 тис. дол. США) [371, с. 44]. На ринку страхування, на нашу думку, держава може розширити список обов'язкових видів страхування, зокрема, ввести обов'язкове страхування деяких банківських ризиків, зокрема страхування великих депозитів і професійної відповідальності банкірів.

Для забезпечення конкурентних переваг банкам доцільно створювати об'єднання для емісії цінних паперів клієнтів і консорціумного кредитування; внести зміни в законодавство щодо використання фінансових векселів; відпрацювати агентські програми емісії й еквайрінгу банківських карт на регіональному рівні.

4.3. Пріоритети діяльності фінансово-кредитних інститутів в Україні

Розвиток вторинного ринку фінансового капіталу в Україні тісно пов'язаний із фінансовим посередництвом, що є діяльністю, пов'язаною з отриманням та перерозподілом фінансових коштів, крім випадків, передбачених законодавством. Фінансове посередництво здійснюють банки та інші фінансові установи, тому діалектичний підхід до поетапності становлення інституту фінансового посередництва в Україні дає змогу розкрити причинні зв'язки, закономірності, розвиток сфер діяльності, а також сформулювати цілісну концепцію їх функціонування в економічній системі держави. Динамізм

розвитку системи фінансового посередництва зумовлений тісним взаємозв'язком і взаємозалежністю від масштабного процесу приватизації державної власності.

Перший етап його сучасного розвитку ознаменований початком масової приватизації та прийняттям у 1993 р. законодавчих і нормативних актів щодо створення довірчих товариств. Більшість цих товариств, що створювалися як товариства з додатковою відповідальністю і в установчих документах декларували діяльність щодо розпорядження майном, спочатку працювала з грошовими коштами населення з використанням різноманітних елементів "фінансових пірамід", що згодом завдало відчутного удару становленню та розвитку інших видів інституційних інвесторів, оскільки так і не вдалося подолати недовіру приватних інвесторів до цього сегмента ринку. Довірчі товариства не стали провідними фінансовими посередниками у подальших приватизаційних процесах, оскільки не змогли через певні законодавчі обмеження (зокрема, тільки представницька діяльність) ефективно акумулювати приватизаційні майнові сертифікати, розмістити їх, оскільки нові учасники ринку (інвестиційні компанії і фонди) швидше й гнучкіше скористалися конкурентними перевагами.

Другий етап був пов'язаним із початком діяльності інвестиційних компаній та фондів згідно з Указом Президента України "Про інвестиційні фонди та інвестиційні компанії" № 55/94 від 19 лютого 1994 р. В економічних системах, функціонування яких ґрунтоване на ринкових засадах, інвестиційну сферу діяльності вважають найскладнішою. Загалом вона є особливим способом страхування учасників на фінансовому ринку, оскільки дає змогу або максимізувати дохід, або зменшити ризик. Вітчизняні інвестиційні компанії і фонди набули помітного розвитку завдяки тому, що вони диверсифікували ризики, вкладаючи кошти не в одне підприємство, а у різні галузі економіки. Інвесторам виплачували взагалі усереднений дохід у вигляді дивідендів за підсумками роботи всіх об'єктів інвестицій. Таким чином зменшувався ризик неотримання доходу у випадку банкрутства одного підприємства чи

невизначеності в тій чи іншій галузі економіки. Якщо врахувати, що у 1994–1998 рр. законодавство у сфері інвестиційного бізнесу недостатньо чітко визначало сферу діяльності вітчизняних інвестиційних компаній (фондів), які функціонували переважно на первинному ринку цінних паперів, то, безумовно, вони активно працювали лише у двох сферах: 1) брали участь у процесах корпоратизації й приватизації (така діяльність поступово та неухильно скорочувалася, хоча в середині 1990-х рр. була найактуальнішою); 2) здійснювали брокерсько-дилерську діяльність (купівлю-продаж цінних паперів).

Третій етап тривав із 1998 до 2001 рр., оскільки інвестиційні компанії (фонди) перебували у перехідному періоді між завершенням процесу масової приватизації і прийняттям законодавства про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди), що потребувало узгодження багатьох законодавчо-нормативних актів. Так, Указ Президента України "Про заходи щодо забезпечення захисту прав учасників інвестиційних фондів та інвестиційних компаній" від 7 серпня 1999 р. № 968/99 сприяв попередженню можливих порушень фінансовими посередниками законних прав власників інвестиційних сертифікатів.

Розглянуті аспекти дають підстави для наступних висновків: по-перше, фінансові посередники брали участь в одному з найвідповідальніших і найскладніших процесів, пов'язаному з розподілом національного багатства шляхом приватизації державної власності, й зуміли не лише акумулювати, а й вкласти понад 20 млн. приватизаційних майнових і компенсаційних сертифікатів. По-друге, основними чинниками, що негативно вплинули на діяльність цих установ, були наступні: відсутність належного правового забезпечення, суттєві протиріччя у методах приватизації державної власності, низька професійна підготовка інвестиційних керуючих і наявність недобросовісної конкуренції. По-третє, приватизація прискорила розвиток фінансового ринку, а також сприяла становленню класу фінансових менеджерів,

з одного боку, торгівців цінними паперами, а з іншого боку – власників контрольних пакетів акцій відкритих акціонерних товариств.

За станом на 1 січня 2005 р. на фінансовому ринку працюють 1394 професійних учасників ринку цінних паперів, із них: 780 торгівців цінними паперами, 140 зберігачів цінних паперів, 371 реєстратор, 91 компанія з управління активами, 8 бірж, 2 торговельно-інформаційні системи, одна розрахунково-клірингова установа та один депозитарій. Найбільша кількість професійних учасників зосереджена в м. Києві та Київській обл. – 529 (38% від загальної кількості), Дніпропетровській обл. – 130 (9%), Харківській обл. – 97 (7%), Донецькій обл. – 94 (6,7%) і Одеській обл. – 55 (4%). Капітал підприємницьких структур за видами фінансової діяльності в Україні зріс із 3316,1 млн. грн. у 2001 р. до 19486,0 млн. грн., або у 6 разів, а в сфері фінансового посередництва – з 3316,1 млн. грн. до 4175,7 млн. грн., або на 26% відповідно (додаток Л). Обсяги операцій у фінансовій сфері підвищилися з 723,3 млн. грн. у 2001 р. до 5385,9 млн. грн. у 2004 р., або в 7,4 раза; у страхуванні – з 554,5 млн. грн. до 3461,0 млн. грн., або в 6,2 раза (таблиця 4.11).

Таблиця 4.11

Фінансові результати від звичайної діяльності до оподаткування у сфері фінансової діяльності в Україні (за 2001–2004 рр.)*

Показники	2001		2003		2004	
	тис. грн.	підприємства, які одержали прибуток, у % до загальної кількості підприємств	тис. грн.	підприємства, які одержали прибуток, у % до загальної кількості підприємств	тис. грн.	підприємства, які одержали прибуток, у % до загальної кількості підприємств
Фінансова діяльність - всього	723537,3	63,0	2409994,2	66,2	5385905,2	64,8
у т. ч.:						
Грошове посередництво	5780,9	56,7	8518,7	74,8	25162,0	69,1
Фінансовий лізинг	17732,4	65,5	15752,9	52,9	17061,5	54,5
Страховання	554535,2	73,2	2061546,2	72,7	3461006,0	80,0
Пенсійні фонди	2,0	100	8,7	50,0	31,8	83,3
Управління фінансовими ринками	8226,0	60,3	4473,3	63,5	4805,8	60,5
Управління портфелем цінних паперів	134811,6	55,8	112412,6	56,8	1399563,1	55,3
Інші види	2460,2	–	207281,8	–	478275,0	–

фінансової діяльності						
-----------------------	--	--	--	--	--	--

* Розраховано за: даними Державного комітету статистики України.

Згідно із законодавством Європейського Союзу, в сфері фінансових послуг головними учасниками є юридичні особи, основний вид діяльності яких – надання інвестиційних послуг для третіх осіб на професійній основі [353, с. 91]. Можна виокремити чотири основні групи фінансових посередників за інституційною ознакою: 1) банківські; 2) інвестиційні; 3) страхові; 4) пенсійні. У промислово розвинутих країнах активи фінансових посередників у ВВП становлять від 80% і вище: так, у 2001 р. Німеччина – 81%, Франція – відповідно 131,8 і Швейцарія – 232,7%; проте у Польщі – 9,6% та Угорщині – 14,3% (додаток М).

На нинішньому етапі Державна комісія з регулювання ринків фінансових послуг України формує державний реєстр вітчизняних фінансових установ і відпрацьовує заходи регулювання їхньої діяльності. Хоча, як свідчить світова практика, держава у цілому здійснює контроль за фінансовими потоками, а приватні фінансові установи мають самостійно вирішувати локальні завдання, зокрема щодо диверсифікації ризиків і забезпечення ліквідності інвестицій. Таким чином, вітчизняні фінансові посередники, на нашу думку, у своїй діяльності повинні: 1) визначати стратегічні цілі й завдання; 2) сформулювати основні напрямки, філософію діяльності; 3) здійснювати маркетингові дослідження (клієнти, цінова політика, структура надання фінансових послуг тощо); 4) обґрунтовувати конкурентні переваги (залучення коштів юридичних та фізичних осіб, боргові зобов'язання тощо); 5) приділяти особливу увагу саме розміщенню (формування інвестиційного портфеля з державних цінних паперів, цінних паперів місцевих органів влади, корпоративних цінних паперів; визначення їхньої ліквідності тощо); 6) приймати обґрунтовані управлінські рішення та використовувати інформаційні системи (стратегія управління; ведення бухгалтерського та управлінського обліку тощо); 7) визначати перспективи розвитку ринку фінансового капіталу; фінансові результати

(дохідність, склад акціонерів і партнерів тощо); 8) здійснювати управління персоналом згідно зі сучасними методиками.

В економічній системі держави інститути інвестування (інвестиційні банки (компанії)) забезпечують зв'язок між підприємствами, зацікавленими в отриманні інвестицій, та інвесторами, які мають вільний капітал для надання інвестицій. Якщо інвестор не має достатнього капіталу для інвестування, то інвестиційна компанія допомагає інвесторові отримати додаткові кошти на ринку фінансового капіталу. Компанії залучають 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 послуги за доступними цінами, тому більшість промислових компаній відмовляється від створення власного департаменту з операцій із цінними паперами. Проте деякі економісти вважають, що професійне управління фінансовими активами показало свою неспроможність, і приватним інвесторам варто самостійно управляти власними коштами за допомогою порад платних консультантів [244, с. 119]. Зокрема, щорічна плата за послуги інституційних інвесторів становить близько 2% від вкладених коштів, а індексні чи взаємні фонди за аналогічні послуги стягують 0,3%.

В Україні інвестиційні компанії є торговцями цінних паперів і здійснюють випуск цих паперів, а також комісійну та комерційну діяльність щодо цінних паперах. Вони виконують усі операції згідно з договорами, а також допомагають вирішувати фінансові й правові питання (таблиця 4.12).

Як видно з даних, наведених у табл. 4.12, напрями діяльності компаній доволі диференційовані: ФК "Столичний капітал" спеціалізується на операціях із векселями, що становлять 98,2%, "Трейд-сек'юритиз" – з акціями 93,7%; ФК "Альпарі" – з ощадними сертифікатами 47% відповідно. Проте "Он-лайн Капітал" сформував диференційованіший портфель: акції – 19%, векселі – 46,7, ощадні сертифікати – 12,2 та інші цінні папери 22,1%. Варто зауважити, що обсяги операцій із векселями у фінансових посередників зросли з 36,5 млн. грн.

у 2002 р. до 88,8 млн. грн. у 2004 р. (додаток Н). Операції, що здійснюють фінансові посередники, детальніше подано у додатку П.

Таблиця 4.12

Розподіл торгівців цінними паперами у порядку їх зменшення у 2003 р.*

№ з/п	Торговці цінними паперами	Обсяги проведених операцій		Акції	Векселі	Ощадні сертифікати	Інші цінні папери ¹
		сума, млн. грн.	питома вага, %				
1.	Ренесанс Ін-вестментс	сума, млн. грн.	21545,8	138,8	13901,2	7424,6	81,2
		питома вага, %	100	0,64	64,5	34,5	0,36
2.	ФК "Інвес-тиційні стратегії та інс-трументи"	сума, млн. грн.	8148,8	264,2	7746,5	138,1	–
		питома вага, %	100	3,2	95,1	1,7	–
3.	Трейд-сек'юритиз	сума, млн. грн.	7857,0	7363,9	341,4	3,6	148,1
		питома вага, %	100	93,7	4,3	0,1	1,9
4.	ІК "Бізнес-Інвест"	сума, млн. грн.	7007,5	6764,2	243,0	–	0,3
		питома вага, %	100	96,5	3,4	–	0,1
5.	Укрсоцбанк	сума, млн. грн.	5052,4	638,2	2214,1	425,2	1774,9
		питома вага, %	100	12,6	43,8	8,4	35,2
6.	ФК "Ал-лонж"	сума, млн. грн.	5007,6	1551,6	1019,9	2433,5	2,6
		питома вага, %	100	30,9	20,4	48,6	0,1
7.	Арсенал Плюс	сума, млн. грн.	4189,9	3350,0	801,9	38,0	–
		питома вага, %	100	80,0	19,1	0,9	–
8.	ФК "Альпа-рі"	сума, млн. грн.	4177,2	1591,0	622,8	1963,4	–
		питома вага, %	100	38,1	14,9	47,0	–
9.	ФК "Міус"	сума, млн. грн.	3303,3	2960,4	342,9	–	–
		питома вага, %	100	89,6	10,4	–	–
10.	Стиль-Брок	сума, млн. грн.	3236,9	1785,3	107,3	1344,3	–
		питома вага, %	100	55,2	3,3	41,5	–
11.	ФК "Столичний капітал"	сума, млн. грн.	3127,6	0,014	3070,0	45,1	12,5
		питома вага, %	100	0,0	98,2	1,4	0,4
12.	Он-лайн Ка-пітал	сума, млн. грн.	3026,7	574,9	1413,5	369,2	669,1
		питома вага, %	100	19,0	46,7	12,2	22,1

¹ Депозитні сертифікати НБУ, деривативи, казначейські зобов'язання, інвестиційні сертифікати, державні облигації.

* Розраховано за даними [356, с. 38–39].

У вітчизняній практиці завершують функціонування інвестиційні фонди (відкриті й закриті), створені в процесі приватизації державної власності. У

цілому інвестиційні фонди створювали у вигляді акціонерних товариств для виняткової діяльності у сфері взаємного інвестування. У 2000 р. діяли 263 інвестиційні фонди і 160 взаємних фондів інвестиційних компаній, у 2001 р. – 235 і 159, у 2004 р. – 61 і 76. Зокрема, у структурі інвестицій в основний капітал, за джерелами фінансування у 2003 р. кошти інвестиційних фондів становили лише 3% [213, с. 9]. У процесі закриття вони розраховуються з учасниками, тому відповідно зменшується як загальна вартість чистих активів, так і кількість інвестиційних сертифікатів в обігу (таблиця 4.13). Протягом 2004 р. у зв'язку з ліквідацією скасовано реєстрацію випусків інвестиційних сертифікатів 5 інвестиційним фондам та 10 взаємним фондам 8 інвестиційних компаній, створених у процесі приватизації державної власності, на загальну суму 59 122 525 грн.

Проте у світовій практиці використовують модель інвестиційних фондів, що є зрозумілішою і зручнішою саме для інвесторів. Зокрема, згідно з Директивою 85/611 Європейського Союзу інститути спільного інвестування (ІСІ) – це суб'єкти підприємницької діяльності, які відповідають наступним вимогам: винятковим видом їхньої діяльності є здійснення спільного інвестування коштів, отриманих від кола осіб, у цінні папери, що підлягають обігу, та/або інші ліквідні фінансові інструменти; за умови дотримання у діяльності принципу диверсифікації ризику; сертифікати таких суб'єктів на вимогу їхніх власників викуповують або погашають. За юридичним статусом, ІСІ можуть створювати у вигляді договірного утворення ("спільний фонд" – ведення справ на договірних засадах здійснює компанія-керуючий); трастового

Таблиця 4.13

**Показники діяльності інститутів спільного інвестування в Україні
(за 2001–2003 рр.)***

№ з/п	Показники	За станом, роки		
		01.04.2001	01.04.2002	01.01.2003
1.	Загальна вартість чистих активів, млн. грн.	351,83	319,65	329,01
2.	Загальна балансова вартість фінансових вкладень, млн. грн.	300,06	298,22	296,59
3.	Загальна балансова вартість	137,80	100,86	94,94

	інвестиційних сертифікатів, що розміщені серед учасників, млн. грн.			
4.	Загальна кількість інвестиційних сертифікатів в обігу, млн. шт.	410,78	380,99	221,06

* Складено за: даними Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку.

утворення ("пайовий траст" – справи ведуть професійний траст – довірче товариство) і статутне утворення ("інвестиційна компанія" зі статусом окремої юридичної особи).

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, у т. ч. нормативно-правових актів ЄС. 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 із метою отримання прибутку від вкладення їх у цінні папери інших емітентів, корпоративні права та нерухомість. Інститут спільного інвестування залежно від порядку його діяльності може бути відкритого, інтервального і закритого типу. Запропоновано нову модель функціонування ІСІ, в якій чітко розмежовано функції реєстратора, зберігача, керуючої компанії та торговця цінними паперами. Крім того, ця законодавча сфера дає змогу розпочати діяльність інноваційним небанківським фінансовим інституціям.

Отже, інститути спільного інвестування прийшли на зміну інвестиційним і взаємним фондам, які брали активну участь у приватизації державної власності. Нині тривають узгодження нормативних актів, пошук компромісних рішень у багатьох спірних питаннях щодо 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 ІСІ можна реорганізувати в корпоративний інвестиційний фонд; компанію з управління активами (КУА) з подальшим створенням цієї КУА пайового інвестиційного фонду. Відповідно інвестиційні компанії з метою створення ІСІ можна реорганізувати в корпоративний інвестиційний фонд; КУА, з подальшим створенням КУА пайового інвестиційного фонду за рахунок активів (майна) взаємного фонду інвестиційної компанії, що реорганізують. Відповідно, у 2003 р. розпочали діяти 13 фондів, із них (розподілено за видами, типами): 10 пайових і 3 корпоративних; 3 диверсифікованих і 10 недиверсифікованих; 9 венчурних; 3 інтервальних і 10 закритих. Протягом 2004 р. ДКЦПФР зареєструвала 369,39 млн. шт. випусків інвестиційних сертифікатів пайових та корпоративних інвестиційних фондів загалом на 2008 млн. грн.; випусків акцій корпоративними інвестиційними фондами на 150,4 млн. грн.

За станом на 1 січня 2005 р. в Україні діяли з управління активами 90 компаній; ДКЦПФР видано 58 ліцензій на професійну діяльність на ринку цінних паперів із управління активами: 24 – на діяльність із управління активами ІСІ; 29 – на діяльність із управління активами ІСІ та пенсійних фондів; 5 – на діяльність із управління активами пенсійних фондів.

Таким чином, підготовлено достатню законодавчу базу для інститутів спільного інвестування, є відповідний економічний інтерес міжнародних фінансових установ до подібної діяльності в Україні, проте найскладнішою, на нашу думку, залишається проблема довіри населення до цих інституцій. Проте встановлення законодавчих обмежень щодо діяльності диверсифікованих ІСІ сприятиме державному регулюванню безпеки фінансових активів, а участь інвесторів в ІСІ дасть змогу інвестувати кошти на фондовому ринку, не переймаючись особливостями вибору цінних паперів конкретних компаній. Зазначимо, що для інвесторів (фізичної чи юридичної особи) важливо визначити переваги цієї форми інвестування, оскільки законодавчо встановлена діяльність ІСІ суттєво відрізняється від функціонування попередніх фінансових

інституцій, які працювали в перехідних умовах – у процесі приватизації державної власності.

Варто зауважити, що у даному контексті дискусійними є пропозиції про доцільність розміщення закумульованих коштів в іноземних фінансових установах (банках, інвестиційних компаніях і фондах, страхових компаніях) з метою диверсифікації інвестування (перестраховування ризиків). Враховуючи достатню непрозорість вітчизняної системи перестраховування і нестабільність економічної ситуації у світі, це не дає гарантій від знецінення вкладень або своєчасного й повного повернення вкладених інвестицій. Крім того, можна зіштовхнутися з фінансовими спекулянтами, які через відпрацьовані схеми та ризики у здійснюваних операцій можуть просто і швидко знецінити чи знівелювати вітчизняні вкладення. З огляду на зазначені аспекти, у майбутньому доцільно інвестувати закумульовані кошти у цінні папери іноземних емітентів – не більше 10–15% загальної вартості активів ІСІ та лише за умови наявності міжурядових угод про гарантування їхньої безпеки, а також моніторингу трансакцій відповідними регуляторними органами (зокрема, Держфінпослуг).

Законодавчо визначені обмеження щодо формування активів ІСІ, яким заборонено володіти цінними паперами, емітованими компанією з управління активами та іншими пов'язаними з ІСІ юридичними особами; акціями чи інвестиційними сертифікатами інших інститутів спільного інвестування; векселями та ощадними сертифікатами на суму понад 10% вартості активів інституту спільного інвестування тощо. Обмеження розроблені для гарантування надійності ІСІ для інвесторів, проте обмежують сферу їх інвестиційної діяльності, оскільки орієнтовані на роботу з цінними паперами і, зокрема, законодавчо недостатньо врегульовані можливості вкладення інвестицій у нерухомість. У активах венчурного фонду частка нерухомості може становити до 50%, але учасниками такого фонду можуть бути лише юридичні особи, що обмежує коло інвесторів. Вважаємо, що зростанню популярності ІСІ в населення сприятиме законодавче врегулювання випуску

цінних паперів даними інституціями під операції інвестування в нерухомість, а також відпрацювання процедури нормативного співвідношення між цінними паперами й нерухомістю з метою мінімізації ризиків.

Спеціалізація та зростання масштабів бізнесу створюють сприятливі умови для діяльності страхових компаній. Варто зауважити, що в історичному ракурсі створенню 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 захисту³⁰. Проте в сучасних умовах частка українського ринку в загальноєвропейському обсязі страхових послуг сягає лише 0,05%, хоча в Україні живе 7% населення Європи. Якщо врахувати, що нині застраховано тільки біля 10% ризиків, а у більшості держав цей показник становить 90–95 %, то у перспективі даний сегмент ринку має великий потенціал розвитку [349, с. 45].

За станом на 1 січня 2005 р. в Україні налічувалося 387 страховиків (у 2002 р. – 338, 2003 р. – 357), у т. ч. 45 страховиків зі страхування життя та 342 страховиків, які здійснюють види страхування, відмінні від страхування життя. З урахуванням предмета нашого дослідження виокремимо деякі основні аспекти розвитку страхового ринку в Україні. По-перше, згідно з Законом України "Про внесення змін до Закону України "Про страхування" від 4 листопада 2001 р. запроваджено норми підвищення капіталізації, фінансової стабільності й платоспроможності страховиків. Так, мінімальний розмір статутного фонду страховика, який займається видами страхування, відмінними від страхування життя, встановлюють у сумі, еквівалентній 1 млн. євро, а страховика, який займається страхуванням життя, – 1,5 млн. євро. Зокрема, загальний розмір внесків страховика до статутних фондів інших страховиків не може перевищувати 30% його власного статутного фонду, в т. ч. розмір внеску до статутного фонду окремого страховика не може перевищувати 10%. Ці

³⁰ У лютому 1891 р. у Відні розпочалися парламентські слухання проекту Закону про обов'язкове страхування, тому згідно з проектом статуту страхове товариство "Дністер" було створене не лише для взаємного страхового обслуговування всіх його учасників, а й їхнього економічного та політичного об'єднання [197, с. 29–36].

вимоги не поширюються на страховика, який здійснює види страхування, відмінні від страхування життя, у разі здійснення ним внесків до статутного фонду страховика, який здійснює страхування життя. Крім того, для формування статутного фонду заборонено використовувати векселі, кошти страхових резервів, а також кошти, отримані в кредит, позику і під заставу, та вносити нематеріальні активи. Відповідно за станом на 1 січня 2005 р. власний капітал страховиків становив 11763,8 млн. грн. і порівняно з відповідним періодом 2003 р. зріс у 1,7 раза. Кількість страховиків за розміром власного капіталу: 27 страховиків мали капітал більше 100 млн. грн.; 19 – від 50 до 100 млн. грн.; 188 – від 10 до 50 млн. грн.; 142 – від 5 до 10 млн. грн. та 15 страховиків мали капітал до 5 млн. грн. Загалом величина сформованих страхових резервів у 1999 р. становила 537 млн. грн., 2000 р. – відповідно 959, 2001 р. – 1184,2, 2002 р. – 1898,2, 2003 р. – 3775 і в 2004 р. – 8272,2 млн. грн., або зросли в 15,4 раза.

По-друге, у 2004 р. загальна сума страхових премій, що отримали страховики, становила 19431,4 млн. грн., і відношення чистих страхових премій до ВВП дорівнювало 5,62%, а валових страхових премій – 2,79% відповідно. Порівняно з аналогічним періодом 2003 р. загальна сума страхових премій зросла на 10295,8 млн. грн., або у 2,1 раза. Крім того, темпи приросту страхових премій порівняно з попередніми роками становили: у 2001 р. (порівняно з 2000 р.) – 42%, 2002 р. – 46,6%, 2003 р. – 105,7% і в 2004 р. – 112,7% відповідно. Так, у 2004 р. страхові виплати дорівнювали 1540,3 млн. грн., а темпи приросту у 2001 р. (порівняно з 2000 р.) – 4,2%, 2002 р. – 28,1%, 2003 р. – 58,5%, а у 2004 р. – 79% відповідно. Варто зауважити, що у 2004 р. прискорилися темпи зростання страхових премій зі страхування життя – 453,8%, добровільних видів майнового страхування – 206,2% (таблиця 4.14).

Як бачимо, ринок страхування є одним із сегментів економіки, який динамічно розвивається, незважаючи на те, що на ньому значні обсяги діяльності стосуються неklasичного страхування (технології з оптимізації податків, неризикові схеми при майновому страхуванні). Збереження великої

частки спекулятивно-посередницьких операцій у портфелі послуг та у фінансових потоках свідчить про функціонування спекулятивно-фінансового капіталу. Загалом у міжнародній практиці вважають основними ознаками страхування наступні: майновий інтерес; вищий ступінь довіри сторін;

Таблиця 4.14

Валові страхові премії та валові страхові виплати за видами страхування в Україні (за 2002–2004 рр.)*

Види страхування	Валові страхові премії						Валові страхові виплати					
	2002 рік, млн.грн.	до попереднього	2003 рік, млн.грн.	до попереднього	2004 рік, млн.грн.	до попереднього	2002 рік, млн.грн.	до попереднього	2003 рік, млн.грн.	до попереднього	2004 рік, млн.грн.	до попереднього
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Страхування життя	23,9	152,2	72,9	305,0	186,9	256,4	2,7	56,3	2,6	96,3	11,8	453,8
Види страхування інші, ніж страхування життя, у тому числі:												
добровільне особисте страхування	4418,2	146,5	9062,4	205,1	19244,4	212,4	540,4	128,9	858,0	158,8	1528,5	178,1
добровільне майнове страхування	257,6	129,4	368,2	142,9	414,6	112,6	146,8	127,4	182,4	124,3	347,6	190,6
добровільне відповідальності	3413,8	153,6	7734,4	226,6	16612,7	214,8	227,4	154,2	447,9	197,0	923,6	206,2
добровільне відповідальності	341,2	140,4	451,3	132,3	1567,2	347,3	54,8	120,2	56,2	102,6	47,9	85,2

недержавне обов'язкове страхування	350, 5	126, 6	459, 6	131,1	562,1	122,3	59, 2	139, 9	124, 4	210, 1	130, 9	105, 2
державне обов'язкове страхування	55,1	74, 8	48,9	88,7	87,8	179,6	52, 2	76, 0	47, 1	90, 2	78,5	166, 7
Всього	444 2,1	146 ,6	9135 ,3	205,7	1943 1,3	212,7	543 ,1	128 ,1	860 ,6	158 ,5	1540 ,3	179, 0

* Розраховано за: даними Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг України.

причинно-наслідковий зв'язок між збитками і подіями, що їх зумовили; виплата відшкодування у розмірах реального збитку і суброгація.

По-третє, зауважимо, що в 2004 р. частка перших трьох страхових компаній із надходжень валових страхових премій від загальних страхових премій становила 22,3% (у 2002 р. – 18,1%, 2003 р. – 23,1%). До найбільших компаній належать "Лемма", "Кремень" і Земська страхова компанія (таблиця 4.15).

Таблиця 4.15

Рейтинг страхових компаній non-life-ринку за обсягами страхових платижив у порядку їхнього зменшення за 2003 р.*

№ з/п	Назва компанії	Страхові платежі		Страхові виплати		Страхові резерви		Активи	
		млн. грн.	у % до попереднього року	млн. грн.	у % до попереднього року	млн. грн.	у % до попереднього року	млн. грн.	у % до попереднього року
1.	"Лемма"	665,58	48,24	26,12	147,90	255,71	44,15	917,26	96,96
2.	"Кремень"	342,10	91,09	3,36	7281,10	107,17	22,80	382,16	166,22
3.	Земська страхова компанія	286,63	115,51	23,27	-	55,880	-37,60	474,18	158,96
4.	"Оранта"	226,77	27,90	85,04	-12,18	61,06	52,06	112,57	24,17
5.	"Кредо-класик"	170,13	34,72	59,30	718,86	58,09	20,99	126,38	56,50

6.	"Еталон"	145,89	105,45	6,19	11742,26	55,72	36,58	138,00	88,80
7.	"Аура"	136,45	164,83	7,78	324,61	42,69	120,87	193,84	175,75
8.	"Аска"	130,46	114,23	20,15	25,43	62,31	97,07	91,17	25,33
9.	"Остра-Київ"	119,59	19,59	49,30	19,37	42,00	11,82	72,47	18,86
10.	Українська пожежно-страхова компанія	110,32	83,78	7,14	67,80	38,33	82,82	68,39	29,24
11.	Страхова група ТАС	110,12	30,73	16,15	147,83	50,57	22,48	189,47	34,02
12.	Алькона	108,32	248,86	20,50	5,71	30,47	232,71	40,86	41,89

* Складено за даними [355].

Сучасні тенденції розвитку вітчизняних компаній зумовлені специфікою страхової діяльності з розподілу і перерозподілу прийнятих на страхування ризиків. Відповідно, це виявляється в наступному: концентрації страхового і перестраховального капіталу у вигляді злиттів і придбань страхових та перестрахових компаній; підвищення вимог до вітчизняних страхувальників, що орієнтуються на оптимальне співвідношення ціни й якості страхових послуг.

У цілому капіталізація страхових компаній відбувається за рахунок ефективного використання як внутрішніх ресурсів, так і зовнішніх джерел внаслідок злиттів та поглинань. Даний процес можна пояснити тим, що при відкритті ринку для іноземного капіталу страхові компанії мають не тільки зберегти свій сегмент ринку, а й повинні домогтися успішної економічної стратегії.

До позитивних сучасних тенденції слід віднести наступні: поступова зміна функцій і характеру страхування, зростання значення його як ефективного та доступного засобу захисту майнових інтересів суб'єктів господарювання й громадян. Проте страховий ринок, що формується, ще не сповна забезпечує надання страхових послуг, пов'язаних із захистом майнових інтересів суб'єктів господарювання; основна причина в обмежених реальних економічних можливостях страхових компаній виконувати договори страхування і певній недовірі страхувальника до цих фінансових установ.

Зауважимо, що страховий бізнес має певні обмеження щодо розвитку через надмірності нормативів і складності процедур; зберігається тенденція розриву між сумами зібраних страхових премій та виплатами страхових відшкодувань; серед видів страхування значну питому вагу займає обов'язкове страхування (державне, недержавне); деякі страхові компанії працюють тільки з визначеними групами ризиків (медичне страхування, страхування підприємств паливно-енергетичного комплексу тощо); є реальна потреба у формуванні стійкого попиту на страхові послуги серед юридичних та фізичних осіб на основі надання якісного страхового захисту і застосування досвіду управління ризиками.

Слід враховувати, що на світовому страховому ринку активізувалися процеси зрощування страхового, банківського і промислового капіталу, що сприяє формуванню транснаціональних фінансових груп, які відстежують можливості освоєння нових ринків. На практиці вітчизняним компаніям доцільно ширше використовувати нові фінансові інструменти для забезпечення конкурентних переваг. Зокрема те, що відбувається конвергенція традиційних форм і видів страхових та фінансових послуг і виникнення на цій основі альтернативного страхування й перестраховування, а також поширюється сек'юритизація як одна з основних форм управління страховими ризиками. У даному контексті вступ до Світової організації торгівлі страхові компанії мають розглядати як один із способів усунення суттєвих деформацій у регулюванні вітчизняного страхового ринку, а також розширення можливостей захисту своїх інтересів на світовому ринку за допомогою налагоджених механізмів саме цієї організації.

У перспективі страховим компаніям доцільно приділяти більше уваги розвитку довготермінових накопичувальних видів страхування (пенсійне страхування, страхування життя). Наприклад, страховим компаніям потрібно розробляти перспективні пенсійні схеми для участі в реформі державної пенсійної системи. Це зумовлено ще й тим, що податкові пільги з пенсійного страхування зацікавлюють підприємство у співробітництві за наявності

відпрацьованих схем "страхова компанія – пенсійний фонд" у сфері додаткового недержавного пенсійного забезпечення.

Варто зазначити, що на світових фінансових ринках одними з найпотужніших учасників є саме пенсійні фонди. Проте розвиток системи пенсійного забезпечення населення й виплата державних пенсій завжди були в економічній науці складними і багатогранними проблемами. З огляду на це наведемо кілька цікавих історичних фактів. Наприкінці XIX ст. в Австралії та Великій Британії відмовилися від принципу страхування. Відповідно до державної доктрини особи, які мають отримати пенсію за віком, не зобов'язані були вносити страхові внески у страхову компанію. Ці держави зобов'язувалися порівняно скромно матеріально забезпечити всіх пенсіонерів за рахунок загальнодержавних коштів. Першою країною, що здійснила таке державне пенсійне забезпечення, була Нова Зеландія, видавши в 1898 р. закон "Old Age Pension Act", 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 відбували покарання за злочини, відрізнялися "порядним життям і моральністю" [384, с. 285].

Як показовий приклад успішного вирішення проблем пенсійного забезпечення – пенсійна реформа, здійснена у Чилі. У пенсійних фондах Чилі беруть участь 3 млн. 400 тис. вкладників при загальній чисельності населення 20 млн. осіб; вік 72% учасників меншим від 35 років; нагромаджено понад 35 млрд. дол. США і 12 млрд. дол. США передано компаніями страхування життя для забезпечення довічної ренти. Середньорічна дохідність коштів складає 10,3% при тому, що пенсія на рівні 70% зарплати досягається при рентабельності 4%. Зауважимо, що понад 26% зростання валового національного продукту було забезпечено за рахунок саме пенсійної реформи [177, с. 15]. Можна констатувати, що в реформу повірили близько 17% населення переважно молодого віку. Такий досвід варто врахувати, на нашу

думку, при визначенні основних макроекономічних показників та переконанні учасників процесу в ході проведення пенсійної реформи в нашій державі.

В Україні із самого початку реформування економіки приділяли особливу увагу створенню адекватного організаційно-правового механізму пенсійного забезпечення. В економічній літературі активно обговорювали проблематику оптимізації рівня пенсійного забезпечення з метою зниження потреби пенсіонерів у оплачуваній роботі для забезпечення належного рівня життя [401, с. 81]. Зауважимо, що Закон України "Про пенсійне забезпечення" від 5 листопада 1991 р. № 1788-ХІІ сприяв становленню національної системи пенсійного забезпечення і поступовій зміні 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. Водночас країни-претенденти, які бажають стати повноправними членами Європейського Союзу, мають модифікувати свою пенсійну систему з метою забезпечення умов для дотримання трьох основних принципів: прав людини, засад демократії та розвитку ринкової економіки.

Пенсійна реформа стала важливим кроком до входження в європейську спільноту, оскільки сприяє зниженню соціальної напруженості у суспільстві та розвитку ринку фінансового капіталу в Україні. Справа в тому, що криза солідарної пенсійної системи зумовлена й впливом на неї демографічної ситуації, яка суттєво торкається економіки і могла мати непередбачувані наслідки. Цілком зрозуміло, що постійне зменшення кількості населення і зміна його демографічних характеристик впливають на фінансовий стан пенсійного забезпечення. Так, у 2003 р. кількість активного населення працездатного віку становила приблизно 22 млн. осіб, і налічувалося 14 млн. пенсіонерів (пенсію отримували 13,6 млн. осіб). Зокрема, за прогнозними розрахунками після 2010 р. відчутним для України стане співвідношення між кількістю осіб

працездатного віку та кількістю осіб віком понад 60 років, яке зменшиться з 3:1 до 2:1 [332, с. 6]. Відповідно впливає, що таке суттєве зростання кількості пенсіонерів потребуватиме змін у структурі економіки, і зокрема збільшення матеріального забезпечення соціальної сфери та створення певних умов для проживання цієї групи населення.

Становлення принципово нової системи забезпечення соціальних гарантій у суспільстві – складний і відповідальний процес. Для впровадження реформ здійснюють наступні заходи: стабілізацію діяльності Пенсійного фонду України та його фінансового стану; створення систематизованої бази даних персоніфікованого обліку для призначення пенсій (як один із напрямків детінізації економіки); прийняття відповідних нормативно-правових актів. Заміна системи вітчизняного соціального забезпечення на систему пенсійного страхування відбувається вже понад 10 років та є тісно пов'язаною з макроекономічними чинниками. У той же час слід зазначити, що на законодавчому рівні досить повільно вирішують дві основні проблеми: яку частину ВВП потрібно спрямувати у накопичувальну пенсійну систему та в яких обсягах зростання ВВП має забезпечувати утримання пенсіонерів, гарантуючи їм цивілізоване проживання.

Системний підхід дає змогу виокремити дві схеми нагромадження пенсійних коштів: 1) схема з фіксованими внесками (dici) – закладена у вітчизняне законодавство (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) є подібною до солідарної системи пенсійного забезпечення (розмір пенсій встановлюють заздалегідь; залежить від трудового стажу, розміру заробітної плати напередодні виходу на пенсію тощо). Проте важко визначити суму внесків в умовах зміни кон'юнктури економіки, можливих інфляційних та фінансових ризиків, а також традиційного використання роботодавцями різноманітних схем виплати заробітної плати. У промислово розвинутих країнах таку схему обирають переважно

високооплачувані працівники з тривалим стажем роботи на одному підприємстві. Відповідно, загалом усю матеріальну відповідальність, ефективність контролю та ризики перекладають на роботодавців.

Дві схеми можуть ефективно працювати окремо і взаємодоповнювати одна одну за умови дотримання міжнародних стандартів управління пенсійними коштами, що визначають наступні параметри: безпеку інвестування, диверсифікацію інвестицій, ліквідність та ефективне довірче управління. З огляду на згадані параметри доцільно визначитися щодо наступних питань, які забезпечують правові засади діяльності вітчизняних пенсійних фондів.

По-перше, оскільки невирішені проблеми системи пенсійного забезпечення спричиняють соціальну напруженість у суспільстві, то держава має здійснювати постійний контроль у цій сфері. Зокрема, насамперед забезпечувати держаний контроль за розміщенням коштів із накопичувальних рахунків у прибуткові вітчизняні підприємства³¹.

За останні роки державні структури налагодили контроль за виплатою пенсій. Важливим було прийняття постанови Кабінету Міністрів України "Про заходи щодо підвищення ефективності управління фінансами пенсійного забезпечення" № 1349 від 12 вересня 2002 р., згідно з якою всі рахунки органів Пенсійного фонду України перевели на розрахунково-касове обслуговування в Державний ощадний банк України. Проте пенсійне обслуговування здійснювали у внутрішньому режимі, тобто всі проблеми вирішували за рахунок власних пенсійних коштів держави, що значною мірою перешкоджало залученню додаткових коштів (інвестицій) для виплати пенсій.

Згідно зі Законом України "Про загальнообов'язкове державне пенсійне страхування" від 9 липня 2003 р. № 1058-IV передбачено формування накопичувального пенсійного фонду – цільового позабюджетного фонду, що акумулює страхові внески застрахованих осіб, які обліковують на

³¹ У монографії О. Квасова "Фінансовий капітал і фінансова олігархія Канади" зазначено, що впродовж післявоєнного періоду всі канадські фонди пенсійних заощаджень були зобов'язані щонайменше 90% усіх коштів розміщувати в акції та облігації тільки канадських фірм [228, с. 111]. Відповідно, визначені протекціоністські заходи сприяли не лише розвитку фондового ринка, але й зміцненню національної економіки Канади.

накопичувальних пенсійних рахунках та інвестують з метою отримання інвестиційного доходу, а також недержавних пенсійних фондів, котрі створюються та діють відповідно до законодавства про недержавне пенсійне забезпечення. Так, недержавне пенсійне забезпечення можуть здійснювати пенсійні фонди, страхові компанії при укладанні договорів страхування довічної пенсії, а також банківські установи при відкритті пенсійних депозитних рахунків для нагромадження пенсійних заощаджень. Прийняття законодавства про трирівневу пенсійну систему сприяло початку діяльності нових потенційних учасників фінансового сектору – компаній з управління активами і недержавних пенсійних фондів (корпоративних, професійних та відкритих). Тому наведемо окремі міркування про деякі переваги функціонування недержавних пенсійних фондів з огляду на потреби вітчизняної системи пенсійного страхування (таблиця 4.16).

У цілому труднощі початку функціонування недержавних пенсійних фондів зумовлені, з одного боку, законодавчо встановленими високими критеріями відповідальності фондів за їхню діяльність (зокрема, тривала процедура реєстрації, підготовки відповідних кадрів, пошук управляючого

Таблиця 4.16

Деякі особливості діяльності недержавних пенсійних фондів

№ з/п	Показники	Особливі характеристики
1.	Учасники пенсійного процесу:	
1.1.	державна	державне регулювання діяльності недержавних пенсійних фондів регламентує Закон України "Про недержавне пенсійне забезпечення", контроль з боку Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг і Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку України
1.2.	недержавний пенсійний фонд (НПФ)	<p>пропонує схеми додаткового пенсійного забезпечення, що дають змогу впливати на розмір майбутньої пенсії</p> <p>працедавці через НПФ можуть оптимізувати свої фінансові ресурси і податкові виплати, стимулювання персоналу</p> <p>працівники мають змогу отримати додаткові пенсійні виплати</p> <p>вклади, внесені у НПФ на користь працівників чи самими працівниками, акумулюються та інвестуються у прибуткові активи</p>

		учасники НПФ після досягнення пенсійного віку отримуватимуть пенсію значно вищу, ніж може надати держава
1.3.	компанія з управління активами	компанія з управління активами пенсійним фондом, з якою рада фонду уклала угоду про управління таким НПФ
1.4.	банк-зберігач пенсійних активів	здійснює приймання, передачу, облік і забезпечує зберігання надходжень до пенсійного фонду та цінних паперів, що становлять його пенсійні активи, діє згідно з інвестиційною декларацією
2.	Інші чинники:	
2.1.	прозорість інформації	інвестиційну політику НПФ визначає інвестиційна декларація; адміністратор фонду раз на рік безкоштовно надає кожному учасникові пенсійного фонду випуску з його індивідуального пенсійного рахунку про стан пенсійних активів, що належать цьому учасникові
2.2.	система захисту пенсійних накопичень	розподіл функцій обліку та зберігання активів пенсійного фонду між адміністратором, компанією з управління активами і банком-зберігачем дають змогу максимально знизити ризики інвестування

активами, регламентація вкладення залучених коштів), з іншого боку, виникають складнощі з визначенням прибутковості діяльності цих фондів принаймні на найближчих 5 років. На практиці підприємства – учасники корпоративних пенсійних фондів зможуть відповідно до обраної пенсійної схеми розміщувати вільні кошти (пенсійні інвестиції) у власні акції та облігації, а також на депозити у банках. Одночасно робочі групи у банках розробляють супутні пенсійні схеми та технологічні карти щодо приєднання до пенсійних фондів юридичних осіб і надання послуг фізичним особам. Варто зауважити, що по-перше, пенсійна схема є невід’ємним додатком до статуту пенсійного фонду, у якому визначені умови і порядок недержавного пенсійного забезпечення, що здійснює пенсійний фонд, а зміни до пенсійних схем підлягають реєстрації у Держфінпослуг. Отже, пенсійні схеми відстежують залежність пенсійних виплат від сум пенсійних внесків (наприклад, у Російській Федерації лише 1% зареєстрованих схем передбачає встановлення пенсійних виплат незалежно від розміру внесків).

По-друге, відповідно до розпорядження Президента України "Про заходи щодо забезпечення захисту активів недержавних пенсійних фондів" від 14 квітня 2003 р. № 92/2003-рп Держфінпослуг розробив механізм оперативного

моніторингу ефективності управління недержавними пенсійними фондами та оцінки платоспроможності компаній з управління активами цих фондів. Зрозуміло, що пропозиції деяких економістів про доцільність встановлення податкових пільг для недержавних пенсійних фондів суперечать стратегії й вимогам вступу України у СОТ [158, с. 12]. Проте певні податкові пільги сприятимуть активізації діяльності корпоративних фондів, які зможуть спрямовувати акумульовані пенсійні кошти на купівлю цінних паперів підприємств-учасників фондів, а також розміщувати на депозити у банках.

По-друге, необхідно запровадити систему державних гарантій збереження пенсійних відрахувань та інвестицій. Тому може виникнути потреба у створенні (відновленні діяльності) 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 і забезпечення державного регулювання ринків фінансових послуг варто законодавчо встановити засади функціонування страхового фонду та порядок відшкодування вкладів вкладникам пенсійних недержавних фондів-банкрутів. Зокрема, фонд має гарантувати кожному вкладникові відшкодування коштів за його вкладами, включаючи відсотки, у розмірі вкладів на день настання недоступності вкладів. Встановлений мінімальний розмір відшкодування коштів за пенсійними вкладами, у т. ч. відсотки, за рахунок фонду можна регулювати згідно з рішеннями його ради залежно від тенденцій нагромадження пенсійних ресурсів. Відповідно регуляторні органи мають приділяти більшу увагу дотриманню фондами задекларованих пенсійних схем, правил інвестування активів та економічних нормативів надійності фондів.

Варто зауважити, що об'єктами інвестування можуть бути акції та облігації іноземних емітентів, що перебувають в обігу на організованих фондових ринках і належать до лістингу Нью-Йоркської, Лондонської, Токійської, Франкфуртської бірж чи торговельно-інформаційної системи NASDAQ. При подібному підході національні пенсійні системи промислово розвинутих країн здійснюють протекціоністську політику щодо фінансових

шахрайств та протидіють створенню фінансових пірамід на фондових ринках. Проте суттєва залежність систем пенсійного забезпечення від приватного сектору економіки не гарантує достатньої безпеки. Зокрема, банкрутство компанії Енрон (Enron) знецінило пенсійні активи у сумі 2,1 млрд. дол. США і торкнулося приватних інтересів 13 млн. американців [332, с. 6].

У цьому контексті очевидно, що варто більше орієнтуватися на інвестування пенсійних коштів у реальний сектор економіки (спільні інноваційні проекти, технопарки тощо) у межах, зокрема Єдиного економічного простору. З таких позицій варто враховувати, що у Російській Федерації через 8–10 років пенсійні резерви мають досягти 40% рублевої маси (приблизно 100–150% усіх інших строкових приватних національних інвестицій у країні) [441, с. 69]. Крім того, в цій країні вже відбулося становлення недержавних пенсійних фондів та відпрацьовано відповідну нормативно-правову базу. Якщо проаналізувати напрямки інвестування, то у 1996 р. в державні цінні папери фонди інвестували 68,5% загальної вартості пенсійних активів, а вже у 2000 р. – 14,6%, тоді як у цінні папери інших емітентів – відповідно 12,8 і 66,5% (додаток Р). Дана тенденція зумовлена тим, що більшість НПФ створили підприємства природних монополій і великі об'єднання (наприклад, ГАЗФонд, Сургутнафтогаз), які залучили пенсійні кошти через розміщення цінних паперів у інвестування підконтрольних сегментів економіки.

По-третє, важливим є питання інвестиційної дохідності. Проблема дохідності пенсійних фондів залишиться актуальною, оскільки вітчизняний ринок фінансового капіталу ще недостатньо підготовлений для роботи з довготерміновими вкладеннями такого типу. Разом з тим, світові фінансові ринки акумулювали значні ресурси національних пенсійних систем, які загалом ефективно спрямовують на інвестування реального сектору економіки, хоч у кінцевому підсумку прибутковість цих вкладень поступово зменшується. Відповідно, цілком очевидно, що для оптимізації вкладень варто врахувати наступні аспекти:

1. Обрана модель пенсійної реформа спрямована загалом на підвищення ефективності використання державних фінансових ресурсів. Оскільки відбувається перехід на тристороннє управління фондами загальнообов'язкового державного соціального страхування (роботодавці, профспілки на паритетних із державою засадах), то відповідно, і пріоритети треба узгоджувати – прибутковість чи ліквідність при розміщенні коштів.

При такому підході жодний з інституційних учасників недержавної системи також не має права самостійно розпоряджатися пенсійними активами, а система зберігання та управління цими активами забезпечує їхнє фактичне відокремлення від власних активів засновників та менеджменту фондів. Пенсійні кошти можна використовувати для довготермінового інвестування, тому всі учасники даного процесу мають відпрацювати узгоджені схеми ефективного їхнього використання з урахуванням обраної промислово-інвестиційної політики.

2. Втім, необхідно зазначити, що в Україні триває курс на пріоритетність саме інноваційного напрямку розвитку вітчизняної економіки і відповідно здійснюють заходи для реального його втілення. При цьому узгоджують основні засади відбору державними установами інноваційно-інвестиційних проектів (зокрема дискутують, які юридичні особи мають визначати і розробляти проекти – підприємства-позичальники чи державні відомчі структури). Тому для забезпечення ефективності довготермінового вкладення коштів пенсійні фонди мають інвестувати у проекти, які вони самостійно відбирають на тендерних умовах, здійснюють їх незалежну оцінку (а не задекларовану згідно з умовами конкурсу) і подальший моніторинг цих проектів. Водночас вкладання 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) варто здійснювати лише за наявності гарантій вищих державних органів влади і на суто ринкових засадах. Проте одночасно слід продовжувати пошук дохідних, ліквідних та довготермінових

фінансових інструментів (новітні банківські технології) на ринку фінансового капіталу з метою забезпечення високоприбуткового розміщення пенсійних коштів.

Крім того, у перспективі з метою уникнення можливих системних ризиків втрати державою належних їй цінних паперів (прав власності) передбачається передати Фонду державного майна України державні пакети акцій, що є у власності державних холдингових компаній, а перелік відповідних державних холдингів визначатиме 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 вітчизняними фінансовими посередниками.

3. Поряд із промислово-інвестиційним напрямком розміщення пенсійних коштів доцільно враховувати потреби соціально орієнтованого спрямування цих коштів. Оскільки більшість суб'єктів господарювання є приватизованими і самостійно досягають вирішення своїх фінансових та стратегічних цілей, то варто з урахуванням співвідношення оптимальності у макроекономічному вимірі більшу частину пенсійних заощаджень спрямувати на задоволення соціальних і житлових потреб людей, що сприятиме зниженню соціальної напруженості та зростанню довіри суспільства до нової системи фінансових послуг.

Йдеться передусім про те, що потенційними учасниками пенсійних фондів будуть доволі молоді люди, тому можливість поліпшення житлових умов шляхом розміщення певної частки пенсійних нагромаджень у програми будівництва стане суттєвим стимулом для залучення нових учасників. Досвід у житловому будівництві на базі холдингової компанії "Київміськбуд" і АКБ "Аркада" варто використати й в інших регіонах з урахуванням їхніх особливостей (відповідно враховувати економічний розвиток регіону, розвиненість інфраструктури). Зауважимо, що за рахунок майбутніх відрахувань можна надавати пільгові позики молодим сім'ям не лише для

будівництва житла, а й для фінансової підтримки навчання чи професійної переорієнтації.

4. Для поліпшення обслуговування учасників доцільно оптимізувати всі затрати, зокрема законодавчо впорядкувати реальні видатки пенсійних фондів (при підрахунку відсотку їх щодо чистих активів): оплату послуг депозитарія, керуючої компанії, аудиторів, реєстраторів, банківські послуги тощо.

Вирішенню проблем мікрокредитування і надання споживчих кредитів сприяють кредитні спілки, які є неприбутковими організаціями, заснованими фізичними особами, професійними спілками, їхнім об'єднаннями на кооперативних засадах із метою задоволення потреб членів цих спілок у взаємному кредитуванні та наданні фінансових послуг за рахунок об'єднаних грошових внесків членів кредитної спілки. З урахуванням цього капітал кредитної спілки складається з пайового, резервного та додаткового капіталів, а також залишку нерозподіленого доходу спілки і не може бути меншим 10% від суми її загальних зобов'язань. Відповідно формується резервний капітал за рахунок вступних внесків членів кредитної спілки та частини доходів кредитної спілки до моменту досягнення ним не менше 15% від суми активів, зважених на ризик кредитної спілки.

За даними Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг України, за станом на 1 січня 2005 р. в Україні було зареєстровано 610 кредитних спілок, що об'єднують 785,1 тис. членів (за 2005 р. кількість членів зросла на 59%), з яких 66,8 тис. членів мають вклади на депозитних рахунках і 302,9 тис. членів мають кредитні договори.

Загальна величина капіталу кредитних спілок становить 250,9 млн. грн. і сформована у наступному співвідношенні – 77,7% внески членів кредитних спілок, 15% – резервний капітал і 10% – додатковий капітал. Крім того, співвідношення капіталу до зобов'язань становить 41,4%. Варто зауважити, що групування спілок за величиною активів наступне: понад 5 млн. грн. – 5%, 500 тис. грн.–5 млн. грн. – відповідно 29%, 150–500 тис. грн. – 19, 50–150 тис. грн. – 15, і менше 50 тис. грн. – 32%. Структура загального кредитного портфеля

кредитних спілок є наступною: споживчі кредити – 55%; комерційні кредити (для господарської діяльності) – 12%; кредити, надані на інші потреби – 25%; кредити для вирішення житлових проблем – 6%; кредити, надані фермерським і особистим селянським господарствам – 2%.

З огляду на викладене, можна зробити наступні узагальнення: по-перше, відстежити певну неоднорідність цього сектору, оскільки більшість кредитних спілок мають невеликі активи (у 2004 р. не виконували норматив достатності капіталу 16% спілок), отже, обсяги операцій є обмеженими. По-друге, одночасно зі зростанням активів і капіталу виявляється збільшення непокритих збитків та висока заборгованість за проблемними й безнадійними кредитами (у 2004 р. обсяги непокритих збитків зросли в 1,3 раза і за станом на 1 січня 2005 р. дорівнювали 6,8 млн. грн.; 156 кредитних спілок (22% від загальної кількості) мали непокриті збитки, 328 спілок (47%) не мали доходів, 213 спілок (31%) мали нерозподілений дохід), що свідчить про недостатню врегульованість даного процесу. По-третє, майже 39% членів кредитних спілок не користується їхніми послугами, оскільки більшість спілок не залучає вільні грошові кошти членів на депозитні рахунки, а діють за рахунок обов'язкових і пайових внесків. По-четверте, понад 55% становлять споживчі кредити, що свідчить про обмежені можливості фінансових ресурсів і спрямованість діючих кредитних спілок працювати у сфері мікрокредитування. Крім того, є висока заборгованість за протермінованими та неповерненими кредитами (69,8 млн. грн.) і заборгованість за безнадійними кредитами (778,4 тис. грн.).

До пріоритетних напрямків розвитку кредитних спілок належать наступні: відпрацювання стандартів, яким повинна відповідати спілка; створення регіональних центрів із відповідною інфраструктурою; розробка та впровадження новітніх технологій. Подальший розвиток кредитних спілок потребує взаємодії державних регулятивних органів і саморегульованих організацій щодо фінансування заходів, спрямованих на підготовку та впровадження стабілізаційних програм.

Державна комісія з регулювання ринків фінансових послуг України має приділяти особливу увагу поліпшенню корпоративного управління, проведенню на ранніх стадіях упереджувальних заходів для недопущення банкрутства кредитних спілок та мінімізації ризиків у їхній діяльності. Так, у Канаді регулятивна стратегія передбачає "нульову" терпимість до кредитних спілок, діяльність яких не відповідає нормам, а також законодавчо визначено процедуру нагляду за діяльністю радою директорів спілки.

У світовій практиці захист учасників кредитних спілок базований на дотриманні двох концептуальних принципів: стабілізації і гарантуванні вкладів, тому функціонують окремо стабілізаційні фонди й організація страхування депозитів, або їхня комбінація. Для захисту вкладів учасників саморегульовані організації, зокрема Національна асоціація кредитних спілок (НАКС), мають відпрацювати заходи, що дадуть змогу своєчасно і в повному обсязі

РОЗДІЛ 5

ПРОБЛЕМИ ТА ПЕРСПЕКТИВИ ІНТЕГРАЦІЇ РИНКУ ФІНАНСОВОГО КАПІТАЛУ УКРАЇНИ У СВІТОВУ ФІНАНСОВУ СИСТЕМУ

5.1. Тенденції глобалізації та їх вплив на національні ринки фінансового капіталу

Зростання кількості країн із відкритою економікою сприяло формуванню нового глобального економічного простору, оскільки у міжнародному масштабі інтенсивно розвивається вся система ринкових відносин. Власне, глобалізаційні тенденції можна досліджувати в історичному ракурсі технічних революцій, які сприяли поштовху суспільного розвитку та міжнародної торгівлі: XVI–XVII ст. – текстильна революція, XIX ст. – поч. XX ст. – індустріальна, а з другої половини XX ст. – поч. XXI ст. – інформаційна революція. За такого підходу фундаментальні принципи глобалізації полягають у зміцненні єдності світового господарського комплексу й поширенні спільних норм і правил у процесі розвитку інноваційних технологій, засобів зв'язку, прогресивних поглядів та конструктивних ідей.

Глобалізація сприяє суттєвим економічним змінам, як влучно висловився Дж. Боугтон, "тихий революції" [447]. Загалом глобалізацію варто розглядати як багатофакторну взаємодію різноманітних явищ міжнародного життя суспільства: політичних, правових, економічних, соціальних, етнічних, психологічних тощо. Визнання процесу глобалізації у світовій економіці зумовлює потребу пошуку методів реалізації його практичної доцільності й урахування впливу на всіх рівнях розвитку суспільства. В економічній літературі представлено широкий спектр поглядів на сучасний етап глобалізації. Зокрема, В. Коллонтай стверджує, що розпочався етап "неоліберальної" глобалізації [234, с. 24], тобто має на увазі специфічний варіант інтернаціоналізації господарського, політичного і культурного життя

суспільства, зорієнтованого на форсування економічної інтеграції у глобальних масштабах із максимальним використанням науково-технічних досягнень та нехтуванням сформованих національних утворень, багатьох соціальних, культурно-цивілізаційних і природно-екологічних імперативів.

В іншому ракурсі дослідження на цю тему доцент Університету Прілепа (Македонія) С. Роцеска у доповіді "Глобалізація: синергетична розмаїтість" зазначив, що глобалізація суттєво впливає на розвиток країн-суб'єктів (globalization-makers) і країн-об'єктів (globalization-takers); негативні явища глобалізації потребують радикального перегляду політики провідних міжнародних економічних організацій і країн-лідерів [368, с. 15]. Водночас проф. Д. Полозенко слушно вважає, що фінансова глобалізація призводить до негативних наслідків там, де ігнорують інтереси держави, народу і надмірно виконують рекомендації зовнішніх кредиторів [340, с. 51–52].

З нашої точки зору, сучасними основними причинами глобалізації економіки є розширення ринкового простору, розвиток сукупності світогосподарських відносин та інтернаціоналізація виробництва, а також спільність економічних інтересів (матеріальна зацікавленість у міжнародному співробітництві). Що стосується основних недоліків глобальної економічної системи, то відомий фінансист Дж. Сорос чітко згрупував їх за п'ятьма основними критеріями: 1) нерівномірний розподіл благ; 2) проблема цінностей і соціальної згоди; 3) загроза наступу глобальних монополій та олігархій; 4) неоднозначна роль держави; 5) нестабільність фінансової системи [390, с. 35].

З урахуванням викладеного доцільно зупинитися на авторському підході до відстеження процесів, що впливають (як позитивно, так і негативно) на функціонування ринку фінансового капіталу.

По-перше, глобалізація зумовила об'єднання європейських країн, і нині сформувалося три потужні політично-економічні полюси інтересів – американський, європейський і азійський. Зростання міжнародної взаємозалежності країн спричинює:

– розвиток транснаціональних компаній (держави починають доволі агресивно лобіювати інтереси саме національних компаній та фінансового капіталу);

– глобальний розподіл праці (вводять обмеження міграції іноземної робочої сили, яка нині досягає майже 10%);

– потребу в міжнародній координації (узгодження норм і стандартів (технічних, екологічних, санітарних) тощо).

Нинішній 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 є "безмежною". Країни-лідери використовують у своїх геополітичних (економічних) інтересах усі засоби впливу на "периферію". Світовий фінансовий капітал, враховуючи тривалість трансформаційних етапів економік постсоціалістичних країн, розширює сферу свого впливу з метою отримання надприбутків.

Загалом же глобалізація на рівні окремої країни характерна ступенем взаємозв'язку її економіки та світової економіки у цілому. Виважена поетапна інтеграція нашої країни до світової економіки, з нашої точки зору, створює оптимальні умови для реалізації обраної моделі управління європейського зразка, яка забезпечить кращий та рівномірний доступ України і наших громадян до матеріальних благ цивілізації.

По-друге, можна констатувати, що глобалізація – це ера масштабної зміни цінностей, оскільки вища економічна влада ґрунтована не на власності на засоби праці, капітал, землю, а саме на володінні інформацією й інформаційними технологіями. Проте без динамічної та монетарно врегульованої економіки, конкурентоспроможного виробництва й достатнього рівня науки і техніки важко досягнути інноваційного розвитку задля підтримання оптимальних умов безперервності суспільного відтворення.

Очевидним є те, що соціально-політична сфера передбачає стабільність стратегії економічного і політичного розвитку суспільства, оптимізацію макроекономічних показників, цивілізоване ставлення до прав власності, вирішення проблем безробіття (зайнятості населення) та боротьби з корупцією. Одночасно сфера інформаційних технологій потребує певного розвитку інформаційної інфраструктури, відповідних матеріально-технічних засобів і кваліфікованих кадрів.

По-третє, на початку XXI ст. однією з основних цілей глобалізації було забезпечення поступального та пропорційного розвитку світової економіки, але, на жаль, стійкішою виявилася тенденція поглиблення розриву в економічному зростанні між країнами, прискорилися та ущільнилися кризові явища у промислово розвинутих країнах, а також відчутно зубожіли малорозвинуті країни і країни, що розвиваються.

Поступово змінюється співвідношення сил між державами і новими центрами прийняття світових політико-економічних рішень, оскільки потужними учасниками стають представники фінансово-промислової надіндустрії (за узагальненням Дж. Сороса, "глобальних монополій та олігархій"). За таких обставин корпорації та фінансові установи за допомогою активізації принципів лібералізації вишукують способи уникнення державного втручання (регулювання), оптимізації сплати податків, мінімізації виконання різноманітних програм соціального забезпечення і контролю з боку міжнародних моніторингових установ. Іншими словами, вони вишукують можливості перекласти на ринок відповідальність за існуючі проблеми як мікроекономічного (прорахунки топ-менеджерів, недостатньо зважена цінова політика тощо), так і макроекономічного (фінансові кризи, сповільнення світового економічного розвитку, форс-мажорні обставини) рівнів розвитку. Проте глобалізація модифікує проблематику доцільності й перспектив вкладення фінансовими установами своїх капіталів, наприклад, у стратегічні проекти української економіки – варто орієнтуватися лише на можливу

достатньо високу прибутковість у майбутньому чи враховувати зручну політичну ситуацію.

По-четверте, за 2001–2004 рр. у світовій економіці намітилася тенденція до сповільнення економічного зростання. Це зумовило проведення більшістю промислово розвинутих країн протекціоністських заходів щодо захисту національних виробників, посилення контролю за рухом капіталів, розгортання соціальної підтримки незахищених верств населення тощо. Відповідно зменшили й обсяги міжнародних інвестицій³².

Із метою зниження можливих негативних соціальних наслідків процесу глобалізації та сприяння безпеці економічного розвитку промислово розвинути країни (країни “великої вісімки” (G-8), учасники Всесвітнього економічного форуму) узгоджують основні тенденції та перспективи розвитку світової економіки³³. Слід зазначити, що для уникнення рецесії ці країни здійснюють економічні заходи, спрямовані на пом’якшення грошово-кредитної політики, збільшення державних витрат на зміцнення безпеки та зменшення податкового навантаження з метою стимулювання національної економіки до впорядкованішого споживання. Враховуючи, що оскільки глобалізація економіки сприяє зростанню матеріальної зацікавленості в економічному співробітництві між країнами, більшість держав цілеспрямовано здійснює дискреційну політику, спрямовану на свідоме регулювання доходів і видатків для поліпшення економічного становища країни.

По-п’яте, традиційне економічне суперництво між промислово розвинутими країнами поступово переходить у фінансову сферу³⁴.

³² У 2001 р. міжнародні інвестиції зменшилися на 50% і становили 753 млрд. дол. США), скорочується кількість міжнародних злиттів компаній (у 2000 р. – 175, у 2001 р. – 113 злиттів), знижується внутрішній попит на товари (послуги) у розвинутих країнах, обсяги світової торгівлі [124, с. 20].

³³ 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 загальну суму боргів найбідніших країн оцінюють у 74 млрд. дол. США).

³⁴ На даному етапі Західна Європа перебуває в кращому стані, оскільки у 2001 р. темпи зростання ВВП були найвищими саме тут; на Західну Європу припадає 16% світового експорту, а на США – 12%; США почали втрачати першість у наукоємних галузях та сільському господарстві. Крім того, у 2002 р. 13 країн

Максимо В. Енг, Френсіс А. Лис, Лоуренс Дж. Мауер вважають, що світове фінансове середовище включає міжнародні фінансові ринки, міжнародну банківську справу, фінанси міжнародних корпорацій та міжнародні портфельні інвестиції [279, с. 3–11]. Загалом фінансова сфера охоплює взаємодію фінансових операцій на світовому рівні, аналіз фінансової діяльності на макро- і мікрорівнях, а також всебічний процес міжнародних фінансових операцій. У підручнику "Міжнародні фінанси" за редакцією О. Рогача визначено, що світовий фінансовий ринок – це система ринкових відносин, котра забезпечує акумуляцію та перерозподіл міжнародних фінансових потоків [393, с. 51]. Л. Красавіна розглядає світовий фінансовий ринок як частину ринку позичкових капіталів, де переважно здійснюють емісію, купівлю-продаж цінних паперів, у т. ч. в євровалютах [297, с. 375–376].

У зв'язку з цим важливо уточнити означення поняття "світовий ринок капіталів". С. Соколенко вважає, що світовий ринок капіталів є частиною світового ринку позичкових капіталів, у якому капітал виступає у вигляді не грошей, а самозростаючої вартості та його оформляють у формі банківських кредитів і довготермінових позик [386, с. 368]. С. Боринець і О. Василик зазначили, що головне призначення міжнародного ринку – у забезпеченні перерозподілу між країнами акумульованих вільних фінансових ресурсів для сталого економічного розвитку світового господарства та отримання від цих операцій певного доходу [117, с. 22; 130, с. 372]. Структура фінансових ринків містить: кредитний ринок, грошовий (валютний) ринок, ринок цінних паперів, ринок капіталів (фондовий ринок). Оскільки при отриманні коштів на кредитній основі їхній власник не змінюється, а при купівлі цінних паперів власник коштів змінюється, то такі ринки слід розглядати окремо. Поділяємо цю точку зору і вважаємо, що зі згаданих позицій доцільно розглядати світовий ринок капіталів з урахуванням наступних аспектів: 1) світовий ринок капіталів є не єдиним ринком, а об'єднанням взаємозалежних ринків, на яких здійснюють

Європейського Союзу перейшли до готівкового євро, що підриває світове панування американського долара. У США відчувається тенденція скорочення залучення капіталу – з 124 млрд. дол. США у 2001 р. до 44 млрд. дол. США у 2002 р. [148, с. 51].

обмін активами у світовому масштабі; 2) ринок капіталів функціонує у межах світових фінансових центрів; 3) складовою міжнародного ринку капіталів є міжнародна торгівля валютою на валютному ринку; 4) основні учасники світового ринку капіталів – державні установи, центральні й національні банки, міжнародні фінансові інституції та корпорації. Свою діяльність учасники узгоджують зі спільними економічними інтересами і бажанням досягнення прибутковості, а сучасні багатосистемні схеми співпраці, інноваційні технології та електронні комп'ютеризовані засоби комунікації дають змогу оперативно реагувати на кон'юнктуру і контролювати більшість сегментів фінансового ринку.

Підсумовуючи викладені положення, можна сформулювати їх у вигляді наступних основних аспектів: по-перше, на початках поступальна інтеграція ринків капіталу відкривала доступ до інвестиційних ресурсів і стимулювала розвиток фінансових секторів економік лише окремих країн, у яких вже функціонувала розвинута фінансово-кредитна інфраструктура; по-друге, глобалізація супроводжується зростанням масштабності й мобільності капіталів у напрямку фінансових ринків країн, що мають не тільки розвинену грошово-кредитну систему, а й дають змогу отримувати вищі прибутки; по-третє, з часом зі стихійного явища глобалізація перетворилася на інституціонально оформлений процес сучасної економіки, тому важливо навчитися ним керувати і користуватися його перевагами.

Процес модифікації світової економіки вплинув і на інтенсивність міжнародних кредитних, валютних, фондових, комерційних і торговельних операцій, що сприяло формуванню світового ринку фінансового капіталу, який є важливим засобом обігу вільних фінансових ресурсів та здійснення міжнародних розрахунків. Оскільки значні обсяги капіталів зосереджено саме у промислово розвинутих країнах, то стан фінансової системи суттєво залежить від урегульованості циклів руху капіталів у цих країнах, а також від економічної, соціально-політичної, правової сфер і можливостей сучасних інформаційно-комп'ютерних технологій. При цьому особливої уваги заслуговує

відстеження тенденцій грошових потоків у країни, що розвиваються (таблиця 5.1).

Таблиця 5.1

Грошові потоки в країни, що розвиваються (за 2002–2005 рр.)*

№ з/п	Грошові потоки	Роки							
		2002		2003		2004		2005 (прогноз)	
		млрд. дол. США	у %	млрд. дол. США	у %	млрд. дол. США	у %	млрд. дол. США	у %
1.	Грошові по-токи приват-ного сектору – всього:	124,9	100,0	210,6	100,0	279,0	100,0	275,8	100,0
	у т. ч.:								
1.1.	Інвестиції в акції – всього:	117,6	94,16	122,5	58,17	165,3	59,21	176,6	64,00
	з них:								
1.1.1.	прямі	116,5	93,27	90,6	43,02	129,5	46,42	142,8	51,78
1.1.2.	портфельні	1,1	0,88	31,8	15,10	35,8	12,79	33,8	12,22
1.2.	Боргові вкладення – всього:	7,3	5,84	88,1	41,83	113,8	40,79	99,3	36,00
	з них:								
1.2.1.	комерційні банки	-6,8	-5,44	26,4	12,54	49,2	17,63	42,2	15,30
1.2.1.	небанківські вкладення	14,1	11,29	61,6	29,25	64,6	23,15	57,1	20,70
2.	Міжнародні фінансові інституції	8,1	6,49	-7,0	-3,32	-10,9	-3,91	-16,6	-6,02

*Джерело: Major Gains Seen in Capital Flows to Emerging Markets / Press Release / Washington, DC, 2005, January 19. Джерело: [139, с. 23].

Як видно з даних табл. 5.1, принциповим є те, що міжнародні фінансові інституції поступово зменшують фінансування країн, які розвиваються. Так, якщо у 2002 р. вони спрямували 8,1 млрд. дол. США (6,49 від загальної суми вкладень), то вже у 2004 р. від'ємне сальдо становило 10,9 млрд. дол. США (-3,91%).

За даними Інституту міжнародних фінансів (США), у 2002 р. на ринки капіталів країн, що розвиваються, було залучено 124,9 млрд. дол. США, 2003 – 210,6, 2004 – 279 млрд. дол. США, а за прогнозами у 2005 р. буде залучено понад 275,8 млрд. дол. США. Зокрема, у 2002 р. інвестиції в акції становили 117,6 млрд. дол. США (94,16% від загальної суми вкладень), у 2003 р. – 122,5 (58,17%), а у 2004 р. 165,3 (59,21%). Намітилася тенденція зростання боргових вкладень із 7,3 млрд. дол. США (5,84% загальної суми вкладень) у 2002 р. до 113,8 млрд. дол. США (40,79%) у 2004 р. Необхідно зазначити, що з метою диверсифікації ризиків банки здійснювали інвестиції через контрольовані ними фінансові установи (зокрема, інвестиційні фонди).

Проте в кінцевому підсумку з'ясування парадигми³⁵ світового ринку фінансового капіталу знову ж таки приводить нас до необхідності системного аналізу як традиційно усталених, так і новітніх явищ його інституційного та структурного вдосконалення. З цієї точки зору, вибір пріоритетів дослідження має бути пов'язаним із трьома основними напрямками: 1) новітні тенденції у банківській сфері; 2) універсалізація в інших фінансово-кредитних установах; 3) консолідація і розширення сфери діяльності нефінансових підприємств.

Процеси концентрації і монополізації у фінансовій сфері відрізнялися на противагу промисловості інтенсивністю та різноманітністю. За даними Інституту інвестиційних компаній США, протягом 1999–2002 рр. активи комерційних банків зросли з 5982,5 до 7357,0 млрд. дол. США (на 23%); компаній зі страхування життя – з 3067,9 до 3366,0 млрд. дол. США (на 9,7%), а активи пайових фондів зменшилися з 6846,4 до 6391,5 млрд. дол. США (на 6,6%). Загальні активи небанківських фінансових установ зросли з 11622,1 до 11834,7 млрд. дол. США (на 2%) (таблиця 5.2).

Загострення та ускладнення конкуренції прискорюють процеси концентрації й централізації капіталу, тому особливістю розвитку фінансово-кредитної системи в сучасних умовах є жорстка конкуренція між її

³⁵ Парадигма (*грец.* – приклад, взірць) – система уявлень, характерна для визначення етапу розвитку науки. Зокрема, парадигма – це вихідна концептуальна схема; модель постановки проблем та їхнього вирішення; методи дослідження, що панують упродовж певного історичного періоду в науковій спільноті тощо.

складовими: по-перше, між банками і небанківськими фінансовими установами; по-друге,

Таблиця 5.2

Активи фінансових посередників в США (за 1999–2002 рр.)*

Показники	Роки							
	1999		2000		2001		2002	
	млрд. дол. США	у %	млрд. дол. США	у %	млрд. дол. США	у %	млрд. дол. США	у %
Фінансові посередники, всього	17604,6	100	18364,6	100	18974,5	100	19191,7	100
у тому числі:								
комерційні банки	5982,5	34,0	6468,7	35,2	6830,7	36,0	7357,0	38,3
кредитні спілки	414,5	2,4	441,1	2,4	505,5	2,7	563,3	2,9
ощадні установи	1150,5	6,5	1217,7	6,6	1299,1	6,8	1357,5	7,1
компанії зі страхування життя	3067,9	17,4	3135,7	17,1	3224,6	17,0	3366,0	17,5
закриті інвестиційні компанії	142,8	0,8	136,9	0,7	139,7	0,7	156,4	0,8
пайові фонди	6846,4	38,9	6964,5	38,0	6974,9	36,8	6391,5	33,4

* Розраховано за: даними Інституту інвестиційних компаній США [216].

серед банків у банківському секторі; по-третє, між небанківськими фінансовими установами у відповідному сегменті економіки. Тому монополізація останніх установ має специфіку, пов'язану зі своєрідністю й різноманітністю їхніх організаційних форм, що охоплюють акціонерні компанії (корпорації), партнерства, компанії взаємного обміну, так звані приватні будинки, змішані форми організаційної структури. Саме тому, на наш погляд, 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 діяльності небанківських фінансових установ.

Протягом тривалого часу в другій половині ХХ ст. залишалися поза основною діяльністю небанківських фінансових установ специфічні види банківських відносин із промисловими корпораціями (наприклад, коротко- і середньотермінове кредитування, розрахункові та довірчі (трастові) операції). Важливо зазначити, що поступовий розвиток монополізації цих інституцій спричинив виникнення потужних фінансових установ із широким розмахом диверсифікації операцій, які узгоджували на основі об'єднання у межах єдиної структури всіх видів діяльності. Подібні корпоративні об'єднання називають універсальними монополіями або фінансовими супермаркетами. Вони виникають як на базі потужних комерційних банків, так і з міжвидової експансії (як логічного наслідку концентрації та монополізації в інвестиційній банківській сфері) найбільших небанківських фінансових установ.

У принципі в світовій економіці об'єктом конкурентної боротьби між окремими видами фінансово-кредитних установ були як традиційні, так і нові сфери діяльності кожної з них. Тому маємо поступове становлення єдиного фінансового механізму, який намагаються контролювати потужні корпорації універсального типу (фінансові супермаркети).

Враховуючи названі аспекти, головною особливістю структурних змін у фінансово-кредитній сфері є виокремлення й становлення невеликої групи корпорацій універсального типу. На нашу думку, розвиток процесу універсалізації відображає сучасну потребу великого капіталу згаданої сфери у багатосторонніх зв'язках з усіма сферами (галузями) економіки, причому основним об'єктом уваги фінансових установ є промислові корпорації. У цьому разі йдеться вже про загальноекономічну тенденцію, оскільки нині зросли обсяг і перелік послуг, які промислові корпорації отримують від фінансово-кредитної сфери, а також підвищилася питома вага операцій, котрі належать до довготермінових та усталених. Згідно з даними міжнародної фінансової статистики за 1997–2003 рр. у банківських установах зони євро внутрішні кредити банківського сектору, надані суб'єктам господарювання, зросли з 3009,6 до 4362,6 млрд. євро, тобто на 45% (таблиця 5.3).

Банківські установи зони євро (за 1997-2003 рр.)*

(млрд. євро, на кінець періоду)

Показники	Роки						
	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Зобов'язання банківського сектору зони євро	3639,7	3972,3	4359,4	4561,8	4917,0	5188,2	5469,5
Іноземні активи	1599,5	1591,8	1719,6	2026,2	2408,8	2465,5	2567,0
Попит на депо-зити (овернайт)	1233,0	1387,1	1537,6	1648,9	1936,9	2041,0	2254,1
Депозити за узгодженими термінами	1901,9	1929,1	2043,2	2159,8	2257,5	2264,7	2295,2
Депозити до запи-тання	1328,4	1392,6	1331,5	1276,9	1350,2	1421,7	1519,7
Частка ринку гро-шей	252,2	241,4	293,4	323,3	436,5	532,8	649,1
Облігації та гро-шові інструменти	2063,5	2261,5	2531,1	2712,9	2882,9	2992,6	3158,8
Кредити банківсь-кого сектору	3009,6	3305,3	3590,9	3679,3	3829,6	4136,6	4362,6
Рахунки капіталу	688,4	754,6	849,1	940,5	1041,9	1108,7	1151,1

* Розраховано за: [458, р. 306].

Крім того, за 1992–2003 рр. у США внутрішні кредити банківського сектору, надані суб'єктам господарювання, підвищилися з 3343,4 до 7025,1 млн. дол. США (у 2,1 раза); в Україні – відповідно з 1,3 до 65084,3 млн. грн. (у 50065 разів). Цікаво зазначити: якщо у 1992 р. в Україні питома вага зобов'язань приватного сектору за внутрішніми кредитами становила 1,3%, то вже у 2003 р. – 75,2%, тоді як у США – відповідно 70,3 і 71,4% (додаток К. 3).

Слід зауважити, що поряд із цим виникла потреба й у комплексному фінансовому обслуговуванні, а можливість його здійснення виявилася несумісною з усталеною спеціалізацією фінансово-кредитних установ. Зокрема,

регламентування їхньої діяльності призвело до того, що комерційні банки, займаючись кредитуванням, були напочатку законодавчо усунуті від операцій із цінними паперами, а відповідно, інвестиційні банки – від депозитної діяльності, крім того, більшість видів послуг у сучасних умовах надають на межі сфер функціонування інституцій різного профілю. Одночасно комплексне обслуговування є в інтересах і фінансових установ, і їхньої клієнтури – промислових корпорацій. При цьому цілком зрозуміло: якщо для перших воно означає зміцнення власного становища на фінансовому ринку, забезпечення постійного попиту на їхні послуги, зниження операційних витрат завдяки великим обсягам діяльності, то для других відкриває доступ до інвестицій за довільних умов діяльності, забезпечує поєднання звичайних і новітніх видів обслуговування, дає додаткові переваги перед іншими корпораціями (меншими клієнтами) за рахунок підвищення якості фінансового обслуговування.

Матеріальною основою універсалізації стала концентрація капіталу в провідних корпораціях, що діють на ринку фінансового капіталу. Потреба в універсалізації виникла ще й тому, що в кризових ситуаціях виявляється небезпечним "прив'язування" всіх активів великих банків і потужних небанківських фінансових установ тільки до звичайних для них видів діяльності. За умов можливої інфляції чи знецінення грошей провідні корпорації здійснюють заходи, спрямовані на ширшу диверсифікацію своїх операцій. Саме це змушує їх оптимізувати фінансово-господарські операції з урахуванням тенденцій подолання існуючих меж між фінансовою й нефінансовою сферами діяльності, між інвестиційно-установчими і депозитно-кредитними угодами, а також саме ці корпорації намагаються змінити усталені засади діяльності як на ринку фінансового капіталу, так і в економіці загалом.

Власне, процес утворення потужних фінансових супермаркетів, універсалізація великих банків – характерна тенденція розвитку банківської сфери на початку 2000-х рр. Поряд зі зміною ролі й темпів змінилися, точніше модернізувалися й модифікувалися, її форми й характер – приховані форми

перетворення банків на універсальні банківські корпорації тепер стали явними, агресивно-наступальними.

Тому, застосовуючи в основному холдинг як форму гнучкої організаційної структури, великі комерційні банки долають законодавчі перешкоди на шляху географічної диверсифікації філій, участі у промислово-торговій справі, інвестиційних, біржових та інших законодавчо заборонених їм операціях. Природно, що для цього ж створювали системи контролю кожного із зазначених банків (філій) над кількома формально незалежними, але фактично підпорядкованими фінансовим установам іншого виду або іншого типу.

Одночасно відбувався відвертий наступ потужних комерційних банків у всіх промислово розвинутих країнах, який полягав у здійсненні тих операцій, котрі раніше виконували тільки опосередковано (через згадані вище системи контролю, підставні й фіктивні фірми-агенти тощо). Маючи достатні фінансові ресурси і відчувши попит із боку клієнтів – промислових корпорацій, банки домоглися усунення більшості застарілих перешкод, зміни законодавства щодо скасування переважної кількості обмежень у їхній діяльності.

Фінансова індустрія США – найбільш розвинута і структуризована у світовій економіці. Загалом за 1992–2003 рр. у США внутрішні кредити, що надали фінансові установи, зросли з 11751,4 до 29250,1 млрд. дол. США (у 2,5 раза), а банки – відповідно з 4755,4 до 9844,8 (у 2,1 раза). У цілому кредити, котрі надали небанківські фінансові установи у 1992 р. у 2,5 раза перевищували обсяги кредитів у банківському секторі, 1995 р. – у 2,7 раза, 1998 – у 3,1, 2000 – у 3,1 та у 2003 р. – у 2,9 раза (додаток К. 3). Однією з причин зростання обсягів кредитування небанківськими установами є активізація схем залучення банківських ресурсів.

Підсумовуючи викладене, вважаємо за доцільне розглянути новий напрямок універсалізації великих банків, що відображає характер цього процесу в сучасних умовах. Цілком зрозуміло, що раніше універсалізацію здійснювали переважно у вигляді освоєння одним банком всього спектру

банківських операцій, а також у напрямку їхнього якомога ширшого географічного розташування. Тому найпривабливішою сферою для комерційного банку стають інвестиційні операції з цінними паперами корпорацій, а саме приєднання до цих операцій характеризує універсалізацію як диверсифікацію банківських послуг, як поєднання в одній інституції всіх видів банківської діяльності.

На сучасному етапі інвестиційно-емісійні операції з цінними паперами корпорацій залишаються основним напрямком діяльності комерційних банків, а поняття універсального банку перетворює його на потужну фінансову установу з усією різноманітністю власне банківських операцій, залучає до численного переліку фінансових операцій різних видів. Крім зазначеного, нині одним із пріоритетних напрямків універсалізації стала участь великих банків у підприємницьких справах поза межами традиційної фінансово-кредитної сфери (зокрема, в операціях, характерних для нефінансових установ, промислових і торгових компаній).

Зрозуміло, що 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, тому вони почали звертати увагу на сфери активності інших фінансово-кредитних установ. Комерційні банки у вигляді фінансових супермаркетів спочатку переорієнтовувалися з традиційних короткотермінових кредитів на різноманітні види надання позик у поєднанні з новими формами угод. Йдеться насамперед про цільові кредити на довготермінове фінансування визначених програм. Наприклад, у процесі поглинання банк пропонує свої послуги для довготермінового фінансування всієї програми закупівлі підприємств тією чи іншою компанією.

У реальній дійсності визначальною ознакою фінансових супермаркетів стало стирання межі між двома основними сферами банківської діяльності – комерційною та інвестиційною. Водночас засоби й способи досягнення цього є

також новими щодо загальної стратегії експансії великих банків, зокрема, дедалі частіше відбувається поглинання ними компаній, законодавчо допущених до проведення операцій з акціями та іншими корпоративними правами. Відверте проникнення провідних комерційних банків у сферу діяльності інвестиційних банків призвело до загострення конкуренції та протидії з боку інвестиційних банків, зокрема, останні залучають можливості антимонопольного законодавства.

Слід зазначити, що до способів безпосереднього проникнення у законодавчо обмежені сфери діяльності належить так звана полицьова реєстрація нових емісій цінних паперів. Вона полягає у наступному: промислова компанія, яка планує емітувати нові цінні папери, отримує право реєструвати дану процедуру не відразу перед емісією, а заздалегідь, як правило, за кілька місяців до надходження цінних паперів у обіг. Відповідно, комерційний банк намагається скористатися цим проміжком часу (між реєстрацією та укладанням угоди з цінними паперами) для здійснення інших емісійно-торговельних операцій із новими випусками цінних паперів, у яких він виступає не покупцем цінних паперів даної компанії, а її агентом з розміщення згаданих фінансових інструментів серед інституційних інвесторів.

На практиці законодавство більшості промислово розвинутих країн не містить обмежень щодо зазначеного розміщення акцій, а також інших цінних паперів компаній, що характерне відсутністю широкого кола андеррайтерів (передплатників). Зазначимо, що серед інституційних інвесторів (покупців цінних паперів) особливе місце займають трастові підрозділи тих самих комерційних банків, які виступають агентами розміщення, а також пенсійних фондів, котрі вони контролюють. Саме так банки-агенти і стають покупцями більшої частини цінних паперів промислових і торговельних корпорацій.

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 акцій корпорацій за рахунок

кредитування чи здійснюють операції з перехресного володіння акціями разом з іншими банками (банківські альянси).

У той же час брокерські й трастові підрозділи великих комерційних банків починають реалізовувати цінні папери серед фізичних осіб. При цьому ці підрозділи пропонують клієнтам новий вид послуг, який полягає в задіянні зацікавлених осіб у реалізації інвестиційних програм (у разі згоди клієнта відбувається автоматичне під'єднання через банківську мережу до запропонованих проектів). Зокрема, останні передбачають рефінансування визначеної частки дивідендів індивідуальних власників акцій у ці самі програми (за таких операціях банки, як правило, укладають договір із клієнтами тільки на купівлю обмеженої кількості акцій).

Тому зазначений напрямок діяльності банків є одним із способів опосередкованого впливу через обслуговування фізичних осіб на залучені підприємства, а також посилення контролю за акціонерним капіталом з огляду на розпорошеність акцій серед інших багатьох власників. За таких обставин операції провідних банків на фондових біржах сприяють активізації купівлі-продажу акцій інвестиційно привабливих підприємств, що цілком логічно стимулює зрощування промислового й банківського капіталів.

Зрозуміло, що зусилля великих комерційних банків спрямовані на купівлю не тільки інвестиційних банків і компаній, брокерських фірм, а й інших фінансових установ різних видів діяльності, зокрема тих, які займаються страховою справою, операціями з нерухомістю, споживчим кредитуванням, управлінням пенсійних фондів, лізинговою, консультативною і довірчою (трастовою) діяльністю, володіють мережею ощадно-позикових товариств. За таких обставин із метою розширення спектру надання послуг і залучення нових учасників відбувається перебудова матеріально-технічної бази банківської справи на основі впровадження сучасних комп'ютерних технологій. Зауважимо, що сучасна техніка хоча й прискорює виконання всіх видів операцій, знижує поточні видатки, проте потребує доволі значних затрат при її впровадженні й виявляється ефективною, як правило, при великих обсягах діяльності.

Розглянемо вплив універсалізації банків на інші фінансові установи³⁶. Протидіючи проникненню комерційних банків у їхній бізнес, потужні небанківські фінансові установи відповідають "тією ж монетою" – застосовують стратегічні засади універсалізації і займаються на відповідному рівні опосередковано через створення консорціумів суто банківською діяльністю, зокрема, коротко- і середньотерміновим кредитуванням великих проектів.

Великі страхові компанії як власники акцій конкурують із трастовими підрозділами комерційних банків, пенсійними фондами, інвестиційними банками і брокерськими фірмами в емісійній діяльності та розміщенні цінних паперів; зокрема, особливо зросло їхнє значення в управлінні пенсійними фондами. Крім того, страхові компанії купують акції комерційних банків, інвестиційних та інших фінансових установ для зміцнення свого становища на ринку фінансового капіталу.

Натомість універсалізація у вигляді диверсифікації вкладення заощаджень учасників впливає як на пенсійні фонди, так і на ощадно-позикові товариства. Так, пенсійні фонди переходять від колишньої спеціалізації зі скуповування акцій до надання широкого переліку послуг. Тому ощадно-позикові товариства залучені до здійснення лізингових операцій, короткотермінового кредитування промислових і торгових компаній, купівлі державних цінних паперів тощо. Зазначимо, що кредитні спілки зосередили свою активність на житловому будівництві, наданні споживчих кредитів та участі у лізингових операціях.

Разом із тим, диверсифікація операцій інвестиційними компаніями є ще показовішою³⁷. Загалом інвестиційні компанії (investment companies) – компанії, що керують об'єднаними коштами інвесторів, зокрема, акумульовані гроші від

³⁶ До 1990-х рр. у США, наприклад, небанківським фінансовим інституціям була властива жорстка спеціалізованість (інвестиційні й брокерські компанії займалися здебільшого емісією цінних паперів, торгівлею акціями, облігаціями; пенсійні фонди – скуповуванням акцій, страхові компанії – різними видами страхування, довготерміновим фінансуванням промисловості через випуск позик тощо).

³⁷ Пожвавлення діяльності інвестиційних компаній привернуло до них увагу інших фінансово-кредитних інституцій. Так, у США найбільші інвестиційні банки володіють близько 90% акціонерного капіталу відкритих

приватних вкладників інвестують в акції, облігації та інші цінні папери. При цьому вони активізували торгівлю державними цінними паперами, муніципальними облігаціями, інвестують у фінансові та нефінансові компанії, а також венчурні й пайові фонди. Так, за даними Інституту інвестиційних компаній США, активи закритих інвестиційних компаній за 1999–2002 рр. збільшилися з 142807 до 156394 млн. дол. США, або на 8,7%, а зобов'язання інвестиційних фондів грошового ринку в США за 1992–2003 рр. зросли у 6 разів (додаток Т). Інвестиційна компанія може керувати кількома інвестиційними фондами. Водночас інвестиційний фонд (*investment/unit trust, амер. mutual fund*) – це фінансова установа, що здійснює інвестиційну діяльність з цінними паперами за допомогою компаній, які спеціалізуються на управлінні інвестиціями, і депозитаріїв, у яких зберігають залучені кошти. Зокрема, активи інвестиційних фондів зони євро зросли з 3076 млрд. євро у 2001 р. до 3189 млрд. євро у 2004 р., або на 3,7% (додаток У).

У принципі в міжнародній практиці особливості управління інвестиційними фондами полягають у наступному: по-перше, через інвестиційні фонди формують єдиний портфель акцій, облігацій чи готівкових коштів. По-друге, ефективність діяльності фондів значною мірою залежить від визначеної інвестиційної політики та мистецтва менеджменту чистими активами. При цьому 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. Як правило, акції (інвестиційні сертифікати) інвестиційних (взаємних) фондів пропонують інвесторам за вартістю чистих активів, що припадає на них, а іноді й з курсовою націнкою. По-третє, фінансові установи формують із цінних паперів інвестиційний портфель (*portfolio, investment portfolio*), який використовують з урахуванням визначеної інвестиційної політики, а пріоритетність цілей формування інвестиційного портфеля визначає його тип: 1) агресивний; 2) компромісний; 3)

інвестиційних компаній (фондів). Це пов'язано з тим, що саме інвестиційні компанії з широким переліком видів діяльності є найприбутковішими.

консервативний. Варто зауважити, що рівень прибутковості пайових фондів США за вкладеннями коливається при виборі агресивного портфеля зростання від 31,3 до 42,9%, збалансованого портфеля – від 23,3 до 26,7%, портфеля з фіксованим доходом – від 5,5 до 47,4%, а портфеля глобальних цінних паперів – від 26,5 до 38,9% відповідно (таблиця 5.4).

Таблиця 5.4

Рівень прибутковості різних типів інвестиційних портфелів пайових фондів 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%

* Розраховано за: даними Компанії "МГ-капітал". Джерело: www.mgmoney.com

По-четверте, відповідно розрізняють і типи інвестиційних фондів, які функціонують на фондовому ринку. Так, зупинимося на розгляді наступних інвестиційних фондів, що спеціалізуються на інвестиціях у компанії з високою, середньою та малою капіталізацією: 1) фонди "вартості" (Value Funds) і фонди зростання (Growth Funds), що працюють із різними видами акцій з урахуванням тих чи інших їхніх властивостей; 2) індексні фонди (Index Funds), які формують інвестиційний портфель за рахунок акцій, що належать до розрахункової бази певного індексу (нині є близько 28 різних індексів); 3) галузеві фонди (Sector

Funds), які працюють із конкретними галузями і секторами економіки; 4) фонди іноземних акцій (Foreign Stock Funds) – взаємні фонди, які спеціалізуються в інвестуванні на зарубіжних фондових ринках (у діяльності вони враховують зміну економічної ситуації окремих країн – спад чи піднесення, коливання валютних курсів тощо); 5) облігаційні фонди (Bond Funds), що формують свої портфелі за рахунок цінних паперів з фіксованим доходом; 6) фонди грошового ринку (Money Market Funds), котрі вважають найменш ризикованими взаємними фондами, оскільки вони інвестують кошти у короткотермінові цінні папери і відповідно щорічний дохід для інвесторів становить 4–6% (ці фонди працюють із депозитними сертифікатами, повернення яких у більшості випадків гарантує уряд); 7) пайові інвестиційні трасти (Unit Investment Trust, UIT) – інвестиційні фонди, які купують фіксовані портфелі, що складаються з акцій, облігацій чи інших цінних паперів. Якщо розглядати інвестиційні фонди в країнах зони євро, то у 2004 р. облігаційні фонди акумулювали 1094 млн. євро (32,5% загального обсягу акумульованих коштів); змішані фонди – 830 млн. євро (24,7%); фонди, що формують свої портфелі за рахунок акцій – 757 млн. євро (22,5%) та інші фонди – 685 млн. євро (20,3%) (додаток У).

Універсалізація позначилася й на інвестиційних банках (investment bankers) – суб'єктах господарювання, що 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 їхній реалізації інвесторам. Величина доходів інвестиційних банків залежить 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 – активні операції на ринку цінних паперів.

Саме кредитування стало прибутковою справою для інвестиційних банків, реорганізованих з огляду універсалізації. Їхня діяльність завжди потребувала 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. Різким підвищенням рівня концентрації капіталу та розширенням переліку надання фінансових послуг, який є недоступним навіть багатьом великим комерційним банкам, вони сприяють масштабним процесам поглинання й злиття як у фінансовій індустрії, так й у промисловості. Зокрема, інтеграція у фінансовому сегменті Європейського Союзу потребувала відповідної нової стратегії у процесі поглиблення міждержавної консолідації, а оскільки інвестиційні банки здійснюють глобальніші за масштабами операції, то вони оперативніше зреагували на зміну ситуації на ринку капіталу в Європі. Варто зазначити, що у 2000 р. у рейтингу Thomson Financial Securities Data німецький Deutsche Bank, французький BNP Paribas та нідерландський ABN Amro зайняли провідні позиції у проведенні емісій корпоративних цінних паперів у євро.

Зауважимо, що поряд із тенденцією до універсалізації потужних фінансових установ є й тенденція до збереження їхньої спеціалізації, зумовлена вимогами забезпечення адекватної позиції на ринку визначеного виду фінансових послуг, підвищення ефективності й створення переваг, які надає спеціалізація, у конкурентній боротьбі.

Інтегровані банки створюються за принципами супермаркетів і надають широкий спектр фінансових послуг. Перетворення комерційних та інвестиційних банків на фінансові супермаркети (інституції універсальної структури) загострило конкуренцію, оскільки універсалізація з огляду усунення меж спеціалізації призвела до зіткнення економічних інтересів потужних монопольних об'єднань у багатьох 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 загалом).

Зазначені аспекти дають підставу стверджувати, що характерною особливістю універсалізації в світовій економіці є існування великої кількості спеціалізованих банків та інституцій різного профілю діяльності. Саме тому започаткування нових видів діяльності властиве тим із них, які мають достатню концентрацію капіталу, стійке становище, високий рівень впливу і контролю на ринку. Учасники з меншими можливостями спираються, в основному, на потреби і традиції регіональних клієнтів, 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 бізнес-структурам охопити майже весь ринок фінансового капіталу. Кожний сектор економіки стає сферою їхньої активної діяльності, а кожний тип фінансових установ – інтегрованою складовою структури універсальної монополії. Таким чином, вільних "ніш" на ринку фінансового капіталу стає дедалі менше, тому намітилася тенденція залучення спеціалізованих банків та фінансових установ у сферу контролю універсальних монопольних об'єднань. Видозміни у фінансово-кредитній сфері впливають на характер взаємозв'язків усередині кожної інституції і між ними, тому фінансові супермаркети часто застосовують спільні й узгоджені дії, приховані домовленості про розподіл ринку. Поряд із поступовим витісненням спеціалізованих інституцій супермаркети залишають іноді менші з них для здійснення певного переліку фінансових операцій на належному конкурентоспроможному рівні або для охоплення ними окремого регіону. Так, універсальні учасники укладають неофіційні домовленості з кредитними спілками щодо взаємодопомоги і невтручання у визначені сектори ринку.

На основі викладеного можна виокремити наступні особливості конкурентної боротьби з огляду універсалізації банків і небанківських фінансових установ: по-перше, лише невелика частка універсальних небанківських установ може конкурувати з аналогічними банківськими об'єднаннями, оскільки вони не мають таких самих фінансових ресурсів, достатнього досвіду діяльності чи розгалужених ділових зв'язків, доповнених сучасною матеріально-технічною базою. По-друге, рівень диверсифікації різний для окремих видів установ, тому відповідно від цього залежить рівень їхнього наближення до універсалізації (зокрема, обсяг фінансових операцій, що виконує кредитна спілка, є непорівнянним із показниками діяльності на ринку фінансового капіталу та рівнем контролю провідних банків чи страхових компаній). Причина одна – стартові умови щодо диверсифікації і наступної універсалізації є різними (навіть різнорівневими), тому й наслідки відповідними.

Сучасний етап прискорення процесу концентрації капіталу та універсалізації діяльності суттєво вплинув на ринок багатопрофільних об'єднань, переважна частина яких розвинулася з найбільших комерційних та інвестиційних банків, а інші утворюються на основі об'єднання у межах єдиної структури страхових компаній, ощадно-позикових товариств, інвестиційних та інших компаній, що здійснюють широкий перелік спеціалізованих і банківських операцій. У даному контексті загострення конкуренції на ринку фінансового капіталу можна розглядати як наслідок універсалізації та причину поступового зменшення кількості спеціалізованих установ фінансово-кредитної сфери поза інтегрованими монополістичними структурами. Процес універсалізації не розвивається швидко, оскільки у багатьох випадках самі його учасники стримують цей процес, – для них контроль над окремими спеціалізованими установами є набагато вигіднішим від безпосереднього їх поглинання чи структурної прив'язки. Нині обсяги сфер контролю кожної з універсальних фінансових установ є визначальним чинником їхньої конкурентоспроможності на ринку фінансового капіталу.

Диверсифікація діяльності та розвиток універсальних монопольних об'єднань загострили конкуренцію між банками й іншими фінансовими установами, відповідно і внутрішню конкуренцію всередині кожної з них. Конкуренентне протистояння між універсальними структурами сприяє активізації діяльності менших установ, які використовують свою доступність для клієнтів, гнучкість і мобільність у пристосуванні до поточних потреб фінансового ринку. Вважаємо, що саме такі процеси й сприяють відносній стійкості приватного сектору фінансово-кредитної системи загалом.

Доцільно також зауважити, що універсалізація має ще один цікавий наслідок. Виявилось, що не всі установи можуть диверсифікувати свою діяльність, зокрема, це стосується операцій із нерухомістю (іпотекою). Згадані операції завжди належали до пріоритетних у діяльності банків, а обрана тактика мала дві характерні основні властивості: з одного боку, під час економічного зростання банки відкривають нові філії, скуповують ощадно-позикові товариства чи інші установи, які займаються нерухомістю (житловим будівництвом). З іншого боку, під час економічного спаду банки вимушені частково закрити чи продавати вказані установи. З таких позицій дану сферу діяльності можуть забезпечити лише універсалізовані або потужні банки.

Слід зазначити, що ще однією особливістю ринку фінансового капіталу з огляду на конкурентоспроможність є те, що фінансово-кредитна сфера стає дедалі привабливішою для промислових корпорацій та інших нефінансових підприємств. Крім того, це призвело до зростання обсягів угод із прямого міжкорпоративного кредитування, нефінансові підприємства почали залучати до страхової діяльності, брокерських операцій, вони також скуповують банки та інвестиційні компанії. Зазначимо, що перераховані види участі нефінансових підприємств у фінансово-кредитній сфері сприяють її розвитку, ускладненню і залученню нових учасників, що зумовлює тенденцію, яка певним чином зрівноважує скорочення видів та кількості фінансових установ при універсалізації.

Саме такий підхід до корпоративної участі частково призвів до того, що під час мексиканської кризи 1994 р. не було повернуто 15% корпоративних кредитів і 25–30% споживчих [439, с. 28–34]; більшість країн Азії у 1997 р. відчули негативні соціальні наслідки азійської фінансової кризи; нульове зростання економіки, збільшення боргів, дефолт в Аргентині; проблеми фінансового ринку і сповільнення темпів розвитку в Японії. Натомість сприятливіша економічна кон'юнктура, зумовлена соціальною орієнтацією та високим платоспроможним попитом, дала змогу не лише уникнути системних фінансових криз, а й стимулювала розширення фінансового сектору і виробництва у країнах Західної Європи. Йдеться про те, що зміна співвідношення політичних сил також впливає на ринок фінансового капіталу, оскільки загострюється конкуренція на світовому ринку в цілому.

Безпосереднє утвердження на фінансовому ринку провідних нефінансових підприємств призводить не лише до конкуренції на ньому, а й до розширення співпраці між учасниками та відповідного зміцнення позицій фінансового капіталу. Власне, це створює оптимальні можливості для розвитку сучасних супермаркетів (обмеженої та обраної кількості), які незалежно від свого походження, за характером функціонування зацікавлені у подоланні економічних (насамперед, конкурентних) і законодавчих перешкод для поширення власної міжгалузевої й територіальної експансії. До речі, саме їхні основні клієнти (насамперед, потужні промислові корпорації і торгові компанії) своїм попитом на комплексне фінансове обслуговування сприяють формуванню фінансових установ універсального типу.

До найбільших нефінансових підприємств відносять транснаціональні компанії (ТНК), що складаються з материнських компаній та їхніх зарубіжних філій. Так, перші здійснюють контроль за другими, як правило, через участь у їхньому капіталі з частками не менше 10%. Діяльність цих компаній можна відстежити через відповідну статистику Організації Об'єднаних Націй. Початково як міжнародні корпорації розглядали тільки підприємства з річним обігом понад 100 млн. дол. США, які мали філії чи дочірні компанії не менше

ніж у 6-ти країнах світу. Тепер до згаданих показників, що характеризують міжнародний статус ТНК, додають і частку її продажу, що здійснюють за межами країни перебування материнської компанії (холдингу), а також питому вагу закордонних активів у загальній структурі активів. У зв'язку з цим за класифікацією ООН до ТНК відносять лише ті компанії, які мають річний обсяг продажу не менше 1 млрд. дол. США; від 20 до 33% їхнього загального обігу припадає на закордонні операції; частка зарубіжних активів становить не менше 25%; філії розташовані не менше ніж у 6-ти країнах світу.

Тенденція інтеграційних процесів в умовах глобалізації господарської діяльності у банківському та промисловому сегментах економіки особливо активізувалася в другій половині 1990-х рр. У світі нараховується приблизно 65 тис. ТНК, що мають майже 850 тис. філій за кордоном. На них припадає 25% ВВП світової економіки, у т. ч. на зарубіжні філії – 10%. Зокрема, 49 тис. материнських компаній розташовано у промислово розвинутих країнах, близько 11 тис. – у країнах, що розвиваються, і приблизно 3 тис. – у постсоціалістичних країнах. При цьому 99 зі 100 найпотужніших за обсягом закордонних активів ТНК (не враховуючи транснаціональні банки) розташовані в розвинутих країнах, у т. ч. у США – 26, Японії – 17 та у країнах-членах Європейського Союзу – 47³⁸.

Із урахуванням зазначених аспектів, доцільно зупинитися на висвітленні сучасних напрямків діяльності фінансових груп. Нині 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. Банківські альянси отримують прибуток за рахунок ефективного співвідношення централізації та спеціалізації, тому в мережі єдиної структури обробляють консолідовані дані (інформацію) і за рахунок продажу фінансових послуг у всіх відділеннях

³⁸ У 2001 р. у філіях ТНК було 54 млн. працівників (у 1990 р. – 24 млн. працівників); загальний обсяг продажу становив 19 трлн. дол. США, тобто більше ніж удвічі перевищив обсяг світового експорту, тоді як у 1990 р. ці два показники були майже однакові. З 1990 до 2001 р. сумарний обсяг вивезених прямих іноземних інвестицій збільшивсь із 1,7 трлн. дол. до 6,6 трлн. дол. США [206, с. 59; 88, с. 20].

кожного з банків альянсу клієнтам пропонують широкий асортимент цих послуг.

Варто зазначити, що процеси концентрації та централізації виробництва й 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 кардинальна зміна структури акціонерної власності – порівняно невеликі пакети акцій дозволяють контролювати діяльність певних компаній, що дає змогу вивільняти великі фінансові ресурси для інвестування у компанії інших галузей і секторів економіки, створює умови для відстоювання спільних інтересів шляхом взаємного проникнення капіталу.

Провідні банки, що перетворилися в процесі універсалізації у фінансові супермаркети, зміцнюють своє становище координаторів (точніше, координаційних центрів) фінансових груп. Разом з іншими фінансовими установами 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 у сфері впливу, використовуючи численні можливості для взаємодії й взаємопроникнення.

Сучасною гарантією конкурентоспроможності фінансових груп є створення спілок і широких коаліцій. Коаліції або спілки фінансових груп – це новітні мобільні угруповання, в яких узгодження внутрішніх суперечностей сприяє своєчасній протидії конкурентам. Так, до них (як у попередніх сімейно-структурованих фінансових групах), поряд із низкою потужних промислово-торгових корпорацій та одного-трьох банків, що становлять ядро, належать і порівняно менші корпорації. Останні, залишаючись самостійними, підпорядковуються загальній стратегії коаліції (спілки) лише у стратегічних питаннях усіх видів діяльності. Таким чином, коаліції (спілки) фінансових груп не наближаються до єдиного господарського механізму, яким колись були традиційні сімейні фінансові групи (принаймні, більшість із них).

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

На відміну від другої половини ХХ ст., тепер лише окремі фінансові групи володіють невеликими у відсотковому вимірі, проте численними і доволі великими у вартісному вимірі 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 (менеджерів з обов'язковою присутністю і втручанням перших осіб – великих акціонерів (юридичних осіб) і власників (фізичних осіб)).

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 сукупності потужних коаліцій фінансових груп для протидії іноземним конкурентам на національному і світовому ринках. Фінансові групи намагаються скористатися перевагами глобалізації економічного життя для залучення додаткових матеріально-технічних і фінансових ресурсів у сфері своєї діяльності.

Важливою особливістю діяльності потужних банків і корпорацій є їхня активна позиція щодо освоєння ринків інших країн. М. Ібрагімов слушно зауважив: для того, щоб пристосуватися до триполюсної моделі світу, транснаціональні корпорації відкривають хоча б по одному великому

підприємству (координатору діяльності зарубіжних філій) у кожному з центрів тріади США – Західна Європа – Японія [206, с. 61].

З огляду на такий підхід ми вважаємо, що, спираючись на диверсифікацію і взаємозв'язок транснаціональних компаній (ТНК) і транснаціональних банків (ТНБ) розвивається структурно-цілісна сфера економічних відносин, у якій проявляються новітні особливості й тенденції характерні, зокрема, для США та Європейського Союзу. По-перше, ТНК і ТНБ США у Європі стикаються з конкуренцією іноземних фінансових установ, які діють у звичних для них ("домашніх") умовах ринку з урахуванням національних особливостей і переваг (наприклад, краща обізнаність у кон'юнктурі ринку). По-друге, помітно недостатній розвиток європейського РФК порівняно з американським. По-третє, процес глобалізації у фінансовій сфері відбувається доволі повільно, тому лише найбільші комерційні та інвестиційні банки можна назвати транснаціональними з точки зору універсалізації (а не участі кількох учасників із різних країн). 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 на початку цього століття перераховані причини модифікувалися і стали не такими виразними, як у 1980-х рр.

Розвиток змін у промисловому і банківському сегментах фінансового капіталу є різнобічним явищем, тому вище було представлено основні тенденції та особливості, що безпосередньо впливають на ринок фінансового капіталу й відповідно відображаються у світовій економіці в цілому. Враховуючи це, можна зробити наступні важливі узагальнення.

По-перше, значення взаємозв'язку і взаємного проникнення різних видів промислового і банківського капіталів відрізняється на національному та міжнародному ринках фінансового капіталу. Стосовно взаємозв'язків щодо власності, то є дуже обмежене коло універсальних фінансових супермаркетів, у яких контроль за акціонерним капіталом здійснюють корпорації. Проте процеси

інтеграції капіталів промислових корпорацій і фінансових установ охоплюють усі сегменти національного ринку, хоча ця тенденція до своєрідного переплетення капіталів слабкіша, ніж у випадку здійснення міжнародної експансії під час діяльності на ринку фінансового капіталу.

По-друге, до того ж, у глобальних взаємозв'язках банків, фінансово-кредитних установ і нефінансових підприємств переважають опосередковані (непрямі) ознаки щодо акціонерної власності. Це пов'язано з тим, що стратегія діяльності на ринку фінансового капіталу спрямована на підвищення рівня концентрації виробництва і капіталу з огляду універсалізації, насамперед на своєму, національному ринку. Причому, така орієнтація зумовлена тим, що саме взаємовідносини й взаємопроникнення капіталу найбільших промислових і банківських інтеграційних об'єднань у межах національної економіки мають суттєве значення, тому що спільне володіння акціями за кордоном – набагато складніший процес, ніж у національних умовах. Крім того, не завжди узгоджені та усталені на національному рівні глибинні взаємозв'язки банків і підприємств залишаються такими і в міжнародному масштабі, що безпосередньо впливає на взаємне проникнення власності.

Процеси глобалізації модифікували стратегію сучасних транснаціональних компаній, які в умовах науково-технічного прогресу і жорсткої конкуренції основною метою поступово обирають не отримання максимального прибутку, а забезпечення прогнозованості та розширення ринку присутності для досягнення стабільного фінансового стану.

По-третє, загалом лібералізація у фінансовій індустрії прискорює загострення конкуренції. Банки та фінансово-кредитні установи відстоюють свої інтереси при захопленні певного сектору національного ринку, проте всередині кожного виду фінансових посередників зіштовхуються інтереси учасників конкретного профілю, а універсалізація провідних фінансових установ усуває межі між сферами їхньої діяльності. Отже, в сучасних умовах ліберальна політика держави сприяє таким процесам щодо поглинання, витіснення або принаймні підпорядкування невеликих інституцій у контексті

конкурентної боротьби між універсальними монопольними об'єднаннями. Тому інтегрування інвестиційних банків у структуру ринку фінансового капіталу посилюється ще й тією обставиною, що провідні з них, як правило, контролюють багато нефінансових підприємств, залучених до інвестиційних операцій та обігу фінансового капіталу, а також частину інвестиційних компаній, взаємних (взаємно-ощадних) фондів тощо. Відповідно зміни у фінансово-кредитній сфері торкнулися й небанківських установ, які належать до неї, – страхових компаній, пенсійних фондів, ощадно-позикових товариств, кредитних спілок. Проте зберігається і спеціалізація, зокрема, інвестиційні фонди й нині приділяють більшу увагу конкретним секторам економіки чи специфічним інвестиційним стратегіям.

По-четверте, фінансові супермаркети є основою сучасних фінансових груп і центрами економічного контролю, що дає їм змогу підтримувати достатню дохідність за рахунок підвищення своєї конкурентоспроможності на міжнародному рівні. Загалом великі банки збільшують обсяги міжнародної діяльності як відповідь на потреби своїх основних клієнтів – транснаціональних корпорацій. Одночасно взаємне проникнення й взаємозв'язки транснаціональних корпорацій, які займаються виробництвом і банківською справою, розгортаються за наявності величезного переліку фінансових операцій у межах як національних економік, так і світової економіки в цілому. Зазначимо, що коли напочатку управлінський контроль над кожною корпорацією здійснювали кілька великих фінансових установ (іноді до 20), то тепер, як правило, контроль (проведення узгодженої політики) є справою обмеженої кількості потужних фінансових супермаркетів (в основному, одного-трьох), причому останні беруть участь одночасно у контролі за численним переліком промислово-торговельних корпорацій. Отже, звуження кількості фінансових супермаркетів – сучасна ознака діяльності фінансових груп на ринку фінансового капіталу.

По-п'яте, поступове стирання меж між зонами володіння і впливу сімейно-регіональних спілок корпорацій характерне тривалістю, виникненням

та вирішенням конфліктів поряд із постійними перебудовами як структури, так і напрямків діяльності. Фінансові групи чутливо реагують на зміни своїх основних учасників, зокрема, враховуючи умови та коло учасників конкурентної боротьби. Ця боротьба між фінансовими групами є здебільшого прихованою, без публічних конфліктів, однак рівень протиборства за перерозподіл сфер власності, контролю й влади надзвичайно високий.

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

По-шосте, складним залишається питання власності й контролю на ринку фінансового капіталу. Присутність на цьому ринку спілок фінансових груп як укрупнених центрів діяльності впливає на сучасну структуру власності та організацію контролю.

Персоніфікація власності ґрунтована 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 власників акцій є фінансові установи, які займають визначальні позиції і щодо виробничо-торгової діяльності корпорацій. Цікавий досвід взаємної участі промислових корпорацій у капіталі одна одної, проте й у цих випадках позиція фінансових установ домінуюча, оскільки вони поєднують у собі не тільки функції власника-розпорядника, а й надають фінансову підтримку, здійснюють касово-розрахункові операції, застосовують взаємну участь у правліннях,

визначають маркетингову і матеріально-технічну стратегію діяльності на ринку фінансового капіталу. Таким чином, фінансові установи поєднують акціонерні (майнові) і неакціонерні (немайнові) види контролю за діяльністю корпорації.

Цілком зрозуміло, що, враховуючи діалектичний характер розвитку фінансової індустрії, доцільно розглянути пріоритетні засади діяльності міжнародних економічних та фінансових інституцій у відлагодженні дій конкурентних механізмів у світовій економіці.

5.2. Пріоритетні напрями діяльності міжнародних економічних інституцій на вітчизняному ринку фінансового капіталу

Всесвітнє визнання існування глобальної економіки потребує розробки заходів з усунення прорахунків ринкової системи і сприяння створенню відкритого громадянського суспільства, тому діяльність Економічної і Соціальної рад Організації Об'єднаних Націй, міжнародних інституцій спрямована на фінансову та політичну підтримку економічних реформ. Загалом відбувається пошук проектів, що сприяють розвитку фінансової сфери і гарантують повернення залучених інвестицій та дотримання соціально-економічної стабільності розвитку.

Залежно від поставлених цілей і ступеня універсальності міжнародні валютно-фінансові інституції поділяються на світові та регіональні, а також на інституції, діяльність яких охоплює конкретну сферу світової економіки. Провідні міжнародні економічні організації поступово перетворюються на центри формування інституційно-правового каркасу неоліберального світового політико-економічного порядку.

Дослідженню ролі міжнародних фінансових інституцій у світових господарських зв'язках у процесі глобалізації, еволюції співпраці та кредитних

відносин Міжнародного валютного фонду з Україною присвячено праці відомих вітчизняних економістів [117, 150, 230]. Проте бракує ґрунтовних науково-практичних розробок про особливості впливу цих інституцій на розвиток вітчизняного ринку фінансового капіталу.

Міжнародний валютний фонд (МВФ) – це валютно-фінансова інституція міжурядового співробітництва. Його було утворено у 1945 р. за рішенням Валютно-фінансової конференції ООН, що відбулася в Бреттон-Вудсі, штат Нью-Хемпшир, США. Метою МВФ є: сприяти міжнародному співробітництву у валютній сфері через постійно діючу інституцію, що створює механізм для консультацій та співробітництва з міжнародних валютних проблем; сприяти розширенню і збалансованому зростанню міжнародної торгівлі та забезпечувати підтримку впорядкованого валютного режиму; надавати допомогу в становленні багатосторонньої системи платежів із поточних операцій між державами-членами, а також в усуненні валютних обмежень, що перешкоджають розвитку міжнародної торгівлі; надавати фінансову допомогу країнам-членам для зменшення масштабів порушень у міжнародних платіжних балансах. Фонд відповідно до статті V Статей Угоди МВФ надає кредити країнам-членам із метою фінансування дефіциту платіжного балансу та поліпшення резервної позиції.

При організації міжнародного співробітництва з країнами-членами у валютно-фінансовій сфері МВФ створює основу для впорядкованого розвитку всієї системи, а також є наготові щодо розв'язання як кризових явищ, котрі виникають в окремих країнах, так і таких, що ставлять під загрозу всю міжнародну валютну систему. Одне з важливих завдань Міжнародного валютного фонду – сприяння довготерміновому економічному зростанню його країн-членів.

Власне, 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 в світовій економіці, оскільки була жорстко скерована на ліквідацію збиткових державних підприємств, а також на прискорення приватизації як у розвинутих країнах, так і в тих, що розвиваються. С. Горбунов зазначив, що економічно розвинуті країни, залучені у програмах МВФ, нав'язують країнам-позичальникам не лише економічні пріоритети розвитку, а й вимагають відповідних політичних компромісів [159, с. 145].

Зрозуміло, що вивчити й детально систематизувати всі аспекти діяльності міжнародних фінансових інституцій доволі проблематично. Загалом же основні засади регулювання ринку капіталів можна звести до таких основних положень.

По-перше, діяльність більшості міжнародних економічних організацій стає дедалі більше взаємозалежною.

По-друге, при виборі пріоритетів співпраці МВФ приділяє дотриманню країнами основних засад ефективного функціонування економіки відповідно до Кодексу порядної практики (Codes of Good Practices).

По-третє, звичним є те, що негнучкі політико-економічні умови кредитування деякі фінансисти розглядають як своєрідний диктат з боку МВФ. Зокрема, Дж. Сакс і Дж. Стігліц критикують МВФ за жорстке нав'язування монетаристської політики, дерегулювання економіки, скорочення господарських функцій держав і неврівноважене здійснення політики приватизації [367].

По-четверте, у зв'язку зі зростанням обігу капіталів змінюється системний підхід МВФ до проблем регулювання платіжних балансів; особливу увагу приділяють статтям платіжного балансу, пов'язаним із рухом капіталів. У той же час фонд вживає дієвих заходів щодо посилення нагляду за трансформацією кредитних установ [457, р. 8].

По-п'яте, масштаби і вплив фінансових криз у відкритій світовій економіці суттєво модифікуються. Йдеться насамперед про істотне обмеження і контроль державою міжнародного руху капіталів в умовах фіксованих

валютних курсів (відповідно до Бреттон-Вудської системи). Водночас поступова лібералізація фінансового сектору сприяє зростанню обсягів інвестицій і заощаджень та їхньому ефективному вкладанню (зокрема, у фінансування інновацій), що приводить до скорочення попиту на послуги фінансових посередників і відповідно диверсифікації ризиків. Тому на початку 1990-х рр. П. Кругман попереджав про можливі кризи в реальній економіці та про доцільність уникати небезпечного послаблення інструментарію антикризової політики у світовій економіці [234, с. 28]. Проте посилювалася нестійкість ринків капіталів і хвиля фінансових криз засвідчила доцільність координації дій міжнародних фінансових інституцій за відстеженням руху капіталу. Для запобігання кризовим ситуаціям МВФ запровадив прийняття країнами "конструктивних зобов'язань", які треба виконувати у випадках погіршення фінансової ситуації. З урахуванням досвіду причин і наслідків фінансових криз, які сколихнули світову економіку, М. Камдессю у праці "Рух капіталу, кризи і приватний сектор" наголосив, що регулювання криз, розвитку приватного сектору економіки та руху капіталу є взаємопов'язаними, тому потребують дотримання наступних основних принципів: сприяння розвитку вільного ринку за допомогою застосування визначених стандартів і принципів ефективного управління; зміцнення стійкого партнерства між банками й фінансовими установами та їхніми незалежними і корпоративними клієнтами, а також застосування кризового менеджменту з урахуванням інтересів учасників ринку [456].

Оскільки фінансові кризи мають стійку тенденцію до модифікації, то 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 у країні валютних резервів для розрахунків із фондом та забезпечення підтримки реформування економіки.

По-шосте, у цілому Бреттон-Вудська система відіграла важливу роль у розвитку валютних відносин, які почали ґрунтуватися на міжурядових угодах, а

також зростанні грошових заощаджень у промислово розвинутих країнах, що сприяло розвитку світового ринку капіталу. У свою чергу, тимчасовий комітет МВФ на своїй сесії 28 квітня 1997 р. домовився про те, що в установчу угоду фонду повинна бути внесена поправка, відповідно до якої фонд володіє правом і може сприяти лібералізації руху капіталів [252, с. 105]. Тимчасовий комітет МВФ погодився щодо чотирьох основних принципів: фонд має 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; фонд має 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 МВФ.

Слід зазначити, що країни з трансформаційною економікою поступово виходять на ринки капіталу, проте зростання їхньої зовнішньої заборгованості ускладнює міжнародний рух капіталів. У такому аспекті цим державам важливо було уникнути боргового "зашморгу" у взаємовідносинах з міжнародними фінансовими інституціями, оскільки, як правило, нові зовнішні запозичення використовували здебільшого на погашення раніше отриманих кредитів, тому розвиток саме національних фінансових ринків є запорукою оптимізації співвідношення між зовнішніми і внутрішніми запозиченнями.

По-сьоме, важливо звернути увагу і на такий аспект даної проблеми, як доцільності повернутися до системи золотих паритетів. Зазначимо, що закріплення системи золотодоларового стандарту сприяло розширенню міжнародного торгового обороту і розвитку ринку капіталу. Підставою для такого твердження може слугувати те, що за межами США на початку 1990-х рр. в обігу було понад 300 млрд. дол. США, що становило близько двох третин готівки, що перебувала в обігу [32, с. 161]. Вимоги про обмін американського долара на золото стали свого часу обтяжливими для США, оскільки виникла необхідність підтримувати низькі ціни на золото за рахунок власних резервів,

тому США відмовилися від обміну долара на золото за офіційною ціною. Вважаємо, що питання відновлення ролі золота для досягнення визначеності реального еквівалента потребує зваженішого підходу і нині не перебуває на порядку денному.

По-восьме, особливу увагу фонд приділяє отриманню достовірної економічної інформації (відповідно до Спеціальних стандартів поширення даних (ССПД; SDDS – Special Data Dissemination Standard) визначають основні фінансові показники та необхідні відомості про стан національної економіки), забезпеченню фінансової підтримки країні у разі виникнення кризового стану, а також стежить за управлінням державним боргом та дотриманням податкових зобов'язань. Заходи з посилення нагляду передбачають і розробку стандартів надання МВФ країнами-членами своєчасної статистичної звітності про стан економіки. У 2003 р. Україна також приєдналася до ССПД МВФ. Проте не можна не погодитися з фінансовими аналітиками, які констатують, що глобалізація зумовила настільки суттєві міжнародні та внутрішні трансформації, що загальновизнані методи збирання й аналізу статистичних даних дедалі менше відображають реальність економічних процесів [234, с. 28].

Кожний із зазначених аспектів не існує сам собою, відокремлено один від одного, навпаки, вони утворюють частини єдиного цілісного процесу, поєднані прямими і зворотними зв'язками. Саме у процесі розвитку складаються міжнародні економічні відносини і відповідно зростає регулювальна роль міждержавних фінансових інституцій. З огляду на це, у 1990-х рр. стабілізаційні програми за участю МВФ було розпочато у 24 з 26 східноєвропейських країн. До січня 1992 р. експерти МВФ разом із працівниками Міжнародного 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 на акціонерні товариства тощо), розширення сфери залучення іноземного капіталу. Верховна Рада України прийняла Закон України "Про вступ України до Міжнародного валютного фонду, Міжнародного банку реконструкції і розвитку, Міжнародної фінансової корпорації, Міжнародної асоціації розвитку та Багатостороннього агентства по гарантіях інвестицій" від 3 червня 1992 р. № 2402-ХІІ, що започаткував новий етап співпраці України з міжнародними інституціями та прискорив її вихід на світові ринки запозичень. На нашу думку, до основних етапів співпраці можна віднести наступні.

На першому етапі (1994–1998 рр.) співпраці з МВФ Україна отримала 2,7 млрд. дол. США, які було використано на підтримку фінансової стабільності в державі. Зокрема, здійснювали заходи зі забезпечення зростання резервів Національного банку України, позитивного сальдо платіжного балансу, уникнення неправомірних витрат із бюджету тощо. Проте значну частку кредитів МВФ традиційно використовували 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. Цілком зрозуміло, що відносна слабкість фінансової системи України і великі виплати за зовнішнім боргом потребували подальшої допомоги міжнародних фінансових інституцій.

Другий етап розпочався після узгодження програми механізму розширеного кредитування, яку МВФ прийняв на 1998-2002 рр., а обсяги кредитування передбачали 2,3 млрд. дол. США, з котрих було надано 1,6 млрд. дол. США [312, с. 22]. Водночас фонд періодично переглядав рішення про відкриття кредитних ліній, оскільки виникали неузгодженості у прийнятих домовленостях. Так, у грудні 2001 р. Правління Світового банку прийняло рішення про надання другої частки першого траншу (загальна сума траншу становила 750 млн. дол. США.) за програмою розширеного кредитування на суму 100 млн. дол. США (перша частка у розмірі 150 млн. дол. США кредиту

надійшла у вересні 2001 р.) [405]. Проте у січні 2002 р. Правління МВФ відклало розгляд питання про надання цього траншу, оскільки не було врегульовано проблему повернення з бюджету підприємствам-експортерам сплаченого податку на додану вартість.

Третій етап розпочався після завершення співробітництва за Програмою EFF; серед прийнятних форм подальшого співробітництва з МВФ на безкредитній основі уряд України обрав попереджувальну програму "стенд-бай", якою передбачено впродовж 1,5–3 років надання кредитів у розмірі 600–800 млн. дол. США тільки у випадку особливих ситуацій згідно з вимогою нашої держави. Здебільшого заходи програми спрямовані на подальше впровадження економічних реформ і зосереджені на: проведенні зваженої бюджетної політики; вдосконаленні податкового законодавства; фінансовому оздоровленні паливно-енергетичного комплексу; системних перетвореннях в агропромисловому комплексі; реформуванні житлово-комунального господарства; поліпшенні інвестиційного клімату і завершенні переговорів про вступ до Світової організації торгівлі.

У 2003 р. місія МВФ позитивно оцінила стабільність макроекономічної ситуації, проведення структурної реформи і податкової політики, а також наміри Національного банку України достроково повернути борг фонду в розмірі 1,8 млрд. дол. США і намагання забезпечити відповідний рівень міжнародних резервів. Проте, на нашу думку, дискусійною залишалася пропозиція НБУ достроково повернути борг МВФ. Слід зазначити, що НБУ розміщує частину своїх резервів із доходністю 0,9% річних. При цьому, згідно з діючим порядком, НБУ до погашення всіх боргів перед МВФ не має права працювати з цінними паперами як американського уряду, так й іншими фінансовими установами. Зокрема, якби НБУ працював із цінними паперами Федеральної резервної системи США, то доходність за операціями могла б сягнути 2,9%. Зазначимо, що питання повернення боргу МВФ так і залишилося відкритим.

Оскільки у 2003 р. Україна здійснила великі виплати з погашення зовнішнього боргу, у зв'язку з нерозвиненістю внутрішнього фінансового ринку було здійснено вихід на ринок зовнішніх запозичень (залучення позик за ставкою 10% річних), а також заплановано знову отримати кредити від МВФ. Проте у жовтні 2003 р. експерти МВФ повторно відмовилися рекомендувати фонду відкрити кредитну лінію, оскільки Україна невиконала наступні заходи щодо погашення простроченої заборгованості з відшкодування ПДВ (допущено нагромадження нової додаткової простроченої заборгованості) та скасування пільг із ПДВ. Особливу увагу місяця приділила саме дотриманню Україною домовленостей про принципові параметри Державного бюджету на 2004 рік.

Під час черговій місії (20 липня 2004 р.) експерти МВФ з'ясували наступні питання: які передумови потрібні є для збереження темпів економічного зростання; наскільки бюджетна політика та фіскальні новації відповідають завданням сталого зростання; який взаємозв'язок монетарної політики, обмінного курсу та інфляційних процесів; оцінка ризиків розвитку фінансового сектору; які кроки необхідні для підвищення інвестиційної привабливості економіки України. Оскільки одним із об'єктів постійного моніторингу з боку МВФ є вирішення проблеми погашення заборгованості бюджету з відшкодування ПДВ, у сфері адміністрування ПДВ передбачено розпочати пілотний проект з автоматичного відшкодування ПДВ експортерам із бездоганною "податковою історією" і простежити за реструктуризацією боргів у державні ПДВ-облігації.

Слід підкреслити, що співпраця з міжнародними фінансовими інституціями (відкриття нових кредитних програм, прогнози експертів щодо економічного розвитку країн) – веління часу, тому що є важливим показником для іноземних інвесторів. За оцінками експертів МВФ, у 2003 р. в Україні реальне зростання ВВП мало становити 8,5%, інвестицій (у відсотках до ВВП) – 21,3, у т. ч. приватних – 18,8 і державних – 2,5%. Зокрема, у 2003 р. ВВП (у фактичних цінах) порівняно з 2002 р. зріс на 117%, інвестиції – на 137%

[розраховано за: 398, с. 29, 215]. На 2004–2008 рр. прогнози поміркованіші (таблиця 5.5).

Нині Україна опрацьовує документи щодо започаткування програми "стенд-бай", узгоджує тексти Меморандуму про економічну та фінансову

Таблиця 5.5

Перспективи зростання валового внутрішнього продукту та інвестицій в Україні (за 2004-2008 рр.)*

(у відсотках)

Показники	Роки				
	2004	2005	2006	2007	2008
Реальне зростання ВВП, у %	6,0	4,0	4,0	4,0	4,0
– високий рівень	9,0	6,0	5,0	5,0	5,0
– низький рівень	4,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Інвестиції, у % до ВВП	22,5	22,1	22,6	22,5	22,5
– високий рівень	23,5	23,1	23,6	23,5	23,5
– низький рівень	19,5	19,1	19,6	19,5	19,5
Приватні інвестиції	20,0	19,5	20,0	20,0	20,0
– високий рівень	21,0	20,5	21,0	21,0	21,0
– низький рівень	17,0	16,5	17,0	17,0	17,0
Державні інвестиції	2,5	2,6	2,6	2,5	2,5
– високий рівень	2,5	2,6	2,6	2,5	2,5
– низький рівень	2,5	2,6	2,6	2,5	2,5

* Складено за: [468].

політику, технічного меморандуму про взаєморозуміння і таблиці заходів та критеріїв ефективності програми. Таким чином, враховуючи викладене, варто зазначити, що співпраця України з МВФ на різних етапах загалом сприяла вирішенню проблем платіжного балансу, державного боргу, стимулювала системне проведення податкової реформи, структуризацію паливно-енергетичного комплексу, привертала увагу до соціальних проблем. До того ж, багатогранність відносин і координація спільних заходів із МВФ сприяли розширенню можливостей взаємодії з іншими міжнародними фінансовими інституціями.

За таких обставин активізувалася співпраця з групою Світового банку, головною метою діяльності якої є надання допомоги країнам для їхньої

інтеграції у світову економіку та сприянню тривалому економічному зростанню і зниженню рівня бідності у країнах, що розвиваються. До структури Світового банку належать Міжнародний банк реконструкції та розвитку (МБРР), Міжнародна фінансова корпорація (МФК), Міжнародна асоціація розвитку (МАР) і Багатостороннє агентство гарантій інвестицій (БАГІ). Світовий банк в Україні брав участь у програмах системної позики, що підтримують реформи у законодавчій та інституційній сферах; надавав конкретні інвестиції та контролював їхнє використання. Зокрема, у 2004 р. Україна згідно зі "Системною позикою-2" (загальний транш 175 млн. дол. США) отримала кредит 75 млн. дол. США (таблиця 5.6).

Таблиця 5.6

Співпраця міжнародних фінансових інституцій з Україною
(за 2000–2008 рр.)*

(млн. дол. США)

Показники	Роки								
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Програмне фінансування	70	310	353	1,075	1,013	–	–	–	–
Випуск євро-бондів урядом	–	–	353	1,00	700	950	900	600	400
Світовий банк	70	310	–	75	175	–	–	–	–
МВФ	245	375	–	–	0	–	–	–	–

*Складено за: [468].

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

Програмою діяльності уряду пріоритети надають залученню до інвестиційних проектів міжнародних фінансових інституцій, насамперед МБРР та ЄБРР, з метою забезпечення створення в Україні сучасних

високотехнологічних виробництв [28]. Проте Міжнародний банк реконструкції та розвитку 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 та фінансову доцільність інвестування проектів, постійно здійснюють системний моніторинг вкладень (із точки зору не лише економічного ефекту, а й збереження довкілля, підтримки політики лібералізації економіки). Особливу увагу приділяють кредитуванню проектів, спрямованих на вдосконалення банківської й правової (зокрема, судової) систем, сприяння створенню інвестиційного клімату.

За останні десятиріччя у сфері кредитування помітно зросла конкуренція з боку приватного сектору та інших регіональних банків розвитку (Азійського Банку Розвитку, Африканського Банку Розвитку, Європейського Інвестиційного Банку), що зумовило певне ускладнення діяльності МБРР. Крім того, зміна в США стратегії політики стосовно МБРР призвела до поступового зменшення обсягу кредитних ресурсів, скерованих на розширення діяльності Міжнародної асоціації розвитку (МАР). При цьому капітал банків розвитку формується в основному за рахунок внесків акціонерів, які зацікавлені в консолідації банківської сфери для вирішення багатьох проблем реорганізації певних секторів економіки з урахуванням потреб суспільного розвитку³⁹.

Згідно з п. 2 Указу Президента України "Про членство України в Європейському банку реконструкції та розвитку" від 14 липня 1992 року № 379/92 Україна приєдналася до Угоди про заснування Європейського банку реконструкції та розвитку на підставі чинного на її території законодавства. Україна співпрацює з ЄБРР у наступних пріоритетних напрямках: по-перше, у розвитку приватного сектору (участь банку в приватизації великих підприємств); по-друге, у банківсько-фінансовому секторі й малому та середньому бізнесі; по-третє, в енергетиці та енергозбереженні; по-четверте, у

³⁹ Активи ЄІБ, наприклад, становлять 224 млрд. дол. США, активи всієї української банківської системи – приблизно 54 млрд. дол. США.

муніципальній і транспортній інфраструктурі; по-п'яте, в аграрній сфері й переробній промисловості; по-шосте, у машинобудуванні; по-сьоме, у розвитку готельного і житлового господарства. Особлива увага приділена продовженню ядерних програм (K2R4 проект).

Європейський банк реконструкції і розвитку (ЄБРР), наприклад, у межах кредитної лінії МСП-2⁴⁰ проводить конкурси на кращі бізнес-проекти серед підприємств малого й середнього бізнесу, а реалізація проектів пов'язана з оснащенням підприємств сучасним устаткуванням та новітніми технологіями⁴¹. Як правило, 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.

Джерелами формування спеціального фонду Державного бюджету України на 2005 р. у частині фінансування є позики, що держава залучає від міжнародних та іноземних інституцій з метою подальшого рекредитування або надання трансфертів для впровадження проектів розвитку. Відповідно поліпшення умов залучення позик на зовнішніх і внутрішніх ринках та підвищення кредитного рейтингу України зумовили певне зниження привабливості позик міжнародних фінансових інституцій як одного з джерел фінансування бюджетних витрат, пов'язаних із реалізацією проектів у державному сегменті економіки та у соціальній сфері. Проте виникло питання про кардинальну зміну політики подальших державних запозичень, що зумовлює уточнення стратегії щодо координації відносин із цими інститутами.

При подальшій співпраці доцільно враховувати наступні аспекти. Державна політика співробітництва з міжнародними фінансовими інституціями на сучасному етапі має бути зорієнтована не стільки на мінімізацію запозичень, а на ефективніше використання переваг і можливостей, що надають членство у

⁴⁰ Кредитна лінія МСП-2: мінімальний розмір кредиту – 125 тис. дол. США; максимальний – 2,5 млн. дол. США; надають недержавним підприємствам, чисельність працівників на яких не перевищує 500 осіб.

⁴¹ 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 року в рамках другої кредитної лінії ЄБРР на суму 975,324 тис. дол. США за зниженою відсотковою ставкою Libor + 5,25%.

цих інституціях чи укладені домовленості. Варто враховувати, що стратегія співробітництва полягає не тільки в отриманні позик для фінансування державних програм і проектів, а є певним комплексом взаємодоповнюючих функцій, скерованих на відстоювання національних інтересів у світовій економіці. Тому необхідно застосовувати системний підхід щодо максимального використання порівняльних переваг з урахуванням доцільності співробітництва з тією чи іншою міжнародною організацією. А відтак основою співробітництва має бути чітке визначення ролі кожного учасника і належний контроль за використанням запозичених коштів. Відповідно варто розмежувати функції та відповідальність міжнародних організацій і державних установ, що відповідають за здійснення співробітництва. Зрозуміло, що визначені угоди і програми дій мають бути підпорядковані основній меті – забезпечення стратегії макроекономічного зростання. Особливу увагу слід приділити запобіганню неефективного використання позик, а позикові ресурси сконцентрувати на реалізації інвестиційно-інноваційних проектів державного значення.

Одним із стратегічних напрямків зовнішньоекономічної політики України, її поступової, але неухильної інтеграції в європейські та глобальні процеси і 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. Нині 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 і 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 здійснюють 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 та ліцензування; санітарно-ветеринарних норм й екологічних заходів.

У створенні різноманітних союзів та об'єднань традиційно зацікавлені й економічно розвинуті держави, тому є відповідні процедури взаємного сприяння при вступі інших держав до міжнародних економічних організацій. У праці П. Мавроїдеса, М. Метсушіта і Т. Шоенбаума узагальнено правові аспекти регулювання й практики вступу до СОТ [460]. В іншому дослідженні на цю тему – Ф. Інгліша, А. Матто і Б. Хоекмана – особливу увагу приділено економічному розвитку світової економіки і подальшим аспектам діяльності СОТ [451]. Проблемам регіональної інтеграції та особливостям вступу постсоціалістичних країн до СОТ присвячені дослідження Л. Алана, К. Мішалопоулоса, Д. Тарра і М. Шіффа [462]. Провідний економіст Світового банку Джон С. Вілсон у статті "Торговельна допомога, правила СОТ і принципи побудови. У чому полягає роль держави?" зазначив, що сучасні торговельні відносини передбачають спочатку всебічну допомогу СОТ країнам-кандидатам для проведення регулювальної реформи, гармонізації стандартів і відповідності нормативних актів [368, р. 26]. Проте експерти МВФ вважають, що впровадження правил вільної торгівлі позитивно впливає лише на економіки країн з однаковим рівнем розвитку.

Відомі вітчизняні економісти (І. Бураковський, А. Гальчинський, А. Філіпенко та інші) вважають, що вступ до Світової організації торгівлі потребують координованих і чітко визначених зусиль щодо реформування механізму реалізації економічної політики з урахуванням національних інтересів [415, с. 7–8]. В. П'ятницький констатує, що вступ до СОТ – це насамперед засіб посилення конкурентоспроможності національної економіки [350, с. 7]. Такої ж думки дотримуються Я. Жалило, О. Струк, які зазначають, що рівність партнерів у рамках СОТ є досить умовною [196, с. 7–8]. Незважаючи на різні погляди довкола вступу до СОТ, нині це є економічною

доктриною політики держави з метою забезпечення гідного місця України у системі міждержавних відносин.

За таких обставин передбачено завершити переговорний процес із країнами-членами СОТ і забезпечити вступ України до цієї міжнародної організації. У 2004 р. загальна кількість підписаних Україною двосторонніх протоколів доступу до ринку товарів та послуг досягла 24, а також прийнято законодавчі акти, необхідні для забезпечення умов вступу до СОТ, зокрема, щодо питань захисту прав інтелектуальної власності, вдосконалення системи стандартизації та сертифікації, митного регулювання. Особлива увага приділена кореспондуванню напрямків бюджетного фінансування з правилами міжнародної організації. За розрахунками Міністерства економіки України, за умови вступу України до СОТ щорічне додаткове зростання ВВП становитиме 2 відсоткових пункти, збільшення експорту продукції – до 2 млрд. дол. США, зростання прибутків підприємств – майже на 8 млрд. грн., зростання обсягів прямих іноземних інвестицій – від 2 млрд. дол. США, а загальний позитивний вплив на доходи державного бюджету становитиме до 3 млрд. грн. щорічно [391, с. 4].

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, що 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 залучення позичкових коштів у формі як 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).

Більша прозорість щодо регулювання умов інвестування вплине на ринок фінансового капіталу, оскільки виникає потреба у внесенні змін у режим регулювання інвестиційної діяльності й застосуванні сучасного рівня менеджменту. Запровадження відповідних принципів і норм СОТ ґрунтоване на скасуванні деяких законодавчо встановлених обмежень (наприклад, вимог стосовно здійснення аудиторської діяльності лише 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, й обмежити кількість іноземних банків та їхню частку в активах і капіталі банківської системи України [294, с. 37].

Передбачуваність і прозорість економічної політики створюють потенційні можливості для залучення прямих іноземних інвестицій. Вітчизняний ринок фінансового капіталу в умовах збільшення обсягів кредитування та інвестування має не лише підвищити рівень обслуговування, розширити спектр фінансових послуг, а й удосконалити технології їхнього надання та відповідного правового захисту. В умовах реструктуризації та концентрації капіталу особливу увагу варто приділити ліквідації (санації,

поглинанню) неконкурентоспроможних підприємств із метою підвищення стабільності фінансового ринку. Залучення додаткового капіталу та новітніх технологій надання страхових послуг (у результаті зняття обмежень щодо доступу іноземних страхових компаній на ринок України) варто використати для зниження соціальної напруженості як підсумку 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 упродовж першого-другого року після вступу до цієї організації вони зросли у 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 пільг 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 розслідувань); 5) запобігання загрозі торговельно-економічної ізоляції у результаті розширення Європейського Союзу (витісненню з європейського ринку української продукції аналогічною продукцією членів ЄС).

На нашу думку, варто також враховувати можливі негативні наслідки: 1) загострення проблеми низької конкурентоспроможності продукції національного виробництва; 2) втрата деякими суб'єктами господарювання внутрішнього ринку (більшою мірою це стосується тих з 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 відповідних вітчизняних інституцій.

Вступ до СОТ може призвести до поглиблення 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 надати більшої уваги прогнозуванню розвитку кризових явищ, розробці моделей запровадження дієвих запобіжних заходів попередження кризового стану (оптимізувати вигоди і ризики), а також з урахуванням безпеки розвитку фінансового та реального секторів економіки скоригувати послідовність етапів інтеграції у світовий економічний 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).

Підсумовуючи розглянуті напрямки вступу та узгодження у ході двосторонніх переговорів режимів доступу до ринку України товарів та послуг (навіть до набуття нею членства у СОТ), слід зазначити, що це дає змогу зацікавленим державам та Україні розробляти й стратегію розвитку ринку фінансового капіталу. При цьому в процесі підготовки до вступу до СОТ варто, на нашу думку, не лише вести взаємні торговельні переговори, гармонізувати систему законодавства, а й передбачити прийняття єдиної Національної 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", коли країни з перехідною економікою й ті, що розвиваються, виступають проти політики лібералізації і створення рівних умов конкуренції для вітчизняних та іноземних підприємств (корпорацій).

Саме за наявності сприятливого інвестиційного клімату і гарантій на державному рівні вітчизняні та іноземні інвестори реінвестують кошти у країну, де вони були отримані. При погіршенні інвестиційного клімату інвестори, як правило, відмовляються від попередніх інвестиційних стратегій, і капітал

спрямовують за кордон. Це й визначає необхідність відстеження суперечностей і закономірностей інтеграції вітчизняного ринку фінансового капіталу в світову економіку.

5.3. Суперечності та перспективи інтеграції національного ринку фінансового капіталу в світову фінансову систему

В умовах формування цілісного економічного, соціального і правового європейського простору розширюється співпраця України з Європейським Союзом, оскільки це є важливою умовою інтеграції нашої держави у світову економіку, одним із факторів успіху демократичних перетворень і визнання статусу країни з ринковою економікою. Згідно з державною доктриною діяльності уряду на сучасному етапі основним завданням є створення належної бази для набуття Україною повноправного членства в Європейському Союзі (ЄС), вступ до Світової організації торгівлі та формування у суспільстві проєвропейської більшості. З метою координації заходів, спрямованих на реалізацію стратегічних цілей державної політики щодо входження України в європейський політичний, економічний і правовий простір, активізувала свою діяльність Державна рада з питань європейської та євроатлантичної інтеграції України.

Зазначимо у зв'язку з цим, що загальнополітична ситуація та міжнародні події в світовій економіці суттєво впливають і на функціонування вітчизняного ринку фінансового капіталу. Під впливом глобалізації, по-перше, виокремилася тенденція формування триполярності у системі міжнародних відносин; по-друге, інтенсифікувалися інтеграційні процеси в Європі, відбулося помітне розширення Європи за рахунок країн Центрально-Східної Європи; по-третє, активізувалися інтеграційні процеси на пострадянському просторі; по-четверте, розширюється регіональне співробітництво і стратегічне партнерство між регіональними інституціями.

Необхідно підкреслити, що наприкінці ХХ століття розширення міграції фінансового капіталу між країнами набуло новітніх рис. Одним із основних напрямків у сфері руху капіталів став розвиток ринку фінансових капіталів постсоціалістичних країн, включаючи переорієнтацію транснаціональних банків і компаній на економіку цих країн як одну з пріоритетних сфер вкладення інвестицій. Тому збільшенню обсягів руху капіталів сприяло не лише зростання світової торгівлі, а й більша відкритість економік (національних фінансових ринків) і проведення широкомасштабних трансформаційних реформ. Цілком зрозуміло, що за даними Банку міжнародних розрахунків у 1979 р. обсяг операцій на світовому ринку капіталів становив приблизно 80 млрд. дол. США, у 1989 р. – 718 млрд. дол. США, а в 1999 р. – 1,5 трлн. дол. США, тобто зріс в 1,9 раза [181, с. 55]. Проте коливання провідних напрямків світових потоків капіталів заперечують єдиний схематизм у підході до дослідження інтеграційних аспектів обігу фінансового капіталу, оскільки потребують комплексних досліджень з урахуванням політичних, економічних і соціальних чинників. Загалом ринок фінансового капіталу варто розглядати як одну зі складових сучасної світової економіки, а виокремлення суттєвих тенденцій розвитку світових ринкових відносин дає змогу принаймні теоретично створити єдину картину ринкового обміну як особливої форми світового господарства.

Принципово важливо у процесі розвитку ринку фінансового капіталу відстежити і врахувати рівень його "залежності" чи "незалежності" від інших зовнішніх ринків капіталів. Зрозуміло, що економічна політика держави має спиратися на економічні закони, спільні інтереси учасників ринку фінансового капіталу та інших сфер економіки. Крім того, чим повніше державна політика відображає економічні інтереси, тим реальніше вона відстоює національні інтереси учасників фінансового ринку. За аналогією у радянській економічній літературі досліджували основні тенденції монополізації державою зовнішньої торгівлі та фінансового сегмента економіки з позицій світових господарських зв'язків, а підтримка національних експортерів та обмеження економічного

простору від проникнення "чужих" капіталів була найважливішою прерогативою державної політики у сфері зовнішньоекономічних відносин⁴². На противагу даній політиці професор Чикагського університету Дж. Г. Лорі сформував критерії пріоритетності в процесі лібералізації міграції капіталів між країнами. Він зазначив, що варто надати іноземним компаніям доступ на ринки США, але одночасно доцільно вести переговори про аналогічні привілеї для американських компаній, зокрема для тих, що здійснюють фінансові операції на закордонних ринках [261, с. 165]. У промислово розвинутих країнах було прийнято достатньо законів, що мали сприяти обмеженню присутності іноземного капіталу, але на практиці державні регулятивні установи досить лояльно спостерігали за масштабами і напрямками розміщення іноземних інвестицій. З цієї позиції Б. Парахонський вважає, що в умовах ринкових відносин визнання національних інтересів відбувається на трьох рівнях: глобальному, регіональному і локальному [402, с. 15]. У зв'язку з цим, на думку В. Ткаченка, різновекторні орієнтири, зокрема, геополітичні цілі, різний економічний рівень і належність до різних регіонів ускладнюють координацію національних інтересів країн-учасниць Союзу незалежних держав [409, с. 15–16].

Остаточно державна політика має бути спрямована на досягнення наступних цілей: по-перше, залучення в інвестиційний процес потужних світових експортерів капіталу; по-друге, репатріація вітчизняного капіталу; по-третє, запобігання економічній залежності держави від обмеженого переліку країн (насамперед у загальній структурі іноземних інвесторів). Водночас активізація діяльності іноземних інвесторів на українському ринку в умовах поліпшення макроекономічної ситуації є закономірним явищем в обігу капіталів, оскільки взаємопов'язаність фінансової сфери миттєво реагує на мінливу кон'юнктуру. До того ж, у 1990-х рр. в Україні сформувався

⁴² Г. 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 й наступні відмінності: значне зростання масштабів фінансового капіталу; фінансовий капітал проявляється у нових організаційних формах; зростає роль монополій (злиття, поглинання) [420, с. 6].

зустрічний потік капіталів (переважно "тіньових") за кордон, який мав стійку тенденцію до зростання, що свідчить про достатній рівень його концентрації у певних бізнес-структурах.

Із урахуванням перерахованих аспектів слід зазначити, що консолідація залучення вітчизняних та іноземних інвестицій сприятиме активізації економічних процесів у державі. Згідно зі Законом України "Про інвестиційну діяльність" інвестиції – це всі види майнових та інтелектуальних цінностей, які вкладають в об'єкти підприємницької та інших видів діяльності, у результаті котрої отримують прибуток (дохід) або досягають соціального ефекту. В зарубіжній літературі поняття інвестиції (investment) трактують як витрати у даний час грошових або інших засобів в очікуванні отримання доходу і майбутніх вигод [113, с. 25]. При цьому необхідність підтримки економічного розвитку постійно перебує, з одного боку, ґрунтовного аналізу оптимальних обсягів і структури інвестицій у вітчизняну економіку, а також пошуку можливостей стимулювання їхнього залучення. Відповідно слід підкреслити, що у теорії інвестицій розглядають принцип фінансової рівноваги (оптимізації), якого досягають у процесі поетапного планування (особливу увагу варто приділити ліквідності і платоспроможності суб'єктів господарювання, залучених у конкретний процес), своєчасного загальноекономічного аналізу й оцінки фінансових результатів. Поділяємо погляди М. Овсійчук, Л. Сидельнікова, які вважають, що інвестиції можна класифікувати з різних точок зору: 1) щодо об'єкта виокремлюють інвестиції в майно, фінансові й нематеріальні інвестиції; 2) щодо напрямку дії – інвестиції на розширення, заміну, раціоналізацію і відновлення фондів [316, с. 58].

З іншого боку, має бути створений сприятливий клімат для інвестицій, запропоновані конкурентні переваги концентрації фінансового капіталу в перспективних сегментах економіки, а гнучкість банківської системи повинна сприяти вільному переміщенню капіталів. Зокрема, конференція Організації Об'єднаних Націй із питань торгівлі та розвитку (UNCTAD) щороку інформує про стан іноземних інвестицій, щоб інвестори мали змогу орієнтуватися

стосовно систем оцінок інвестиційного клімату (рейтинги Institutional Investor, Euromoney, BERI тощо)⁴³. У 2004 р. міжнародний журнал "Institutional Investor's" опублікував кредитний рейтинг країн світу⁴⁴. За півроку, з березня 2004 р., Україна піднялася на шість позицій: із 86 на 80 місце; суверенний рейтинг держави зріс на 4,5 пункта і сягнув 37 балів. Суверенний рейтинг України, який визначили провідні агентства, становить: Fitch-B+ стабільний; Moody's-B1 позитивний; Standar & Poor's (S&P) підвищило довготерміновий рейтинг до B+ позитивний [222]. Підвищення рейтингів міжнародних агентств сприяє подальшому поліпшенню інвестиційного клімату та довіри іноземних інвесторів. Слід зазначити, що у 2004 р. згідно зі змінами до Указу Президента України "Про додаткові заходи щодо залучення іноземних інвестицій в економіку України" від 7 липня 2003 р. створено акціонерне товариство "Агентство з питань іноземних інвестицій"⁴⁵.

Поліпшенню інвестиційного клімату сприяла активізація реалізації заходів на виконання програми "Інвестиційний імідж України", спрямована на розвиток пріоритетних галузей економіки, запровадження новітніх технологій і виробництво продукції, конкурентоспроможної на зовнішньому ринку. Зокрема, укладено двосторонні угоди про заохочення і захист інвестицій між Україною та більше як 50-ма іноземними державами, створено систему постійного інформування потенційних інвесторів про інвестиційні можливості. Крім того, розпорядженням Кабінету Міністрів № 208 від 1 квітня 2004 р. затверджено концепцію створення системи рейтингової оцінки регіонів, галузей національної економіки і суб'єктів господарювання. Зокрема, інвестори при

⁴³ 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 націоналізації в економіці визначає рейтинг BERI (Business Environment Risk Index).

⁴⁴ Журнал "Institutional Investor's" визначає рейтинг у 173 країнах; значення рейтингу встановлюють від 0 до 100 балів.

⁴⁵ Основними завданнями агентства є сприяння залученню іноземних інвестицій, формування привабливого інвестиційного іміджу держави та її регіонів, пошук потенційних інвесторів для вітчизняних суб'єктів підприємницької діяльності і захист прав інвесторів.

визначенні інвестиційної привабливості підприємств України особливу увагу приділяють фінансовому стану підприємств (додаток Ф).

Загально визнаними і цілком прийнятними є наступні основні види залучення капіталу: 1) підприємницький капітал: прямі інвестиції, портфельні інвестиції, спільні підприємства і транснаціональні корпорації; 2) позичковий капітал. У свою чергу, інвесторів поділяють, як правило, на дві великі групи: стратегічні та портфельні. Саме стратегічні інвестори здійснюють прямі інвестиції з метою встановлення повного контролю над об'єктами закордонних інвестицій, розширення доступу до основних факторів виробництва, трудових і природних ресурсів (зауважимо, що 70% інвестицій надходить у промислово розвинуті країни і біля 25% – у країни, що розвиваються). Очевидно, що при виході на нові ринки інвестори (компанії) 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 насамперед на розміри ринку, котрі визначають, як правило, здатністю населення до споживання (ПП на особу). Так, за розрахунками економічного радника Світового банку Р. Ньюфармера прямі іноземні інвестиції у країни, що розвиваються, зросли з 30 млрд. дол. США у 1990 р. до 180 млрд. дол. США у 1999 р., проте у 2002 р. інвестиції зменшилися до 160 млрд. дол. США [463, с. 22–23]. У 1980 р. прямі іноземні інвестиції забезпечували ледь більше 2% валових інвестицій в основний капітал, у другій половині 1990-х рр. цей показник досягнув уже майже 8%, а у країнах з перехідною економікою – понад 10% [329, с. 75].

У світовій науці сформувалися наступні теорії прямих іноземних інвестицій: теорія міжнародних портфельних інвестицій; теорія монополістичної переваги (Р. Вернон, С. Гаймер, Ч. Кіндлебергер); теорія інтерналізації прямих іноземних інвестицій і теорія еkleктичної парадигми прямих іноземних інвестицій (Дж. Даннінг). Особливої уваги з огляду на предмет нашого дослідження заслуговує теорія еkleктичної парадигми, що

об'єднує положення теорій міжнародної торгівлі (порівняльної переваги), монополістичної переваги та інтерналізації [214, с. 38]. При цьому прямі іноземні інвестиції здійснюються на підставі врахування трьох основних груп чинників: 1) переваги володіння (ownership advantages): преференційний доступ до ринків, перевага від ефекту масштабу; 2) переваги розташування (location advantages): географічне положення, місткість ринку країни-реципієнта, податки; 3) переваги інтернаціоналізації (internalization advantages): зменшення витрат на обмінних операціях, збереження контролю тощо. Отже, не викликає заперечень факт безпосереднього суттєвого впливу власне прямих іноземних інвестицій (ПІІ) з урахуванням визначеної системи пріоритетів на потреби національної економіки і суспільства. З огляду на наступні переваги ПІІ, на нашу думку, саме вони мають стати джерелом нових капіталів для економіки: 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 відповідають за використання коштів, відповідно, й за отримання прибутку (доходу); 4) залучають кваліфіковану робочу силу, оскільки для неї потрібний достатній науковий потенціал; 5) використання прямих інвестицій дає змогу досить швидко наповнити внутрішній ринок товарами та послугами.

Проте, на жаль, відсутність в економічній політиці чітко визначених орієнтирів, зокрема, з точки зору прогнозування макроекономічних показників, призвела до того, що структура прямих іноземних інвестицій, котрі надходили в Україну, відображала більше інтереси іноземних інвесторів, аніж відповідала пріоритетам державних інтересів. Відповідно, основними інвесторами України були іноземні корпорації, які не витримували конкуренції у своїх країнах і почали освоювати нові ринки вкладення власних капіталів. На початку процесу приватизації за обсягом залучення іноземних інвестицій Україна поступалась іншим країнам Східної Європи у 3–7 разів [165]. Всього за роки незалежності залучено 6657,6 млн. дол. США інвестицій (таблиця 5.7).

Як видно з даних табл. 5.7, за станом на початок 2005 р. структура прямих інвестицій в економіку України була такою: США – 13,8%, Кіпр – 12,4%, Сполучене Королівство – 10,7%, Німеччина – 7,6, Російська Федерація – 5,5, Польща – 2,3 та інші – 47,7%. Крім того, структура прямих інвестицій в Україну за видами економічної діяльності була наступною: харчова

Таблиця 5.7

Обсяг і структура прямих іноземних інвестицій в Україну по країнах (за 1995-2005 рр.)*

(на початок року; млн. дол. США)

Країни	Роки					
	1995		2000		2005	
	Сума	у % до підсумку	Сума	у % до підсумку	Сума	у % до підсумку
Усього	483,5	100,0	3281,8	100	8353,9	100
у т. ч. за країнами						
1. США	96,6	20,0	589,5	18,0	1153,7	13,8
2. Кіпр	28,5	5,9	211,2	6,4	1035,6	12,4
3. Сполучене Королівство	33,8	7,0	246,1	7,5	895,9	10,7
4. Німеччина	101,3	21,0	228,5	7,0	631,6	7,6
5. Російська Федерація	19,1	3,9	287,9	8,8	457,5	5,5
6. Польща	13,1	2,7	54,5	1,6	192,3	2,3
Інші країни	191,1	39,5	1664,0	50,7	3987,3	47,7

* Розраховано за даними Державного комітету статистики України [398].

промисловість і переробка сільськогосподарських продуктів – 14%, гуртова торгівля та посередництво в торгівлі – 14, машинобудування – 8, металургія й обробка металів – 8, фінансова діяльність – 7, пошта та зв'язок – 5, хімічна і нафтохімічна промисловість – 4 та інші – 40%. Зокрема, структура польських інвестицій відповідно становила: промисловий сектор – 41,5%; фінансовий сектор – 35,4%; торгівля – 15,3%, інші – 7,8%.

Очевидно, що напочатку закритість ринків країн із трансформаційною економікою потребувала комплексності у підході до захисту прав власності й усунення можливості репатріації доходів, оцінці ризиків, тому й

відпрацьовували концепції залучення саме портфельних інвесторів. При цьому розвиток фінансового ринку України сприяв залученню таких портфельних інвестицій. Портфельними інвесторами є великі фінансові інвестори (пенсійні фонди, інвестиційні банки (компанії)), які вкладають 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, причому, основна мета їхньої діяльності – купити акції якнайдешевше, а через певний період продати дорожче (при нагоді – у 2–3 рази). У зв'язку з цим зазначимо, що портфельні інвестиції здійснюють й у випадку, якщо законодавство країни обмежує можливості вкладання прямих інвестицій або інвестори зацікавлені в диверсифікації вкладень саме у різні галузі.

Загальноекономічні закономірності інтеграції вітчизняного ринку фінансового капіталу в світову економічну систему дають змогу зробити наступні основні узагальнення.

По-перше, залучення іноземного капіталу має неоднозначний вплив на національну економіку. Поряд із позитивними явищами (активізація позицій країни на фінансових ринках, збільшення зайнятості у результаті заснування (відкриття) нових підприємств, розширення податкової бази, залучення новітніх технологій, стимулювання розвитку депресивних регіонів країни), пожвавлення банківської, виробничої і торгової діяльності іноземних компаній призводить до збільшення кількості конкурентів на ринку, тому загострюється конкурентна боротьба. Оскільки об'єктивна інтернаціоналізація виробництва, активізація технологій міграції капіталу зумовлюють виникнення протиріч в економічних відносинах і сферах, то зростає тенденція до національної відособленості (зокрема, збереження економічних і національно-культурних особливостей).

По-друге, глобалізація економічного життя дає змогу відомим фінансово-кредитним установам залучати додаткові матеріально-технічні та кредитні ресурси у сфері своєї діяльності з відповідною мінімізацією

можливих ризиків на фінансових ринках країн із трансформаційною 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). Залучення іноземних інвестицій в економіку сприяє усуненню диспропорцій її функціонування та оптимізує взаємозв'язки – заборгованість одних операторів врівноважується кредитуванням інших, крім того, дефіцити торгового балансу зумовлюють перерозподіл товарно-торговельних потоків на внутрішньому і зовнішньому ринках. Складно визначити, який саме інвестор (портфельний чи стратегічний) ефективніший на певному етапі економічного розвитку, проте будь-які інвестиції – важливе джерело фінансових ресурсів, оскільки інші джерела (кредити чи боргові зобов'язання) потребують доволі складного механізму їхнього залучення та отримання (заставу, розрахунок майбутньої дохідності, гарантування отримання прибутку тощо). Крім того, залучення інвесторів може сприяти підвищенню курсової вартості акцій та інших цінних паперів, тобто у вигаді будуть усі учасники інвестиційного процесу – як зовнішні, так і внутрішні.

По-третє, слід враховувати, що іноземні інвестиції певним чином впливають і на прийняття політико-економічних рішень. Для оптимізації структури ринку фінансового капіталу ввезення та вивезення капіталів необхідно регулювати на національному законодавчому рівні. Доцільно обмежити можливості портфельних інвесторів швидко вивозити капітали і ввести певну процедуру узгодження процесу вивезення принаймні впродовж 1–3 місяців. Зокрема, це питання неодноразово виникало при узгодженні програми приватизації і було пов'язано з протиріччями у трактуванні поняття "промисловий інвестор", а також при запровадженні альтернативного варіанта – торгів із обмеженою кількістю учасників. Очевидно, що при відборі на конкурсній основі можливих потенційних інвесторів для стратегічних об'єктів варто враховувати не лише їхні потенційні інвестиційні пропозиції, а й умови закриття (ліквідації, реорганізації) діяльності (особливо, якщо це іноземні

інвестори). Важливим є те, що відповідні гарантії збереження своїх вкладень (капіталів) на законодавчому рівні отримують іноземні інвестори (власники) й у процесі створення спільних підприємств.

По-четверте, автори економічної літератури інколи висловлюють твердження, що для залучення інвестицій необхідно лише впорядкувати законодавство, а не підтримувати їхнє пільгове оподаткування чи зниження митних зборів. Проте протекціоністська політика більшості промислово розвинутих країн доводить протилежне. У будь-якому разі політика встановлення податкових пільг відповідно до міжнародного права могла б позитивно вплинути на розвиток реального сектору вітчизняної економіки. Сама мотивація доцільності встановлення пільг зумовлена, на наш погляд, тим, що залучення масштабних іноземних інвестицій можливе лише за умов існування належного конкурентного середовища (включаючи й рівні можливості доступу до всіх сегментів ринку), що дає змогу вести ефективну конкурентну боротьбу за сфери впливу (клієнтів) ціновими методами. Зокрема, регулювання цієї ситуації можливе завдяки наданню певних преференцій інвесторам. Потреба у виваженості підходу зумовлена ще й тим, що зміни до податкового законодавства та можливе введення чи скасування пільг часто дезорієнтують учасників інвестиційного процесу.

По-п'яте, оскільки інвестори планують діяльність на п'ять–десять–двадцять років заздалегідь, то вони зацікавлені не тільки у створенні спільних підприємств, податкових пільгах чи інших можливих зручностях "фінансових оаз", а й зорієнтовані здебільшого на стабільність чинного законодавства, системи податків та обов'язкових відрахувань у дохід державного бюджету. Поділяємо точку зору економістів, які вважають, що в умовах відкритості та глобалізації світової економіки важливо враховувати порівняльний рівень оподаткування, оскільки надлишкове податкове навантаження в тій чи іншій країні призводить до вивозу капіталу та міграції інтелектуального потенціалу [258, с. 504]. Тому введення в дію Податкового кодексу України, який стане єдиним нормативним документом, що регулює

всю сукупність питань податкових стосунків і відповідає ustalеним світовим стандартам, сприятиме поліпшенню інвестиційного клімату.

По-шосте, важливою особливістю діяльності транснаціональних корпорацій у сучасних умовах господарювання є активна позиція щодо вкладання інвестицій у створення інноваційних науково-дослідних центрів. На нашу думку, варто врахувати цю політику відомих компаній при втіленні національної промислово-інвестиційної політики з метою акцентованої орієнтації на науково-технічний прогрес, що сприятиме зростанню обсягів ВВП і, відповідно, фінансової могутності держави.

Важливо звернути увагу на перспективи адаптації вітчизняного ринку фінансового капіталу до світової економічної системи для забезпечення сталого розвитку та підвищення ефективності національної економіки. Розробка разом із Європейським Союзом нової стратегії "Україна-ЄС", яка передбачала б перспективу членства України в ЄС, потребує зваженого підходу з урахуванням усього спектру пов'язаних із цим процесом аспектів. Сам процес європейської інтеграції (добровільна інтеграція держав Європи) – тривалий і багатогранний. Ще наприкінці ХІХ ст. Ф. Енгельс у праці "Сила й економіка в утворенні нової німецької імперії", пишучи 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 гатунків 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" (збережено правопис джерала – прим. авт.) [190, с. 7–8].

Західноєвропейська фінансова структура поступово ставала гетерогенною, оскільки взаємозалежність і 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), торговельні бар'єри напочатку ускладнювали інтеграційні тенденції. Еволюція європейського економічного простору за наявності різних тенденцій розвитку національних ринків, проведення більшістю країн протекціоністської політики зумовили доцільність створення функціонального спільного механізму інвестування капіталу. У 1950-х рр. виник євроринок, який почав формуватися, по-перше, в умовах послаблення обмежень міждержавної торгівлі й валютних відносин з метою посилення інтеграції у вирішенні спільних економічних проблем; по-друге, введення обмежень із метою протистояти експансії інших потужних фінансових центрів (насамперед, американських).

Зрозуміло, що 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 в збереженні впливу на периферійні ринки. Європейське Економічне Співтовариство (ЄЕС), яке шість країн створили у липні 1968 р., стало наступним етапом співпраці й поступової відмови від національного економічного суверенітету. Слід зауважити, що інтеграційні процеси у Західній Європі (європейський фланг) розглядали в радянській економічній літературі здебільшого критично (на противагу позитивності щодо діяльності Ради Економічної Взаємодопомоги). С. Хесін, В. Шенаєв, Ю. Юданов у праці "Влада великого капіталу" (Інститут світової економіки і міжнародних відносин) зазначили, що не слід переоцінювати цю "єдність", оскільки жодні союзи не можуть узгодити протиріччя між інтересами національних фінансових капіталів [136, с. 244].

Становлення європейського фінансового ринку – результат складного процесу поглиблення інтеграції в одному з найрозвинутіших регіонів світового господарства – Західній Європі. Виступаючи наддержавним утворенням, цей ринок сприяє не лише інтеграції країн Європейського Союзу, а й подоланню неузгодженості у здійсненні економічної та грошово-кредитної політики

європейських країн. Зокрема, на економічну стабільність суттєво впливало коливання валютних курсів та відповідний фінансовий ризик обмінних операцій. Подальший процес спрямування національних економічних політик на тіснішу координацію й конвергенцію країн та регіонів, що належать до ЄС, орієнтація валютної політики на введення спільної грошової одиниці були регламентовані Маастрихтською угодою (1992 р.).

Зауважимо, що й розвитку економічної системи глобального масштабу сприяло підписання Маастрихтської угоди про Європейський Союз 7 лютого 1992 р. Перед ЄС постало завдання забезпечення збалансованого і стабільного економічного та соціального 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 у сфері спільної зовнішньої політики та єдиних заходів безпеки, а також посилення захисту прав та інтересів громадян країн-членів шляхом введення громадянства ЄС.

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 поступово приєднуються до європейської спільноти. Водночас розробляється концепція федералізації структур ЄС та зменшення впливу ролі інституцій, створених на принципах міждержавної співпраці, оскільки набутий досвід свідчить, що спроби централізації влади не мають підтримки у країн-учасниць. Проте експерти Міжнародного валютного фонду в щорічних моніторингових дослідженнях (зокрема, травень 2004 р.) зазначають, що європейська соціальна та економічна модель перебуває на перехресті, оскільки на потенційне економічне зростання впливають багато чинників, особливо політичний консенсус, фінансова дисципліна та демографічні показники [449].

На основі викладеного можна зробити узагальнення, що, по-перше, для захисту єдиного європейського економічного простору та протистояння

можливим фінансовим кризам відбувається поступальне об'єднання зусиль європейських країн. При цьому в інтеграційних процесах держави беруть участь на демократичних та добровільних засадах, тому вважають, що міць співробітництва забезпечує гнучкість механізму утворення і часткове збереження національного суверенітету країн-учасниць. По-друге, оскільки Європейський Союз став основним центром політичного та економічного розвитку Європи, що впливає на вибір подальшої орієнтації більшості континентальних держав, то країни-претенденти, які бажають стати повноправними членами ЄС, поступово модифікують свою правову систему згідно з трьома основними принципами – гарантування прав людини, демократичні перетворення та розвиток ринкової економіки. Відповідно здійснюють політику поетапного прийому нових членів і стимулюють процес адаптації до загальноєвропейської економіки, спільної системи безпеки й міжнародних відносин. При цьому варто зауважити, що європейський вибір України потребує послідовного визнання та чіткого дотримання визначених стандартів та норм як правового, так і соціально-економічного характеру.

Згідно із Законом України "Загальнодержавна програма адаптації законодавства України до законодавства Європейського Союзу" від 18 березня 2004 р. № 1629-IV здійснюють узгоджувальні заходи з правовою системою Європейського Союзу, яка містить акти законодавства ЄС (*acquis communautaire* (*acquis*)). Зокрема, у розділі V "Мета та завдання першого етапу виконання програми" пріоритетними сферами адаптації визначено законодавство про компанії, банківське право, податки (включаючи непрямі) та фінансові послуги.

За таких обставин у фінансовому аспекті особливо актуальним для подальшого поглиблення співпраці України з Європою залишається вплив єдиної грошової одиниці економічного союзу – євро на фінансові ринки і навпаки⁴⁶. В. Кравець, О. Кравець слушно зазначили, що євро створює оптимальну економічну основу для революції у 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 несуттєвим [245, с. 442–443].

Для підтримання стабільності євро Маастрихтською угодою встановлено жорсткі вимоги та критерії для країн, які вступають у валютний союз⁴⁷. Додатково передбачено, що країни, котрі порушують ці критерії, сплачуватимуть значні суми штрафів, якщо не вживатимуть термінових заходів для забезпечення визначених показників. Президент Європейського Центрального банку В. Дуїсенберг у статті "Євро спілкується багатьма мовами" зазначив, що введення євро є важливим не лише з економічної точки зору, а й для встановлення політичних і культурних зв'язків [352, S. 45–47]. Загалом, з одного боку, єдина валюта сприяла зниженню суттєвих витрат країн-учасниць ЄС щодо обмінних операцій, які досягали до 20 млрд. єкю на рік. З іншого боку, активізація товарообмінних операцій дала змогу створити 1,5 мільйони нових робочих місць і зменшити безробіття на 10%. Отже, введення єдиної валюти стимулювало підприємства, розташовані у країнах, які не належать до Європейського Союзу, в т. ч. Україну, торгувати з європейськими компаніями, оскільки вони мають змогу використовувати одну валюту при розрахунках з усіма контрагентами. Зокрема, торгівля з країнами ЄС становить майже третину обсягів зовнішньої торгівлі України, а інвестиції з країн Європи – 60% іноземних інвестицій в Україні. При цьому експерти Українсько-європейського консультативного центру (UEPLAC) слушно зауважують, що оскільки 17% інвестицій надходило з офшорних зон, і вони формувалися в основному за рахунок зовнішньої торгівлі України, то на цей відсоток можна збільшити реальну частку Європейського Союзу в загальному обсязі іноземних інвестицій [109, с. 4–5]. Якщо за 2003 р. товарообіг із ЄС з урахуванням нових

⁴⁶ *Moneta debet esse quasi quaedam lex et quaedam ordinatio firma.*

⁴⁷ Забезпечення економічного розвитку і збереження більшої стійкості євро визначають наступні критерії конвергенції: рівень інфляції у країні має не перевищувати 1,5%, а відсоткові ставки – 2% середнього арифметичного відповідних показників у трьох країнах із найнижчою в ЄС інфляцією; курс національної валюти країни повинен упродовж двох років триматися у визначених межах; бюджетний дефіцит країни має не перевищувати 3% її валового внутрішнього продукту, а державний борг – 60% ВВП.

країн-членів зріс майже на 36%, то тільки за перше півріччя 2004 р. – на 21% [360, с. 3].

Відповідно розширюються можливості здійснення фінансових операцій із використанням євро, оскільки економія (маржа) на обмінних операціях та уникнення супутніх із ними ризиків сприяють розвитку фінансового ринку (операцій страхування та перестраховування, пенсійних нагромаджень). Слід зазначити, що після введення єдиної валюти зросла зацікавленість портфельних інвесторів у придбанні облігацій європейських емітентів. Зокрема, якщо у 1995 р. в Європі на облігації припадало 25% довготермінових зобов'язань компаній, то після введення євро це співвідношення зросло до 30–35%, хоча у деяких сферах (телекомунікації, комунальні послуги, автомобілебудування) воно ще вище [185, с. 23]. Наприклад, частка облігацій серед довготермінових боргових зобов'язань у США становить близько 70%. Оскільки вітчизняні фінансові посередники (інститути спільного інвестування) мають право купувати цінні папери емітентів інших держав, то й вони зацікавлені у виході на європейський фінансовий ринок.

Звернімо увагу на ще одну важливу перспективу можливої співпраці України з ЄС. Йдеться насамперед про те, що використання єдиної валюти зумовлює постійну координацію грошово-кредитної політики і встановлення відсоткових ставок, що відповідно сприяє уникненню дестабілізації валюти через можливі державні борги чи зростання інфляції, оскільки кожна країна-учасниця валютного союзу має дотримуватися суворої фінансової дисципліни, яка обмежує розміри бюджетного дефіциту і державного боргу. Таким чином, використання єдиної валюти не сприяє здійсненню конкурентної девальвації – зниженню вартості валюти з метою забезпечення дешевшого і конкурентоспроможнішого експорту. Це зумовило зростання зацікавленості європейських фінансових установ та компаній у пошуку додаткових джерел інвестування, які були б альтернативними банківському кредитуванню. При цьому для забезпечення прискорення кругообігу капіталу потужні компанії (бізнес-структури) диверсифікують свою діяльність і розширюють присутність

на ринках інших держав з метою досягнення конкурентних переваг. З урахуванням введення в дію Закону України "Про ратифікацію Угоди про відновлення Угоди між Україною та Європейським Співтовариством про наукове і технологічне співробітництво", який передбачає розширення міжнародного співробітництва в інноваційній сфері та звільнення від оподаткування ПДВ операцій, що здійснюються у рамках двостороннього наукового й технологічного співробітництва, можна передбачити прискорення впровадження інноваційного економічного розвитку України як передумови поетапного досягнення рівня соціального та економічного розвитку держав-членів ЄС.

Європейський вибір зумовлює проведення Україною дієвої фінансової політики з метою запобігання можливим непередбачуваним наслідкам процесів глобалізації (неконтрольоване переміщення капіталів, виникнення фінансових пірамід із використанням мережі Інтернет, постійні коливання дефляційних та інфляційних процесів). Вибір пріоритетів має бути безпосередньо пов'язаним із розвитком рівноправних, взаємовигідних і прогнозованих відносин з іншими державами. Програмою діяльності Кабінету Міністрів України особлива увага приділена наступним напрямкам інтеграції: розвитку існуючих та створенню нових євро регіонів; визначенню ступеня співробітництва України в рамках Єдиного економічного простору; оптимізації участі України в СНД з урахуванням пріоритетів зовнішньої політики, а також активізації співробітництва в усіх сферах у рамках об'єднання ГУАМ. Враховуючи окреслені завдання, варто зауважити, що міждержавна співпраця з країнами колишнього СРСР має історичну послідовність. Зокрема, М. Грушевський слушно зауважив, що "потрібно... певної стратегічної здібності... І очевидно, що з огляду на незвичайно трудне завдання і благородну мету його всякий спосіб для її досягнення приходиться вважати допустимим і можливим" (збережено першоправопис джерела – прим. авт.) [168, с. 88–89].

Таким чином, не заперечуючи в принципі важливість економічних взаємозв'язків, акцентуємо увагу на наступних аспектах: по-перше, фахівці

Інституту економічних проблем перехідного періоду зазначають, що у 1920–1930 рр. соціалістична модель "імпортозамінюваної" індустріалізації дала змогу забезпечити не лише високі темпи індустріалізації, а й значно збільшити частку нагромаджень у валовому внутрішньому продукті, ніж це було б можливо в умовах ринкової індустріалізації [137, с. 56–57]. По-друге, у 1960–1980 рр. сповільнився процес грошового нагромадження і намітилася тенденція розвитку промисловості за рахунок часткового вилучення фінансових ресурсів з інших галузей економіки (офіційно декларували, що відбулося деформування в екстенсивний шлях розвитку). По-третє, у 1989 р. в колишньому СРСР виробляли понад 20% світової промислової продукції і якби не було зруйновано єдиний народногосподарський комплекс, то в процесі проведення ринкових реформ у 2002 р. зниження рівня ВВП становило б 86,5% від рівня 1989 р. [418, с. 128]. Проте насправді всі держави колишнього СРСР є суверенними і водночас намітилися позитивні тенденції розвитку (характерні для країн-учасниць СНД і ЄСП: у 2004 р. темпи приросту ВВП в Україні дорівнювали 12,1%, у Білорусії – 11%, Таджикистані – 10,6%, Азербайджані – 10,2%, Вірменії – 10,1%, Казахстані – 9,4%, Грузії – 8,4%, Молдавії – 7,3%, Росії та Киргизії – 7,1%), зокрема, країни як торговельні партнери розвиваються стало; єдині технологічні умови виробництва, а відповідно приблизно єдина якість продукції, що створює умови для співробітництва; нема серйозних ризиків зовнішньої кон'юнктури. Тому, враховуючи реальні можливості співпраці, варто сконцентрувати зусилля на формуванні у реальному секторі постіндустріального сегмента високотехнологічного виробництва інноваційної продукції та розвивати інноваційні структури, конкурентоспроможні й на світовому ринку. Однак існує точка зору, згідно з якою входження України до Єдиного економічного простору суперечить міжнародним угодам і стратегії європейського вибору [195, с. 10–14].

Слід зазначити, що процес формування Єдиного економічного простору відбувається згідно з Угодою про формування цього простору, підписаною 19 вересня 2003 р. і визнаною в Законі України "Про ратифікацію Угоди про

формування Єдиного економічного простору" від 20 квітня 2004 р. № 1683 та Концепції, що є невід'ємною частиною згаданої Угоди. Згідно з Угодою ЄСП розуміють як економічний простір, що об'єднує митні території сторін (Республіка Білорусь, Республіка Казахстан, Російська Федерація, Україна), на якому функціонують ґрунтовані на єдиних принципах механізми регулювання економік, що забезпечують вільний рух товарів, послуг, капіталу та робочої сили, і проводять єдину зовнішньоторговельну та узгоджену, тією ж мірою і в тому ж обсязі, в яких це необхідно для забезпечення рівноправної конкуренції та підтримання макроекономічної стабільності, податкову, грошово-кредитну і валютно-фінансову політики [233]. Головною метою формування ЄСП є створення зони вільної торгівлі без вилучень та обмежень. При цьому важливими складовими такої зони мають бути: скасування та незастосування у подальшому експортного мита, вилучень і кількісних обмежень; незастосування у взаємній торгівлі антидемпінгових, компенсаційних і спеціальних захисних заходів; непов'язування відміни спеціальних захисних й антидемпінгових заходів із проведенням єдиної конкурентної політики; узгодження принципів стягнення непрямих податків без вилучень та недопущення використання податків і зборів як інструменту захисту внутрішнього ринку і національних виробників. З метою досягнення поставлених цілей у формуванні ЄСП засідають групи високого рівня, працюють групи експертів із розробки пропозицій з реалізації Комплексу основних заходів із формування ЄСП і відповідного пакета документів з формування режиму вільної торгівлі товарами (послугами), вільного руху капіталу та робочої сили.

Загалом позитивними результатами створення ЄСП як зони вільної торгівлі є наступні: зменшення ціни товарів, на які встановлюють експортне мито; уникнення збитків за рахунок застосування спеціальних захисних заходів; збільшення взаємного товарообігу за рахунок відмови від вилучень із режиму вільної торгівлі. На нашу думку, створювати зону вільної торгівлі без винятків та обмежень доцільно згідно з нормами і стандартами СОТ та ЄС.

В Україні для формування єдиного фінансового простору при створенні різноманітних регіональних об'єднань слід: відрегулювати спрощений режим у сфері уніфікації фінансового і валютного законодавства країн-членів регіональних об'єднань для регулювання міждержавних потоків капіталів; розробити концептуальні засади забезпечення довготермінової фінансової безпеки країн-учасниць об'єднань; формувати єдиний інформаційний простір, який своєчасно висвітлюватиме стан і перспективи функціонування ринку фінансового капіталу.

Щодо перспектив політико-економічних засад розвитку Співдружності незалежних держав (СНД), то в 2004 р. було підписано міждержавне положення про вирішення питань, що негативно впливають на багатосторонню торгово-економічну співпрацю у рамках СНД [233, с. 2]. Варто зауважити, що модель міжурядового співробітництва, яку запропонувала Україна у межах країн СНД, передбачає створення зони вільної торгівлі, в якій країни-учасниці скасовують імпорتنі мита та інші торговельні бар'єри для забезпечення вільного руху товарів, вироблених на території їхніх партнерів, але кожна країна зберігає власні зовнішні тарифи і митну політику щодо третіх країн. Зауважимо, що слід також враховувати можливості вільного руху фінансового капіталу з урахуванням особливостей стратегічних перспектив співпраці СНД та ЄС.

У кінцевому підсумку, на нашу думку, концептуальне визначення новітніх економічних союзів (є це валютний союз, зона вільної торгівлі чи митний союз), підписувати відповідні документи із застереженням варто лише після вступу України до СОТ, оскільки напочатку трактування положень про "багаторівневу й різношвидкісну інтеграцію" суперечило міжнародному законодавству. Варто утриматися від подальших намірів підписання різноманітних міждержавних угод, тому що це може призвести до відмови від інших угод, підписаних на засадах, прийнятих у Європейському Союзі, а також до виплати компенсацій членам Світової організації торгівлі, з якими вже підписано двосторонні угоди.

Таким чином, інтеграція фінансового капіталу в світову економіку потребує дотримання прийнятих міждержавних зобов'язань, проведення виваженої і неупередженої державної політики, спрямованої на захист та утвердження національних інтересів на міжнародній арені.

Висновки до розділу 5

Результати дослідження інтеграції ринку фінансового капіталу в світову фінансову систему дозволяють зробити наступні висновки.

1. Визнання важливості процесу глобалізації у світовій економіці зумовлює потребу в пошуку методів реалізації його практичної доцільності в економічній системі держави.

2. Узагальнено, що світовий ринок капіталів – складне поняття, оскільки він є не єдиним ринком, а об'єднанням взаємозалежних ринків, на яких здійснюють обмін активами у світовому масштабі; ринок капіталів функціонує у межах світових фінансових центрів; складовою міжнародного ринку капіталів є міжнародна торгівля валютою на грошовому ринку; основні учасники світового ринку капіталів – державні установи, центральні й національні банки, міжнародні фінансові інституції та корпорації.

3. Простежено, що процес модифікації світової економіки вплинув на рух фінансового капіталу. Розглянуто новітні тенденції у взаємозв'язках між банками і небанківськими фінансовими установами, розвитку фінансових супермаркетів. Проте поряд з універсалізацією здійснюють заходи щодо збереження спеціалізації для забезпечення адекватної позиції на ринку визначеного виду фінансових послуг. Узагальнено, що взаємозв'язки та взаємне проникнення промислового і банківського капіталів відрізняються на національному й міжнародному ринках фінансового капіталу.

4. Дослідження засвідчило, що зміни у промисловому й банківському сегментах ринку фінансового капіталу є різнобічним явищем, тому

узагальнення основних тенденцій та особливостей сприяє визначенню перспектив розвитку світового ринку фінансового капіталу. По-перше, рівень взаємозв'язку та взаємного проникнення промислового і банківського капіталів на національному й міжнародному ринках фінансового капіталу суттєво відрізняються. По-друге, у глобальних взаємозв'язках банків, небанківських фінансових установ та нефінансових підприємств переважають опосередковані ознаки щодо акціонерної власності, оскільки стратегія діяльності на ринку фінансового капіталу спрямована на підвищення рівня концентрації виробництва і капіталу з огляду універсалізації, насамперед, на національному ринку. По-третє, лібералізація у фінансовій індустрії загострює конкуренцію. По-четверте, фінансові супермаркети стають центрами економічного контролю й основою діяльності сучасних фінансово-промислових груп, що дає змогу їм підтримувати достатню дохідність за рахунок підвищення своєї конкурентоспроможності на міжнародному рівні. По-п'яте, поступове стирання меж між сферами володіння і впливу регіональних корпоративних об'єднань характерне тривалістю, виникненням та вирішенням суперечностей поряд із постійними змінами структури й напрямів діяльності. По-шосте, складним залишається питання власності та контролю на ринку фінансового капіталу.

5. Досліджено співпрацю України з МВФ на різних етапах становлення ринкової економіки. Узагальнено, що співробітництво сприяло вирішенню проблем платіжного балансу, державного боргу, стимулювало системне проведення податкової реформи та ін. Багатогранність відносин і координація спільних заходів із МВФ сприяли розширенню можливостей взаємодії з іншими міжнародними фінансовими інституціями.

6. Пріоритетними засадами діяльності міжнародних інституцій є відлагодження опосередкованого контролю за розвитком фінансової індустрії. Діяльність більшості міжнародних економічних організацій стає дедалі взаємозалежнішою. Зі зростанням руху капіталів змінюється системний підхід МВФ до регулювання статей платіжного балансу, пов'язаних із рухом капіталів. Україні при вирішенні таких кардинальних питань, як співпраця з МВФ варто

особливу увагу приділяти ґрунтовному аналізу реального співвідношення темпів приросту монетарної бази і валютних резервів, розглядати різноманітні підходи до комплексної проблематики достатності в країні валютних резервів для розрахунків із фондом.

7. Досліджено, що поліпшення умов залучення Україною позик на зовнішніх і внутрішніх ринках зумовило певне зниження привабливості позик міжнародних фінансових інституцій. Проте виникло питання про кардинальну зміну політики подальших державних запозичень, що потребує уточнення стратегії щодо координації відносин із міжнародними фінансовими інституціями.

8. Державна політика співробітництва з міжнародними організаціями на сучасному етапі має бути зорієнтована не стільки на мінімізацію запозичень, а на ефективніше використання переваг і можливостей, що надають членство в цих інституціях чи укладені домовленості. Слід враховувати, що стратегія співробітництва полягає не тільки в отриманні позик для фінансування державних програм і проектів, а є певним комплексом взаємодоповнюючих функцій, скерованих на відстоювання національних інтересів у світовій економіці.

9. У процесі підготовки вступу до СОТ доцільно прийняти єдину Національну програму розвитку ринку капіталу в Україні, що дасть змогу координувати взаємодію органів державної влади та учасників ринку. Потребу в прийнятті цієї програми можна також пояснити розвитком тенденції так званого "новітнього протекціонізму", спрямованого не тільки на захист внутрішнього ринку і національних виробників, а й на зміцнення позицій та зростання експансії вітчизняного бізнесу за кордоном.

10. У процесі інтеграції ринку фінансового капіталу в світову фінансову систему державна політика має бути спрямована на досягнення наступних цілей: залучення в інвестиційний процес потужних світових експортерів капіталу; запобігання економічній залежності держави від обмеженого переліку країн, зокрема у загальній структурі іноземних інвесторів; створення

сприятливого клімату для інвестицій. Відповідно у промисловому секторі ринку слід запропонувати конкурентні переваги концентрації фінансового капіталу в перспективних сегментах економіки, а гнучкість банківської системи скерувати на вільне переміщення капіталів.

11. Механізм ефективного функціонування регіональних об'єднань потребує відповідного ресурсного забезпечення у наступних напрямках: реалізація тенденцій розвитку фінансових ринків та інформаційних технологій; координація взаємодії валютно-фінансових ринків; становлення ліквідного національного ринку корпоративних цінних паперів, спроможного залучати інвестиції на фінансових ринках країн-учасниць об'єднань для забезпечення виконання інноваційно-інвестиційних програм розвитку підприємств; створення єдиного універсального фінансового інструментарію для реалізації державних інвестиційних програм.

Основні результати розділу опубліковані в наукових працях: [37, 48, 50, 51, 52, 54, 62, 84, 87, 88, 271, 274].

ВИСНОВКИ

У дисертації проведено теоретичне дослідження і подано нове вирішення важливої наукової проблеми обґрунтування засад формування і функціонування ринку фінансового капіталу в умовах забезпечення стабілізації економічного зростання в Україні. Це дозволило сформулювати низку концептуально-теоретичних, методологічних і науково-практичних висновків, що забезпечує вирішення основних завдань роботи відповідно до мети дисертації.

1. Стійкість фінансової системи держави значною мірою залежить від розвитку активного й ліквідного ринку фінансового капіталу, спроможного забезпечувати залучення ресурсів для інвестування реального сектору економіки, інвестиційно-інноваційних проектів та диверсифікувати вкладення у фінансові інструменти з метою мінімізації ризиків. Важливий методологічний принцип розгляду сутності ринку фінансового капіталу – дослідження його як цілісної системи фінансових відносин, особливістю котрої є специфічний характер взаємозв'язку та взаємодії її складових елементів як на макро-, так і на мікрорівні. Визначено поняття "ринок фінансового капіталу" як особливий сегмент фінансового ринку, на якому формуються попит, пропозиція, ціна та укладають угоди щодо купівлі-продажу фінансових інструментів. Аналіз теоретико-методологічних засад становлення ринку фінансового капіталу дав змогу визначити конкретні методи, важелі та інструменти, що забезпечують формування адекватної цілісної, стійкої і впорядкованої його структури, яка розвивається та вдосконалюється з урахуванням потреб суб'єктів ринку.

2. Сучасні підходи в умовах лібералізації державою своїх функцій у сфері управління економікою потребують системного використання економічних методів регулювання для запобігання можливого стихійного розвитку фінансового ринку. Цьому сприятиме проведення державою ефективної регулюючої податкової політики, спрямованої на: запровадження законодавчих

гарантій щодо недопущення податкової дискримінації; оптимізацію системи оподаткування доходів від володіння корпоративними правами та фінансових інвестицій; зрівноважування розподілу податкового тягаря у процесі перегляду системи податкових пільг з метою зменшення ухиляння від сплати податків; адаптацію податкового законодавства України до правил і норм Світової організації торгівлі та вимог Європейського Союзу.

3. Стабільність розвитку економічної системи потребує концептуальних підходів гарантування фінансової безпеки держави. Запропоновано визначити поняття "фінансова безпека" як особливий стан економіки, за якого забезпечують формування позитивних фінансових потоків у обсягах, необхідних для виконання державою та органами місцевого самоврядування завдань і функцій на макро- та мікрорівні. З огляду на високу тінізацію економіки та порівняно невисоку капіталізацію у промисловому й банківському сегментах економіки доцільно дотримуватися виваженого підходу до лібералізації вільного обігу капіталів; законодавчо визначити терміни "офшорний банк", "інсайдерська інформація"; систематично здійснювати контроль за фінансовими послугами у сферах "суміщення надання фінансових послуг", "пряме залучення фінансових активів" і "опосередковане залучення фінансових активів". Поверненню вивезених із країни капіталів сприятимуть такі заходи: тимчасова лібералізація законодавства щодо вкладення легалізованих капіталів у будь-який сегмент вітчизняної економіки чи державні цінні папери, номіновані в іноземній валюті; репатріація капіталів через венчурні фонди; залучення першокласних іноземних банків для легітимізації власників капіталів.

4. Для закріплення позитивних тенденцій розвитку національної економіки доцільно використовувати прогнозно-рекомендаційні методи при визначенні обсягів коштів, що спрямовують на оновлення основного капіталу. З цією метою запропоновано розробити національну програму розвитку стратегічно важливих галузей, врахувавши у ній, зокрема, таке: при підготовці фінансових планів державні підприємства мають передбачати кошти для

реалізації інвестиційних проектів, а приватні – дотримуватися виконання задекларованих інвестиційних зобов'язань щодо оновлення основного капіталу; підготовлені інвестиційні програми технічного переозброєння узгоджувати з Міністерством промислової політики України; розробити відповідну методику формування інвестиційного фонду держави на рівні Міністерства фінансів України і при затвердженні державного бюджету враховувати визначені обсяги інвестицій та умови їхньої реалізації через державні цільові та інноваційні програми, галузеві програми технологічного розвитку, пріоритетні інвестиційно-інноваційні проекти.

5. Обґрунтовано, що подальшій консолідації фінансових капіталів та капіталізації підприємств сприятимуть: переоцінка майна державних та приватизованих із порушенням законодавства підприємств з метою визначення їх реальної вартості для формування інвестиційної історії і заінтересованості потенційних інвесторів; здійснення моніторингу за капіталізацією емітентів, процесів злиттів і поглинань на ринку фінансового капіталу; визначення напрямів ефективних вкладень фінансового капіталу, синхронізації залучення та оцінки його використання; дотримання економічних інтересів акціонерів і власників підприємств; розвиток ринку цінних паперів, зокрема корпоративних облігацій.

6. Розвиток ринку фінансового капіталу неможливий без підвищення довіри до фінансових посередників. Неврегульованість окремих аспектів діяльності фінансових посередників призводить до порушення прав та інтересів як їх самих, так і інших суб'єктів ринку. Пріоритетними для посередників мають бути стратегії інвестиційного спрямування, що забезпечують реалізацію сукупності реального й фінансового інвестування, досягнення високої рентабельності вкладень, збереження реальної вартості вкладених коштів протягом терміну інвестування, можливість швидко реалізувати фінансові активи. Зростанню довіри до фінансових посередників сприятимуть: удосконалення корпоративного управління з метою забезпечення ефективності планування, контролю та оптимізації управління ризиками; розкриття

інформації щодо фінансово-господарської діяльності, структури власності, емісії та укладених угодах купівлі-продажу цінних паперів на вторинному ринку. Формуванню попиту у фінансовому секторі сприятиме розвиток пенсійних систем і переорієнтація страхових послуг у бік накопичувальних видів страхування. Вибір пріоритетів розвитку страхового ринку має бути безпосередньо пов'язаним із ринком фінансового капіталу, що дає змогу комбінувати різні фінансові інструменти, зокрема, використовувати цінні папери для безпечного та прибуткового розміщення страхових резервів; розвитком системи взаємодії банківського і страхового секторів економіки, вторинного ринку страхових послуг, допоміжної та обслуговуючої інфраструктури ринку особистого страхування; належного рівня поінформованості споживачів послуг про стан і можливості ринку страхування. Державні регуляторні органи особливу увагу повинні приділити: забезпеченню дієвого нагляду за фінансовими посередниками на основі консолідованого обліку ризиків відповідно до міжнародних стандартів; узгодженню механізму надання податкових пільг для небанківських установ з метою обмеження диспропорційного розвитку одних установ за рахунок інших; стимулюванню розвитку механізмів гарантування безпеки внесків юридичних та фізичних осіб, зокрема шляхом введення обов'язкового страхування таких банківських ризиків, як страхування великих депозитів і професійної відповідальності банкірів.

7. З'ясовано, що банки змушені одночасно конкурувати у багатьох сегментах ринку фінансового капіталу, що потребує прийняття ними нестандартних рішень стосовно вибору власної стратегії діяльності та подальшого розвитку. Важливими напрямками розбудови вітчизняної банківської системи визначено такі: підвищення рівня капіталізації банків, консолідація і раціональне територіальне розміщення банків. З метою забезпечення конкурентних переваг банкам доцільно ширше використовувати обслуговування клієнтів через фінансові супермаркети, яке передбачає надання різних видів послуг у комплексі; створювати об'єднання для емісії цінних

паперів клієнтів і консорціумного кредитування; відпрацювати механізм залучення довготермінових ресурсів банків у іпотечну житлову систему; впроваджувати агентські програми емісії й еквайрінгу банківських карт на регіональному рівні. Запропоновано внести зміни в законодавство щодо використання фінансових векселів як важливого інструменту розвитку фінансового ринку. Емітовані банками фінансові векселі збільшують обсяги залучених ресурсів за рахунок тимчасово вільних коштів суб'єктів підприємницької діяльності, сприяють прискоренню розрахунків. Пріоритетним напрямом діяльності банків має стати фінансування науково-дослідних програм підприємств, цільове кредитування науково-виробничих комплексів, створених для втілення конкретних дослідних проектів, а також підтримка прискореного розвитку наукомістких галузей економіки.

8. В умовах приватної власності є багато можливостей диверсифікації джерел залучення й розміщення через ринок фінансового капіталу коштів і заощаджень населення. Слід удосконалити порядок випуску та розміщення цінних паперів саме для приватних інвесторів: за облігаціями внутрішньої державної позики встановити вищі процентні ставки порівняно з банківськими депозитними ставками, запропонувати за ними триваліші терміни розміщення заощаджень (5-ти чи 10-ти річні облігації), передбачивши відповідний механізм їхнього захисту; при емісії муніципальних цінних паперів і корпоративних облігацій забезпечити можливість їх вільного обігу й умови гарантування дохідності. Перспективним напрямом залучення коштів населення є розвиток ринку дорогоцінних металів і дорогоцінного каміння, зокрема, запровадження облігацій для фізичних осіб під державну гарантію за "золотою позичкою". Для розвитку іпотечного кредитування населення як однієї з передумов активізації функціонування ринку фінансового капіталу варто: відпрацювати механізм державних гарантій під іпотечне кредитування; врегулювати умови випуску і розміщення іпотечних облігацій; прискорити прийняття такого земельного

законодавства, котре сприятиме отриманню населенням іпотечного кредиту під заставу земельних ділянок, на які оформлені права власності.

9. В економічній системі держави можна простежити тенденцію зростання вертикально інтегрованих конгломератів та розширення сфери діяльності як формальних, так і неформальних промислово-фінансових об'єднань. Ці стосунки стають ще складнішими й взаємозалежними, оскільки підприємства і банки здійснюють спільні фінансові операції, пов'язані з міжкорпоративним кредитуванням, емісією та обігом облігацій, заставних й інших цінних паперів. З огляду на це запропоновано програму виходу підприємства на ринок фінансового капіталу, яка сприятиме підвищенню ринкової вартості підприємства, мінімізації ризику банкрутства і зростанню його конкурентоспроможності; дає змогу реалізувати спільну стратегію діяльності учасників і застосовувати новітні фінансові інструменти, зокрема, адаптувати фінансовий інжиніринг до потреб розвитку підприємства через поєднання емісії його облігацій з іпотечним кредитуванням працівників. Для підвищення ефективності функціонування промислово-фінансової групи як цілісної системи запропоновано економіко-математичну модель визначення оптимального складу учасників, яка дає змогу в процесі об'єднання фінансових капіталів досягнути максимальної прибутковості їхньої діяльності.

10. Встановлено, що дерегуляція економіки прискорює створення нових підприємств, які працюватимуть з урахуванням новітніх досягнень науково-технічного прогресу. Доцільно розробити національну концепцію будівництва нових підприємств, передбачивши в ній для будівництва промислових об'єктів залучення на паритетних засадах державних та приватних інвестицій – як вітчизняних, так і іноземних. У перспективі для цього можливе використання мобілізованих через ринок фінансового капіталу коштів страхових компаній та пенсійних фондів, легалізованих капіталів. Задіяння колективних інвесторів для залучення довготермінових інвестицій у економіку країни сприятиме стабілізації фінансового ринку.

11. Державна політика має сприяти залученню в інвестиційний процес потужних світових експортерів капіталу; запобіганню економічній залежності держави від обмеженого кола іноземних інвесторів; створенню сприятливого інвестиційного клімату. У процесі підготовки вступу до Світової організації торгівлі варто прийняти Національну програму розвитку ринку капіталу в Україні, що сприятиме координації взаємодії органів влади та учасників ринку. Водночас доцільно щорічно уточнювати програму розвитку ринку капіталу і затверджувати її одночасно з проектом державного бюджету, що дасть змогу постійно координувати вищевказану взаємодію.

12. Доведено, що доцільно застосовувати системний підхід для максимального використання порівняльних переваг при співробітництві України з тією чи іншою міжнародною економічною організацією. Відтак основою співпраці має бути чітке розмежування функцій та відповідальності міжнародних фінансових інституцій і вітчизняних державних установ, що відповідають за здійснення співробітництва; визначення ролі кожного учасника в процесі реалізації спільних проектів і належний контроль за використанням запозичених коштів; розширення застосування фінансових інструментів, що не потребують державних гарантій. Співпраця України з міжнародними фінансовими інституціями має бути зорієнтована не стільки на мінімізацію запозичень, скільки на ефективніше використання переваг і можливостей, що надають членство у цих інституціях чи укладені домовленості.

13. У світовій економіці намітилася тенденція формування різноманітних регіональних об'єднань, тому на державному рівні слід прийняти єдиний меморандум про сприяння розвитку фінансових взаємовідносин у межах цих інтеграційних новоутворень за напрямками: спрощений режим у сфері уніфікації фінансового й валютного законодавств країн-членів регіональних об'єднань для регулювання міждержавних потоків капіталів; розробка концептуальних засад забезпечення довготермінової фінансової безпеки країн-учасниць регіональних об'єднань; застосування єдиних міжнародних стандартів, що сприятиме інтеграції ринків капіталів і координуватиме вихід на світові фінансові ринки.

Враховуючи реальні можливості співпраці, варто сконцентрувати зусилля на формуванні у реальному секторі економіки постіндустріального сегмента високотехнологічного виробництва інноваційної продукції та розвивати інноваційні структури, які є конкурентоспроможними на світовому ринку.

14. Виконане дослідження дало змогу сформулювати нові наукові проблеми, що мають важливе теоретичне та практичне значення і можуть стати предметом подальших наукових пошуків, зокрема такі: оптимізація управління корпоративно-консолідованим фінансовим капіталом суб'єктів господарювання; активізація іпотечного кредитування за рахунок залучення інструментів ринку фінансового капіталу; розробка матричної балансової моделі визначення величини фонду, яку можна використовувати для розрахунку національного стабілізаційного та іпотечного фондів; застосування методики програмно-цільового підходу в процесі розробки інвестиційної стратегії діяльності фінансових посередників на ринку фінансового капіталу з урахуванням промислово-фінансової інфраструктури та довготермінових перспектив її розвитку. Крім того, напрацьований в дисертації методологічний та економіко-математичний інструментарій може бути застосований в процесі вирішення широкого спектру більш вузьких (конкретних) актуальних науково-теоретичних і прикладних завдань, пов'язаних з функціонуванням фінансового ринку.

Подальше становлення ринку фінансового капіталу сприятиме забезпеченню підтримки економічного зростання та розширенню сфери спільного інвестування і надійного захисту інтересів учасників за наявності чітких концептуальних засад розвитку й спроможності використовувати новітні технології ефективніше від конкурентів.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Господарський кодекс України від 16 січня 2003 р. № 436-IV: із змінами та доповненнями за станом на 23 червня 2005 р. // Відомості Верховної Ради. – 2003. – № 18–22. – Ст. 144.
2. Цивільний кодекс України від 16 січня 2003 р. № 435-IV: із змінами та доповненнями за станом на 23 червня 2005 р. // Відомості Верховної Ради. – 2003. – № 40–44. – Ст. 356.
3. Бюджетний кодекс України від 21 червня 2001 р. № 2542-III: із змінами та доповненнями за станом на 25 березня 2005 р. // Відомості Верховної Ради. – 2001. – № 37–38. – Ст. 189.
4. Про внесення змін до Закону України "Про Державний бюджет України на 2005 рік" та деяких інших законодавчих актів України: Закон України від 25 березня 2005 р. № 2505-IV // Відомості Верховної Ради. – 2005. – № 17–19. – Ст. 267.
5. Про Державний бюджет України на 2005 рік: Закон України від 23 грудня 2004 р. № 2285-IV: із змінами та доповненнями за станом на 25 березня 2005 р. // Відомості Верховної Ради. – 2005. – № 7–8. – Ст. 162.
6. Про загальнообов'язкове державне пенсійне страхування: Закон України від 9 липня 2003 р. № 1058-IV: із змінами та доповненнями за станом на 25 березня 2005 р. // Відомості Верховної Ради України. – 2003. – № 49–50. – Ст. 376.
7. Про недержавне пенсійне забезпечення: Закон України від 9 липня 2003 р. № 1057-IV // Відомості Верховної Ради. – 2003. – № 47–48. – Ст. 372.
8. Про іпотечне кредитування, операції з консолідованим іпотечним боргом та іпотечні сертифікати: Закон України від 19 червня 2003 р. № 979-IV: із змінами та доповненнями за станом на 20 січня 2005 р. // Відомості Верховної Ради. – 2004. – № 1. – Ст. 1.

9. Про фінансово-кредитні механізми і управління майном при будівництві житла та операціях з нерухомістю: Закон України від 19 червня 2003 р. № 978-IV // Відомості Верховної Ради. – 2003. – № 52. – Ст. 377.
10. Про іпотеку: Закон України від 5 червня 2003 р. № 898-IV // Відомості Верховної Ради України. – 2003. – № 38. – Ст. 313.
11. Про запобігання та протидію легалізації (відмивання) доходів, одержаних злочинним шляхом: Закон України від 28 листопада 2002 р. № 249-IV: із змінами та доповненнями за станом на 18 травня 2004 р. // Відомості Верховної Ради України. – 2003. – № 1. – Ст. 2.
12. Про кредитні спілки: Закон України від 20 грудня 2001 р. № 2908-III: із змінами та доповненнями за станом на 3 березня 2005 р. // Відомості Верховної Ради України. – 2002. – № 15. – Ст. 101.
13. Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг: Закон України від 12 липня 2001 р. № 2664-III: із змінами та доповненнями за станом на 6 лютого 2003 р. // Відомості Верховної Ради. – 2002. – № 1. – Ст. 1.
14. Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди): Закон України від 15 березня 2001 р. № 2299-III // Відомості Верховної Ради України. – 2001. – № 21. – Ст. 103.
15. Про захист економічної конкуренції: Закон України від 11 січня 2001 р. № 2210-III: із змінами та доповненнями за станом на 31 травня 2005 р. // Відомості Верховної Ради України. – 2001. – № 12. – Ст. 64.
16. Про банки і банківську діяльність: Закон України від 7 грудня 2000 р. № 2121-III: із змінами та доповненнями за станом на 2 червня 2005 р. // Відомості Верховної Ради. – 2001. – № 5–6. – Ст. 30.
17. Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні: Закон України від 30 жовтня 1996 р. № 448/96-ВР: із змінами та доповненнями за станом на 20 листопада 2003 р. // Відомості Верховної Ради України. – 1996. – № 51. – Ст. 292.

18. Про страхування: Закон України від 7 березня 1996 р. № 85/96-ВР: із змінами та доповненнями за станом на 23 грудня 2004 р. // Відомості Верховної Ради України. – 1996. – № 18. – Ст. 78.
19. Про загальні засади створення і функціонування спеціальних (вільних) економічних зон: Закон України від 13 жовтня 1992 р. № 2673-ХІІ: із змінами та доповненнями за станом на 25 березня 2005 р. // Відомості Верховної Ради України. – 1992. – № 50. – Ст. 676.
20. Про інвестиційну діяльність: Закон України від 18 вересня 1991 р. № 1560-ХІІ: із змінами та доповненнями за станом на 25 березня 2005 р. // Відомості Верховної Ради України. – 1991. – № 47. – Ст. 646.
21. Про рішення Ради національної безпеки і оборони України від 20 травня 2005 р. "Про формування Єдиного економічного простору: Указ Президента України від 15 червня 2005 р. № 952/2005 // Урядовий кур'єр. – 2005. – № 114. – 22 червня. – Орієнтир. – С. 3–4.
22. Про рішення Ради національної безпеки і оборони України від 20 травня 2005 р. "Про заходи щодо забезпечення вступу України до Світової організації торгівлі": Указ Президента України від 15 червня 2005 р. № 951/2005 // Урядовий кур'єр. – 2005. – № 114. – 22 червня. – Орієнтир. – С. 1–3.
23. Про Національну раду з питань державного будівництва, місцевого самоврядування і регіонального розвитку: Указ Президента України від 26 квітня 2005 р. № 706/2005 // Урядовий кур'єр. – 2005. – № 80. – 29 квітня. – С. 5.
24. Про заходи щодо забезпечення захисту активів недержавних пенсійних фондів: Розпорядження Президента України від 14 квітня 2003 р. № 92/2003-рп // Урядовий кур'єр. – 2003. – № 72. – 17 квітня. – С. 7.
25. Про заходи щодо залучення коштів, отриманих від приватизації державного майна, на інноваційне інвестування підприємств, що мають стратегічне значення для економіки та безпеки держави: Указ Президента України від 15

- липня 2000 р. № 905/2000 р. // Українська Інвестиційна Газета. – 2000. – № 37. – 19 вересня. – С. 18.
26. Про Концепцію науково-технологічного та інноваційного розвитку України: Постанова Верховної Ради України від 13 липня 1999 р. № 916-XV // Відомості Верховної Ради України. – 1999. – № 37. – Ст. 336.
27. Про затвердження Порядку проведення тендерного відбору організаторів торгівлі цінними паперами для продажу пакетів акцій відкритих акціонерних товариств, що належать державі: Постанова Кабінету Міністрів України від 7 червня 2005 р. № 414 // Урядовий кур'єр. – 2005. – № 110. – 15 червня. – С. 7.
28. Програма діяльності Кабінету Міністрів України // Урядовий кур'єр. – 2005. – № 26. – 11 лютого. – С. 6–12.
29. Про затвердження Порядку реєстрації фінансових операцій суб'єктами первинного фінансового моніторингу: Постанова Кабінету Міністрів України від 26 квітня 2003 р. № 644 // Урядовий кур'єр. – 2003. – № 84. – 8 травня. – С. 10.
30. Про заходи щодо підтримки інноваційно-інвестиційних проектів: Постанова Кабінету Міністрів України від 5 серпня 2002 р. № 1106: із змінами та доповненнями за станом на 15 травня 2003 р. // Офіційний вісник України. – 2002. – № 38. – Ст. 1793.
31. Абрамов С. И. Инвестирование. – М.: Центр экономики и маркетинга, 2000. – 440 с.
32. Авдокушин Е. Ф. Международные экономические отношения: Учеб. пособие. – М.: ИВЦ "Маркетинг", 1997. – 196 с. – С. 161.
33. Алексеенко Л. М. Фондовый рынок и реальный сектор экономики // Финансовая теория и политика современного государства: Сб. научн. трудов. – Болгария: ФБФГАР-АО, Велико Тырново (Болгария), 2002. – С. 25–30.
34. Алексеенко М. М., Алексеенко Л. М. Некоторые проблемы региональной экономики // Сб. научн. трудов Респ. научно-практ. конф. "Теория и

- практика перестройки хозяйственного механизма", 18–20 апреля 1990 г. / Киевский ин-т нар. хоз-ва. – К., 1990. – С. 9.
35. Алексеєнко Л. М. Актуальні питання розробки методології сучасних інтеграційних фінансових процесів в умовах глобалізації світової економіки // Зб. тез Міжнар. наук.-практ. конф. "Стан та розвиток економічної науки у Київському університеті: ретроспектива, сучасність і перспектива", 15–16 червня 2004 р. / Київський національний ун-т ім. Т. Шевченка – К., 2004. – С. 77–79.
36. Алексеєнко Л. М. Актуальні проблеми мобілізації фінансового капіталу // Фінанси України. – 2004. – № 5. – С. 30–37.
37. Алексеєнко Л. М. Аналіз вітчизняного ринку фінансового капіталу в умовах зміни світової економічної кон'юнктури // Наукові записки: Зб. наук. праць / Тернопільська акад. нар. госп-ва. – Тернопіль, 2003. – Вип. 12. – С. 34–37.
38. Алексеєнко Л. М. Взаємозв'язок ринку фінансового капіталу з макроекономічними показниками // Наукові записки Національного ун-ту "Острозька академія". Сер. Економіка. – Острог, 2003. – Вип. 4. – С. 12–20.
39. Алексеєнко Л. М. Вибір фінансової стратегії виходу підприємства на ринок цінних паперів // Фінанси України. – 2001. – № 12. – С. 50–55.
40. Алексеєнко Л. М. Державне регулювання ринку фінансового капіталу в Україні // Економіка: проблеми теорії та практики: Зб. наук. праць / Дніпропетровський національний ун-т. – Дніпропетровськ, 2002. – Вип. 155. – С. 123–127.
41. Алексеєнко Л. М. Державне регулювання фінансового ринку в Україні // Матеріали Третьої Всеукр. наук.-практ. конф. "Підвищення ролі фінансових відносин у комплексному соціально-економічному розвитку регіону", 7–8 листопада, 2002 р. / Дніпропетровський національний ун-т. – Дніпропетровськ, 2002. – С. 70.
42. Алексеєнко Л. М. Економічна політика держави в сфері приватизації // Матеріали міжвуз. наук.-практ. конф. "Проблеми і перспективи розвитку

- фінансової політики в умовах ринкової економіки", 17–18 травня 1999 р. / Чернівецький торг.-екон. ін-т КНТЕУ. – Чернівці, 1999. – С. 162–165.
43. Алексєнко Л. М. Ефективність оподаткування в умовах становлення ринку фінансового капіталу в Україні // Финансы. Учет. Банки.: Сб. научн. трудов Донецкого национального ун-та / Под общ. ред. П. В. Егорова. – Донецк, 2002. – Вып. 8.; Ч.2. – С. 237–243.
44. Алексєнко Л. М. Ефективність спрямування фінансового капіталу в реструктуризацію економіки // Матеріали Всеукр. міжвуз. конф. "Управление региональным развитием", 6 декабря 2002 г. / Крымская акад. природоохр. и курортного строит-ва. – Симферополь, 2002. – С. 103–106.
45. Алексєнко Л. М. Значення корпоративного контролю за приватизованими підприємствами в банківській діяльності // Банківська справа. – 2000 – № 5. – С. 26–28.
46. Алексєнко Л. М. Історичний контекст та перспективи становлення ринку фінансового капіталу в Україні // Матеріали Міжнар. наук.-практ. конф. "Ринкова трансформація економіки України: теорія, практика, перспективи", 24–25 жовтня 2003 р. / Львівський держ. ун-т ім. І. Франка. – Львів, 2003. – С. 3–4.
47. Алексєнко Л. М. Концептуальні передумови становлення ринку фінансового капіталу в Україні // Наукові записки Тернопільського державного педагогічного ун-ту ім. В. Гнатюка. Сер. Економіка. – Тернопіль, 2002. – Вип. 12. – С. 105–109.
48. Алексєнко Л. М. Міжнародний валютний фонд і ринок капіталу: нові реалії на шляху до консенсусу // Актуальні проблеми міжнародних відносин: Зб. наук. праць / Київський національний ун-т ім. Т. Шевченка, Інститут міжнародних відносин. – Київ, 2004. – Вип. 46, Ч. I. – С. 190–194.
49. Алексєнко Л. М. Нагромадження фінансового капіталу в економіці України // Матеріали Четвертої Всеукр. наук.-практ. конф. "Фінансово-економічні проблеми розвитку регіонів України", 4 листопада 2003 р. /

Дніпропетровський національний ун-т. – Дніпропетровськ, 2003. – Том II. – С. 5.

- 50.Алексєєнко Л. М. Основні напрямки стабілізації ринку фінансового капіталу в умовах європейської інтеграції // Вісник Технологічного ун-ту Поділля. Сер. Екон. науки. – Хмельницький, 2003. – Вип. 2, Т. 1 (50). – С. 51–54.
- 51.Алексєєнко Л. М. Оцінка ефективності функціонування фінансового капіталу в глобальному середовищі // Зб. наук. праць наук.-практ. конф. "Актуальні питання удосконалення фінансово-кредитного механізму в Україні", 29–30 травня 2003 р. / Запорізький національний технічний ун-т. – Запоріжжя, 2004. – С. 24–34.
- 52.Оцінка тенденцій розвитку ринків капіталу та праці в Україні // Зб. наук. праць / Український державний морський технічний ун-т ім. адмірала Макарова. – Миколаїв, 2004. – № 1 (394). – С. 144–152.
- 53.Алексєєнко Л. М. Перспективи розвитку корпоративного управління в Україні // Науковий вісник Волинського державного ун-ту ім. Лесі Українки. Сер. Екон. науки. – Луцьк, 2002. – Вип. 8. – С. 177–180.
- 54.Алексєєнко Л. М. Перспективи розвитку фінансових інституцій підприємства в Україні з врахуванням досвіду Європейського Союзу // Вісник Тернопільської академії народного господарства: За матер. П'ятої міжнар. наук. конф. "Проблеми економічної інтеграції України в Європейський Союз: європейські студії", 13–15 вересня 2000 р. – Тернопіль, 2000. – Вип. 15, Ч. 3. – С. 145–147.
- 55.Алексєєнко Л. М. Перспективи становлення ринку облігацій в Україні // Формування економічних відносин в умовах становлення ринку: Зб. наук. праць / Під ред. д.е.н., проф. І. Д. Фаріона / Тернопільська акад. нар. госп-ва. – Тернопіль, 1999. – Вип. 3. – С. 15–20.
- 56.Алексєєнко Л. М. Перспективи становлення ринку цінних паперів в Україні // Вісник Тернопільської академії народного господарства. – Тернопіль, 1999. – Вип. 6. – С. 13–18.

- 57.Алексеєнко Л. М. Принцип фінансової справедливості в реформуванні податкової системи України // Матеріали наук.-практ. конф. "Бюджетно-податкова політика: теорія, практика, проблеми", 18–19 грудня 2003 р. / Національна академія державної податкової служби України. – Ірпінь, 2004. – Ч. II. – С. 3–6.
- 58.Алексеєнко Л. М. Проблеми сумісного інвестування в процесі приватизації підприємств // Вісник Тернопільської академії народного господарства. – Тернопіль, 2000. – Вип. 11. – С. 22–29.
- 59.Алексеєнко Л. М. Протекціоністська політика держави як запорука розвитку ринку фінансового капіталу в Україні // Міжвузівська наук.-практ. конф. "Розвиток фінансово-кредитної системи України в умовах ринкових трансформацій", 26 лютого 2003 р. / Тернопільська акад. нар. госп-ва. – Вінниця, 2003. – С. 20–22.
- 60.Алексеєнко Л. М. Процес підтримки прийняття рішень та інвестиційна політика підприємства // Науковий вісник. Екон. науки: Зб. наук. праць за матер. XIII міжнар. наук.-практ. конф. "Стратегії розвитку економічного потенціалу регіонів: інвестиційні пріоритети та інфраструктура", 9–10 квітня 2002 р. / Чернівецький торг.-екон. ін-т КНТЕУ. – Чернівці, 2002. – Вип. 2., Ч. II. – С. 318–322.
- 61.Алексеєнко Л. М. Реалії трансформації податкових відносин з метою легалізації фінансових капіталів // Науковий вісник: Зб. наук. праць. / Академія державної податкової служби України – Ірпінь, 2002. – Вип. 4 (18). – С. 70–72.
- 62.Алексеєнко Л. М. Ризики в інвестиційній діяльності підприємства // Вісник Тернопільської академії народного господарства: За матер. Четвертої міжнар. наук. конф. "Проблеми економічної інтеграції України в Європейський Союз: інвестиційні аспекти", 13–15 вересня 1999 р. – Тернопіль, 1999. – Спец. вип. № 10. – С. 31–35.
- 63.Алексеєнко Л. М. Ринок фінансового капіталу в умовах трансформації економіки: стан та перспективи // Тези доповідей Всеукр. наук.-практ. конф.

- "Економічні проблеми ринкової трансформації України", 3–4 грудня 2002 р.
/ Львівський банківський ін-т НБУ. – Львів, 2002. – С. 16–17.
64. Алексєнко Л. М. Ринок фінансового капіталу: становлення, проблеми та перспективи розвитку: Монографія. – К.: Вид. буд-к "Максимум"; Тернопіль: Економічна думка, 2004. – 424 с.
65. Алексєнко Л. М. Роль науки в адаптації національного ринку фінансового капіталу в умовах європейського вибору // Вісник Тернопільської академії народного господарства. – Тернопіль, 2003. – Вип. 5/1. – С. 102–106.
66. Алексєнко Л. М. Соціально-економічні аспекти формування ринку фінансових послуг в економіці України // Наукові записки Національного ун-ту "Острозька академія". Сер. Економіка. – Острог, 2003. – Вип. 5. – С. 16–26.
67. Алексєнко Л. М. Становлення інституту реєстраторів в умовах розвитку ринку цінних паперів // Економіка і ринок: облік, аналіз і контроль. Наук. журнал / Під ред. д.е.н., проф. І. Д. Фаріона / Тернопільська акад. нар. госп-ва. – Тернопіль, 2000. – Вип. 2. – С. 21–25.
68. Алексєнко Л. М. Страхування відповідальності в інститутах спільного інвестування // Вісник Тернопільської академії народного господарства. – Тернопіль, 2001. – Вип. 15. – С. 43–47.
69. Алексєнко Л. М. Сутність фінансового менеджменту в управлінні капіталом // Економіка і ринок: облік, аналіз і контроль: Наук. журнал / Під ред. д.е.н., проф. І. Д. Фаріона / Тернопільська акад. нар. госп-ва. – Тернопіль, 2000. – Вип. 3. – С. 59–63.
70. Алексєнко Л. М. Теоретичне осмислення ринку фінансового капіталу як основи поєднання інтересів учасників // Економіка: проблеми теорії та практики: Зб. наук. праць / Дніпропетровський національний ун-т. – Дніпропетровськ, 2003. – Вип. 186. – С. 1129–1134.
71. Алексєнко Л. М. Теоретичні дослідження та еволюція сутності ринку фінансового капіталу // Економіка. Фінанси. Право. – 2003. – № 11. – С. 3–6.

- 72.Алексеевко Л. М. Управління фінансовим капіталом в умовах вибору інноваційної моделі розвитку економіки // Наукові праці Донецького національного технічного ун-ту. Сер. Економічна. – Донецьк, 2003. – Вип. 60. – С. 129–134.
- 73.Алексеевко Л. М. Фінансова стратегія виходу підприємства на ринок цінних паперів // Фінанси України. – 2001. – № 1. – С. 131–136.
- 74.Алексеевко Л. М. Фінансове забезпечення інноваційно-інвестиційної моделі розвитку економіки України // Вісник Київського національного університету ім. Т. Шевченка. Сер. Економіка. – 2004. – Вип. 69. – С. 15–16.
- 75.Алексеевко Л. М. Фінансовий капітал: актуальні проблеми та шляхи їх вирішення // Науковий вісник Волинського державного ун-ту ім. Лесі Українки. Сер. Екон. науки. – Луцьк, 2003. – № 9. – С. 74–79.
- 76.Алексеевко Л. М. Фінансовий менеджмент у системі корпоративних відносин // Вісник Тернопільської академії народного господарства. – Тернопіль, 2002. – Вип. 7/2. – С. 83–85.
- 77.Алексеевко Л. М. Фінансові аспекти довірчого управління акціями підприємства // Вісник Тернопільської академії народного господарства. – Тернопіль, 2000. – Вип. 9. – С. 199–204.
- 78.Алексеевко Л. М. Фінансові аспекти оцінки інвестиційної привабливості підприємства // Роль фінансово-кредитної системи у стимулюванні економічного зростання в Україні: Зб. наук. праць / Волинський держ. ун-т. – Луцьк, 1999. – С. 222–225.
- 79.Алексеевко Л. М. Фінансові аспекти становлення ринку капіталу в Україні // Реформа фінансово-кредитної системи перехідної економіки України: Зб. наук. праць / Волинський держ. ун-т. – Луцьк, 1998. – С. 38–40.
- 80.Алексеевко Л. М. Фінансові інституції та перспективи їх діяльності в Україні // Наукові записки: Зб. наук. праць / Тернопільська акад. нар. госп-ва. – Тернопіль, 2001. – Вип. 9. – С. 177–180.
- 81.Алексеевко Л. М. Фінансові проблеми приватизації в регіональному аспекті // Матер. міжвуз. наук.-практ. конф. "Актуальні проблеми розвитку

- економіки України в перехідний період до ринку" / Тернопільська акад. нар. госп-ва. – Тернопіль, 1996. – Част. друга. – С. 21–23.
82. Алексєнко Л. М. Фінансові проблеми приватизації державної власності в Україні // Фінансові проблеми економіки перехідного періоду: Зб. наук. праць / Тернопільська акад. нар. госп-ва. – Тернопіль, 1997. – С. 48–52.
83. Алексєнко Л. М., Гуцайлюк Л. О., Бойко Г. В., Лукасевич В. Б. Проблеми аудиту фінансової діяльності інвестиційних інституцій // Тези доповідей Міжнар. науково-практ. конф., присвяченої 25-річчю кафедри економічного аналізу і 30-річчю ін-ту обліку і аудиту / Тернопільська акад. нар. госп-ва. – Тернопіль, 1996. – С. 123–126.
84. Алексєнко Л. М., Крисоватий А. І., Джастус Е. Соціально-економічні аспекти інтеграції України з Європейським Союзом // Вісник Тернопільської академії народного господарства: За матер. Міжнар. наук. конф. "Проблеми економічної інтеграції України в Європейський Союз: мікроекономічний аспект", 23–25 вересня 1997 р. – Тернопіль: ТАНГ; Франкфурт-на-Майні: Ун-т ім. Й.В. Гете, 1997. – Спец. вип. 1. – С. 23–26.
85. Алексєнко 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 / Тернопільська акад. нар. госп-ва. – Тернопіль, 1995. – С. 97-101.
86. Алексєнко Л. М., Лукасевич В. Б., Гульовата О. К. Фінансові аспекти інвестиційної політики держави в умовах становлення ринкової економіки // Формування економічних відносин в умовах ринку: Зб. наук. праць / Тернопільська акад. нар. госп-ва. – Тернопіль, 1997. – Вип. 1. – С. 133–134.
87. Алексєнко Л. М., Олексієнко В. М. Економічний тлумачний словник: Власність, приватизація, ринок цінних паперів (українсько-англійсько-російський). – Тернопіль: Астон, 2003. – 672 с.
88. Алексєнко 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.
89. Алексєнко Л. М., Тимчук О. Й. Механізм застосування облігацій внутрішньої державної позики в Україні // Економіка і ринок: облік, аналіз і контроль: Наук. журнал / Під ред. д.е.н., проф. І. Д. Фаріона / Тернопільська акад. нар. госп-ва. – Тернопіль, 2001. – Вип. 5. – С. 13–25.
90. Алексєнко Л. М., Тимчук О. Й., Білочицька-Миронова Н. В. Проблеми спільного інвестування: стратегія і тактика в умовах приватизації // Зб. праць наук.-практ. конф. "Формування ринкових відносин в системі будівельного комплексу України" / Тернопільська акад. нар. госп-ва. – Тернопіль, 1998. – С. 35–38.
91. Алексєнко Л. М., Юркевич А. І. Аудит інвестиційної діяльності в Україні // Фінансові проблеми економіки перехідного періоду: Зб. наук. праць / Тернопільська акад. нар. госп-ва. – Тернопіль, 1995. – С. 149–150.
92. Алексєнко М. Д. Капітал банку: питання теорії і практики: Монографія. – К.: КНЕУ, 2002. – 276 с.
93. Алексєнко М. Д., Алексєнко Л. М. Деякі аспекти формування статутного капіталу банку // Фінанси України. – 2005. – № 4. – С. 109–115.
94. Алексєнко М. Д., Алексєнко Л. М. До питання про доступ іноземного капіталу в банківську систему України // Формування ринкових відносин в Україні: Зб. наук. праць / Науково-дослідний економічний ін-т. – К., 2004. – Вип. 6. – С. 42–47.
95. Алексєнко М. Д., Алексєнко Л. М. Застава як спосіб забезпечення кредитів рефінансування // Формування ринкових відносин в Україні: Зб. наук. праць / Науково-дослідний економічний ін-т. – К., 2004. – Вип. 12. – С. 33–36.
96. Алексєєв І. В., Мороз А. С., Романів Є. М., Хома І. Б. Фінансовий аналіз: техніка розрахунків та моделювання економічних ситуацій: Навч. посіб. – Львів: Вид-во "Бескид Біт". 2003. – 152 с.
97. Алмазова О. Л., Дубоносов Л. А. Рынок против рынка. – М.: Финансы и статистика, 1993. – 336 с.

98. Астапович А. Банковская система и проблемы кредитования экономики // *Мировая экономика и международные отношения*. – 2003. – № 10. – С. 3–7.
99. Бабицкий А. Ф. Какой нам нужен рынок? Проблемы управления рыночной экономикой. – К.: Об-во "Знание" УССР, 1990. – 48 с. – (Сер. 3. "Экономика и управление". № 10).
100. Базилевич В. Д. Страховий ринок України. – К.: Товариство "Знання", КОО, 1998. – 374 с.
101. Базилевич В. Д., Баластрик Л. О. Державні фінанси. Вид. 2-ге, доп. і перероб. / За заг. ред. Базилевича В. Д. – К.: Атіка, 2004. – 368 с.
102. Базилевич Д., Мазур І. Методичні аспекти оцінки масштабів тіньової економіки // *Економіка України*. – 2004. – № 8. – С. 36–44.
103. Банківські операції: Підручник / А. М. Мороз, М. І. Савлук, М. Ф. Пуховкіна та ін.; За ред. А. М. Мороза. – К.: КНЕУ, 2000. – 384 с.
104. Барановський О. І. Фінансова безпека. – К.: Фенікс, 1999. – 338 с.
105. Бард В. С. Финансово-инвестиционный комплекс: теория и практика в условиях реформирования российской экономики. – М.: Финансы и статистика, 1998. – 304 с.
106. Басенко А. М. Свободные экономические зоны – инструмент привлечения инвестиционных ресурсов для развития регионального хозяйства // *Общественные науки*. – 2001. – № 4. – С. 75–79.
107. Биржевая деятельность: Учебник / Под ред. проф. А. Г. Грязновой, проф. Р. В. Корнеевой, проф. В. А. Галанова. – М.: Финансы и статистика, 1995. – 240 с.
108. Бирюков В., Кузнецова Е. Госсобственность и госсектор в рыночной экономике // *Мировая экономика и международные отношения*. – 2002. – № 3 – С. 14–21.
109. Бландіньєр Жан-Поль. Нестача прямих іноземних інвестицій в економіку України: чи винна в цьому держава // *Тенденції української економіки*. – 2002. – Лютий. – С. 4–5.

110. Бланк И. А. Управление формированием капитала. К.: "Ника-Центр", 2000. – 512 с. – (Серия "Библиотека финансового менеджера". Вып. 4).
111. Блауг М. Экономическая мысль в ретроспективе / Пер. с англ. – М.: Дело Лтд, 1994. – 720 с.
112. Богиня Д., Волинський Г. Соціально-економічні аспекти великої приватизації: цілі і результати // Економіка України. – 2002. – № 12. – С. 35–42.
113. Боди Зви, Кейн Алекс, Маркус Алан. Принципы инвестиций, 4-е издание.: Пер. с англ. – М.: Издательский дом "Вильямс", 2002. – 984 с.
114. 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.
115. Большой экономический словарь / Под ред. А. Н. Азрилияна. – 4-е изд. доп. и перераб. – М.: Ин-т новой экономики, 1999. – 1248 с.
116. Бондаренко О. А. Теоретические вопросы накопления денежного капитала в рыночной экономике. – Санкт-Петербург: Изд-во Санкт-Петерб. гос. ун-та экономики и финансов, 1998. – 104 с.
117. Боринець С. Я. Міжнародні фінанси: Підручник. – К.: Знання-Прес. – 2002. – 311 с.
118. Боринець С. Я., Дунська Є. О. Економічні наслідки введення єдиної європейської валюти євро // Фінанси України. – 2002. – № 9. – С. 87–91.
119. Борисов А. Б. Большой экономический словарь. – М.: Книжный мир, 2000. – 895 с.
120. Борисов Е. Ф. Экономическая теория: Учебник. – М.: Юристъ, 2000. – 568 с.
121. Боротьба з корупцією – життєво необхідна справа // Урядовий кур'єр. – 2004. – № 19. – 31 січня. – С. 4.
122. Бровков С., Руденко Л. Проблеми інтеграції банківського і корпоративного капіталу в умовах глобалізації економіки // Банківська справа. – 2002. – № 2. – С. 37–41.

123. Брыль Р. Конец инвестиционного бума // Украинская Инвестиционная Газета. – 2002. – № 40. – С. 20.
124. Брыль Р. Сила ТНК // Украинская Инвестиционная Газета. – 2002. – № 41. – С. 20.
125. Будкін В. Передумови і результати трансформації власності у постсоціалістичних державах // Економіка України. – 2002. – № 5. – С. 76–83.
126. Бутник О. М. Економіко-математичне моделювання динамічних закономірностей розвитку економічних систем: Монографія. – Харків: Видавничий дім "Інжек", 2003. – 224 с.
127. Бюджет-2005: супровід середньострокового планування // Урядовий кур'єр. – 2004. – № 102. – 3 червня. – С. 5.
128. Бюджетний менеджмент: Підручник / В. Федосов, В. Опарін, Л. Сафонова та ін.; За заг. ред. В. Федосова. – К.: КНЕУ, 2004. – 864 с.
129. Варналій З. С. Проблеми протидії легалізації доходів злочинного походження у контексті фінансової безпеки України // Фінанси України. – 2003. – № 7. – С. 34–42.
130. Василик О. Д. Теорія фінансів. – К.: НІОС. – 2001. – 416 с.
131. Ведущие компании Украины по уровню капитализации // Рейтинг 100 топ: Лучшие компании Украины. – 2004. – № 2. – С. 26–27.
132. Вербяный В., Комлиленко А. Банки-роботы // Украинская Инвестиционная Газета. – 2005. – 15 марта. – С. 26.
133. Верещагин И. К. Тенденции капиталистического накопления в условиях современного капитализма. – М.: Высшая школа, 1963. – 118 с.
134. 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.
135. Владимирова И. Г. Слияния и поглощения компаний: характеристика современной волны // Менеджмент у России и за рубежом. – 2002. – № 1. – С. 27–36.

136. 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.
137. Влияние финансовой системы на экономику // Финансовый бизнес. – 2001. – № 9. – С. 56–57.
138. Внешнеэкономический словарь / Под ред. И. П. Фаминского. – М.: ИНФРА-М., 2000. – 512 с.
139. Внешние займы – природа тенденций // Украинская Инвестиционная Газета. – 2005. – № 3–4. – 25 января. – С. 23.
140. Вознесенский Н. А. Избранные произведения. 1931–1947. – М.: Изд-во политической литературы, 1979. – 606 с.
141. Вопросы первоначального накопления капитала и национальные движения в славянских странах. – М.: Изд-во "Наука", 1972. – 278 с.
142. Воробьев Е. М. Экономическая теория – политическая экономия в схемах и графиках. Учебное пособие. – Харьков: ХГИ "НУА", 1999. – 240 с.
143. Воробьев Ю. Н. Капитал предпринимательских структур в системе финансового менеджмента. – Симферополь: Таврия, 2000. – 324 с.
144. Воробьев Ю. Н. Финансовый капитал предприятий: теория, практика, управление. – Симферополь: Таврия, 2002. – 364 с.
145. Вступ до банківської справи / За ред. М. І. Савлука. – К.: Лібра, 1998. – 344 с.
146. Вступ України до Світової організації торгівлі та розширення Європейського Союзу: наслідки для банківської системи // Вісник Національного банку України. – 2003. – № 10. – С. 48–53.
147. Вулфен Чарльз Дж. Энциклопедия банковского дела / Пер. с англ. – М.: Корпорация "Федоров", 2000. – 1583 с.
148. Гайдуцький А. П. Основні тенденції міжнародних інвестиційних процесів // Статистика України. – 2003. – № 1. – С. 51–52.
149. Галіакпарова Г. С., Олексієнко Л. М. Орендні підприємства: проблеми розвитку // Зб. праць наук.-практ. семінар "Основні напрямки розвитку

- народного господарства в період переходу до ринкової економіки", 23–24 травня 1991 р. / Тернопільська акад. нар. госп-ва. – Тернопіль, 1991. – С. 116–117.
150. Гальчинський А. С. Україна: поступ у майбутнє. – К.: Основи, 1999. – 220 с.
151. Гальчинський А. Теорія грошей: Навч. посіб. – К.: Видавництво Соломії Павличко "Основи", 2001. – 411 с.
152. Геєць В. М. Економічні передумови стабільного соціального розвитку в середньостроковій перспективі // Економіка і прогнозування. – 2002. – № 2. – С. 9–33.
153. Геєць В. М. Нестабільність та економічне зростання. – К.: Інститут екон. прогнозування, 2000. – 344 с.
154. Гильфердинг Рудольф. Финансовый капитал. Новейшая фаза в развитии капитализма / Пер. с нем. И. Степанова. Издан. 6-е стереотипное. – М.–Л.: Государственное социально-экономическое изд-во, 1931. – 460 с.
155. Гойко А. Ф. Организация рынка финансового капитала и инвестиций в Украине. – К.: Будівельник, 1995. – 208 с.
156. Голубович А. Д. Траст. Доверительные услуги банков и финансовых компаний клиентам. – М.: АО "АРГО", 1994. – 88 с. – (Русская деловая литература). – С. 3–5.
157. Гольшев В. Т. Сделки в кредитной сфере. – М.: МЗ Пресс, 2003. – 96 с.
158. Гончаров А. Тенденции к решению проблем есть, а дальше – посмотрим // Украинская Инвестиционная Газета. – 2003. – № 49. – 9 декабря. – С. 11.
159. Горбунов С. В. Международный валютный фонд: противоречия капиталистического валютного регулирования. – М.: Международные отношения, 1988. – 176 с.
160. Горюнов Д. Собака на сене // Украинская Инвестиционная Газета. – 2004. – 16 марта. – С. 8.

161. Государственная статистика УССР (её достижения и перспективы) 1921–1925 гг. – Харьков: Центральное статистическое управление УССР, 1925. – 187 с.
162. Государственно-монополистический капитализм: общие черты и особенности. – М.: Политиздат, 1975. – 592 с.
163. Государство – самый неэффективный собственник // Украинская Инвестиционная Газета. – 2000. – № 23. – 13 июня. – С. 3.
164. Грейт Я. Финансовый кризис и инфляция: причины возникновения, сущность и особенности проявления в Украине // Предпринимательство, хозяйство и право. – 1999. – № 1. – С. 3–7.
165. Григоренко Є. Приватизацію гальмують місцеві ради // Прес-клуб. – 1995. – № 20.
166. Гроші та кредит: Підручник / За ред. проф. Б. С. Івасіва. – К.: КНЕУ, 1999. – 404 с.
167. Грошові доходи та витрати населення // Тенденції української економіки. – 2001. – Грудень. – С. 34–39.
168. Грушевський Мих. Sub Divo. Оповідання, начерки, замітки. Київ: Друкарня Акц. т-ва "Петро Барський" у Київі, 1918. – С. 88–89.
169. Грушевський Мих. Вільна Україна. Статті з останніх днів (березень–квітень 1917). – К.: Друкарня Акц. т-ва "Петро Барський", Хрещатик, 40, 1917. – 18 с.
170. Губський Б. В. Інвестиційні процеси в глобальному середовищі. – К.: Наукова думка, 1998. – 391 с.
171. Гутцайт Е. М. Аудиторская проверка с позиций теории принятия решений в условиях неопределенности // Аудиторские ведомости. – 2001. – № 8. – С. 49–58.
172. Гэлбрейт Дж. Новое индустриальное общество. – М.: "Прогресс", 1969. – 260 с.

173. 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.
174. 2003 рік як рубіж економічного зростання // Урядовий кур'єр. – 2004. – № 20. – 3 лютого. – С. 4.
175. Держава – податки – бізнес: (Із світового досвіду фіскального регулювання ринкової економіки): Монографія / В. М. Суторміна, В. М. Федосов, В. Л. Андрущенко. – К.: Либідь, 1992. – 328 с.
176. Державна власність на службі приватного капіталу / С. В. Мочерний, М. О. Загной, С. В. Цибулько. – К.: Політвидав України, 1984. – 155 с.
177. Державні гарантії для "приватної" пенсії // Урядовий кур'єр. – 2003. – № 28. – 13 лютого. – С. 15.
178. Дзарасов С. С. Рынок: альтернативная концепция перехода. – М.: Издательство "Знание", 1991. – 64 с. – (Новое в жизни, науке, технике. Сер. "Теория и практика социализма". № 3).
179. Дзюблюк О. В. Організація грошово-кредитних відносин суспільства в умовах ринкового реформування економіки. – К.: Поліграфкнига, 2000. – 512 с.
180. Доронин И. Г. Мировые фондовые рынки: закономерности развития и современное состояние // Деньги и кредит. – 2002. – № 9. – С. 58–63.
181. Доронин И. Г. Мировые фондовые рынки: закономерности развития и современное состояние // Деньги и кредит. – 2002. – № 8. – С. 49–57.
182. Доценко Н. Доля акціонерних товариств у світлі реформи корпоративного законодавства // Цінні папери України. – 2001. – № 48. – С. 8.
183. 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.
184. Дышкант О. В., Алексеенко Л. М. Финансовые проблемы НТП // Сб. научн. трудов Всесоюзн. научн.-практ. конф. "Перестройка и экономическое

- стимулирование научно-технического прогресса", 12-14 марта 1990 г. / Центр. правл. ВЭО. – М., 1990. – С. 84–86.
185. Евро благоприятствует инвестиционным банкам, но снижает объемы кредитования // Банковская практика за рубежом. – 2000. – № 6. – С. 14–18.
186. Егорова Н. Е., Смулов А. М. Предприятия и банки: Взаимодействие, экономический анализ, моделирование: Учеб.-практ. пособие. – М.: Дело, 2002. – 456 с.
187. Економіка потребує потужної банківської системи // Урядовий кур'єр. – 2004. – № 13. – 23 січня. – С. 2.
188. Економічна енциклопедія. У 3-х томах. Т. 1 / Редкол.: ... С. В. Мочерний (відп. ред.) та ін. – К.: Видавничий центр "Академія", 2000. – 864 с.
189. Економічна енциклопедія. У 3-х томах. Т. 3 / Редкол.: ... С. В. Мочерний (відп. ред.) та ін. – К.: Видавничий центр "Академія", 2002. – 952 с.
190. Енгельс Ф. Сила й економіка в утворенні нової німецької імперії. Партвидав "Пролетар", 1932. – 64 с.
191. Енциклопедичний словник бізнесмена: Менеджмент, маркетинг, інформатика / Під заг. ред. М. І. Молдованова. – К.: Техніка, 1993. – 856 с. – Терміни парал. рос., англ., нім., фр., пол.
192. Енциклопедія бізнесмена, економіста, менеджера / За ред. Р. Дяківа. – К.: Міжнародна економічна фундація, 2000. – 703 с.
193. Ершов М. О финансовых механизмах экономического роста // Вопросы экономики. – 2002. – № 12. – С. 4–5.
194. Європейський стандарт банківських послуг // Урядовий кур'єр. – 2004. – № 18. – 30 січня. – С. 3.
195. Єдиний Економічний Простір, або Євразійська Енергетична Пастка? // Економіст. – 2003. – № 9. – С. 10–14.
196. Жалило Я., Струк О. ВТО и неравное равенство его членов // Економіка та держава. – 2003. – № 11. – С. 2–4. – С. 3.
197. Загальна теорія статистики: Підручник. – Тернопіль: Лідер, 2004. – 386 с.

198. Загоруйко Ю. Швейцарія обстоює таємницю банківських вкладів // Дзеркало тижня. – 2002. – № 21 (396). – 8–14 червня.
199. Засанський В. В. Роздержавлення та приватизація – основа реформування економіки України. – Львів: Кальварія, 1996. – 176 с.
200. 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. 4–57.
201. Зворотний бік капіталістичної медалі // Урядовий кур'єр. – 2003. – № 40. – С. 3.
202. Зельцер В., Гайсинович А. Дореформенная экономика. Формирование промышленного капитализма и подготовка реформ. – Изд-во "Пролетарий", 1930. – 159 с.
203. Злобин И. Д. Мировой социалистический рынок. – М.: Издательство "Знание", 1963. – 40 с.
204. Золотарёв В. И. Мировой социалистический рынок. – М.: Изд-во "Международные отношения", 1969. – 240 с.
205. Зрушення до ринкової економіки. Реформи в Україні: погляд зсередини / За ред. Лутца Гоффмана і Акселя Зіденберга. – К.: Фенікс, 1997. – 287 с.
206. Ибрагимов М. И. Тенденции эволюции современных ТНК // Экономика XXI века. – 2002. – № 5. – С. 59 – 71.
207. Иванов Г. И. Методология и теория социалистического накопления. – Иркутск: Восточно-Сибирское книжное издательство, 1980. – 152 с.
208. Ильясов С. М. Устойчивость банковской системы: механизмы управления, региональные особенности. – М.: Юнити, 2001. – 255 с.
209. Инвестиционная привлекательность украинских предприятий // Рейтинг 100 топ: Лучшие компании Украины. – 2004. – № 2. – С. 30–31.
210. Інвестиції та будівельна діяльність в Україні у 1995–2004 рр.: Статист. збірник / Відп. за вип. Н. Г. Луценко. – К.: Держкомстат України, 2005. – 239 с.

211. История Украинской ССР. Украина в период империализма (Начало XX в.). В 10-ти томах. Том 5. – К.: Наукова думка, 1983. – 558 с.
212. Иванов М. Приватизація державної власності // Економіка України. – 2001. – № 4. – С. 23–30.
213. Інвестиційні орієнтири року // Урядовий кур'єр. – 2004. – № 17. – 23 січня. – С. 9.
214. Інвестологія: наука про інвестування: Навч. посіб. / За ред. докт. екон. наук, проф. С. К. Реверчука. – К.: Атіка, 2001. – 264 с.
215. Інновації для України – безальтернативний шлях // Урядовий кур'єр. – 2003. – № 36. – С. 6.
216. Інтернет: Cbonds Сайт: <http://www.cbonds.info/ru/rus/index.phtml>
217. Інтернет: www.spprinfo.ru
218. Інтернет: www.sta.gov.ua/news.php3?3963
219. Інтернет: www.wallstreet.com.ua
220. Інтернет: Асоціація українських банків. Сайт: www.aub.com.ua
221. Інтернет: Європейський Центральний Банк. Сайт: <http://www.ecb.int>
222. Інтернет: Міністерство фінансів України. Сайт: http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/article/main?art_id=45479&cat_id=34267
223. Інтернет: Організації економічного співробітництва та розвитку. Сайт: <http://cs4hq.oecd.org/oecd/eng/TableView/wdsview/dispviewp.asp>
224. Кабінет Міністрів: звіт про роботу в другому кварталі 2004 року // Урядовий кур'єр. – 2004. – № 151. – 12 серпня. – С. 5–8.
225. Каганов Е. Д. Социалистическое воспроизводство и рынок. – М.: Издательство "Экономика", 1966. – 191 с.
226. Калашников А. Валютно-фінансова криза і державна власність в Україні // Вибір. – 1999. – № 1–2. – С. 58–63.
227. Кваснюк Б. Є. Структурні зрушення в промисловості України // Економіка і прогнозування. – 2002. – № 1. – С. 67–68.

228. Квасов А. Финансовый капитал и финансовая олигархия Канады. – М.: Наука, 1989. – 137 с.
229. Кейнс Дж. М. Общая теория занятости, процента и денег / Пер. с англ. А. Г. Милейковского, И. М. Осадчей. – М.: Издательство "Прогресс", 1978. – 494 с.
230. Кистерский Л. Л., Гайдучок И. Г., Полунеев Ю. В. Международная экономическая безопасность: внешнеторговые, валютно-финансовые и энергетические аспекты. – К.: Наукова думка, 1991. – 182 с.
231. Кіндрацька Л. М. Бухгалтерський облік і прийняття рішень в банках: Навч.-метод. посіб. – К.: КНЕУ, 2000. – 404 с.
232. Клапків М. С., Клапків Ю. М. Витоки національного страхового ринку України: Монографія. – Тернопіль: Карт-бланш, 2003. – 275 с.
233. Колективний пошук рішень // Урядовий кур'єр. – 2004. – № 174. – 16 вересня. – С. 1–2.
234. Коллонтай В. Эволюция западных концепций глобализации (Статья первая) // Мировая экономика и международные отношения. – 2002. – № 1. – С. 24–30.
235. Концепція економічної безпеки України / В. М. Геєць. – К.: Логос, 1999. – 56 с.
236. Концепція регулювання фінансового ринку України // Цінні папери. – 2002. – № 1. – С. 7–29.
237. Концепція реформування податкової системи України // Голос України. – 2000. – № 40. – 14 березня (Додаток).
238. Корнаи Я. Честность и доверие в переходной экономике // Вопросы экономики. – 2003. – № 9. – С. 4.
239. Корнєєв В. В. Кредитні та інвестиційні потоки капіталу на фінансових ринках. – К.: КДФІ, 2003. – 376 с.
240. Корнєєв В. В. Легалізація капіталу при користуванні послугами фінансових посередників // Фінанси України. – 2003. – № 9. – С. 16–20.

241. Корнєєв В. В. Рух капіталу і фінансова логістика // Фінанси України. – 2002. – № 11. – С. 23–31.
242. Корягин А. Г., Фролов Б. И. Социальная утопия Дж. Гэлбрейта. Критика концепции "нового индустриального общества". – М.: Мысль, 1978. – 246 с.
243. Костриба А. І. Передумови фінансової кризи в Україні та характер її прояву // Фінанси України. – № 9. – С. 39–40.
244. 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"). – 493 с.
245. Кравець В. М., Кравець О. В. Західноєвропейський банківський бізнес: становлення і сучасність / За ред. В. І. Міщенко. – К.: Знання-Прес, 2003. – 470 с.
246. Крамаренко Г. О. Фінансовий аналіз і планування. – Київ: Центр навчальної літератури, 2003. – 224 с.
247. Краснов Ю. М. Економічна стратегія ефективної зайнятості. – К.: Знання України, 2001. – 253 с.
248. 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.
249. Крупка М. І. Реформування власності і залучення в Україну іноземного капіталу // Фінанси України. – 2002. – № 5. – С. 31–43.
250. Крупка М. І. Фінансово-кредитний механізм інноваційного розвитку економіки України. – Львів: Видавничий центр Львівського національного ун-ту ім. І. Франка, 2001. – 608 с.
251. Круторжевский Г. А., Трифонов В. И., Шишков Ю. В. Современный капитализм. Цифры и факты. – М.: Изд-во "Знание", 1971. – 78 с.
252. Кузнецов В. С. Международный валютный фонд и мирохозяйственные связи. – М.: "Российская политическая энциклопедия" (РОССПЭН), 2001. – 432 с.

253. Кузнецова Л. В., Алексеенко Л. М. Про розвиток орендних відносин у промисловості // 36. праць наук.-практ. конф. "Практичний вклад науки у перебудову", 4 травня 1990 р. / Тернопільський ін-т нар. госп-ва. – Тернопіль, 1990. – С. 64–65.
254. Кузнецова Н. С., Назарчук І. Р. Ринок цінних паперів в Україні: правові основи формування та функціонування. – К.: Юрінком Інтер, 1998. – 528 с.
255. Кураков Л. П., Кураков В. Л. Большой толковый словарь экономических и юридических терминов. – М.: Вуз и школа, 2001. – 720 с.
256. Курочкин В. В., Савельев С. С., Михина Е. В. Налог на недвижимость: итоги эксперимента // Финансы. – 2003. – № 8. – С. 30–33.
257. Курс на інноваційну модель економіки // Урядовий кур'єр. – 2004. – № 46. – 11 березня. – С. 6.
258. Куцин Н. А., Калюжный В. В., Мозенков О. В., Балыкин В. Д. Сучасна теорія та практика оподаткування. – Х.: Прапор, 2001. – 512 с.
259. Кяран Уолш. Ключові фінансові показники. Аналіз та управління розвитком підприємства: Пер. з англ. – К.: Всеувито; Наукова думка, 2001. – 367 с.
260. Ларцев В. Основні особливості етапів приватизації // Економіка України. – 2001. – № 3. – С. 43–50.
261. Лебедев Л. Ф. Иностранный капитал в экономике США. – М.: Изд-во "Наука", 1982. – 176 с.
262. Ленін В. І. Твори. – Т. 27. – 612 с.
263. Литовский А. М. "Финансовые ресурсы и капитал" Интернет: www.aup.ru
264. 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.
265. Логинов В. Обновление основного капитала // Экономист. – 2002. – № 3. – С. 3–10.
266. Ломакин В. К. Мировая экономика: Учебник для вузов. – М.: Финансы, ЮНИТИ, 1999. – 727 с.

267. Лук'яненко Д. Г., Мозговий О. М., Губський Б. В. Основи міжнародного інвестування. – К.: КНЕУ, 1998. – 124 с.
268. Лук'яненко І. Г., Городніченко Ю. О. Сучасні економетричні методи у фінансах. Навч. посіб. – К.: Літера ЛТД, 2002. – 352 с.
269. Лучшие компании по объемам прибыли в 2003 году // Рейтинг 100 топ: Лучшие компании Украины. – 2004. – № 2. – С. 20–21.
270. Людство програє війни глобілізації // Урядовий кур'єр. – 2003. – № 27. – 12 лютого. – С. 14.
271. Лютий І. О. Грошово-кредитна політика в умовах перехідної економіки: Монографія. – К.: Атіка, 1999. – 240 с.
272. Лютий І. О. Депозитний ринок в інвестиційній політиці економічного зростання // Фінанси України. – 2002. – № 5. – С. 3–8.
273. Лютий І. О., Алексеєнко Л. М. Стратегічні перспективи ринку фінансового капіталу в контексті інтеграційних процесів // Світ фінансів. – 2004. – № 1. – С. 109–117.
274. Лютий І. О., Алексеєнко М. Д., Алексеєнко Л. М. Традиційно усталені та новітні засади діяльності фінансових посередників у конкурентному середовищі // Вісник Тернопільської академії народного господарства. – Тернопіль, 2004. – Вип. 5/1. – С. 211–218.
275. Лютий І. О., Рак Р. В. Україна в процесі інтеграції до світового ринку капіталів // Вісник Київського національного університету ім. Т. Шевченка. Сер. Економіка. – 2004. – Вип. 55–57. – С. 74–77.
276. Магас В. Теоретичні проблеми неконкурентної приватизації // Економіка України. – 2001. – № 8. – С. 42–49.
277. Макконелл К. Р., Брю С. П. Экономикс: принципы, проблемы и практика / Пер. с англ. II-го изд. – К.: Хагар-Демос, 1993. – 785 с.
278. Макроекономіка: Підручник / За ред. В. Д. Базилевича. – К.: Знання, 2004. – 851 с. – (Класичний університетський підручник).

279. Максимо В. Энг, Фрэнсис А. Лис, Лоуренс Дж. Мауер. Мировые финансы. Пер. с англ. – М.: ООО Издательско-консалтинговая компания "ДеКА", 1998. – 768 с.
280. Малик М. Й. Фінансово-кредитний механізм у розвитку аграрного підприємництва // Фінанси України. – 2004. – № 5. – С. 47–53.
281. Манків Грегорі Н. Макроекономіка. – К.: Основи, 2000. – 588 с.
282. Маркарян К. На пути к постиндустриальному корпоративному государству: "третий путь" развития для России XXI века // Финансист. – 2000. – № 39. – С. 38–49.
283. Маркс К. Капитал. Критика политической экономии. Т. 1. Кн. 1: Процесс производства капитала. – Собр. соч. – Т. 23. – 825 с.
284. Маркс К. Капитал. Критика политической экономии. Т. 2. Кн. 2: Процесс обращения капитала. – Собр. соч. – Т. 24. – 648 с.
285. 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.
286. 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.
287. 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.
288. Маркс К. Капітал. Критика політичної економії. – К.: Вид-во політичної літератури України, 1982. – 932 с.
289. Маркс К. Капітал. Критика політичної економії. Том перший. Книга I: Процес виробництва капіталу. – К.: Державне вид-во політичної літ-ри, 1954. – 786 с.
290. Маркс К. Теория накопления. – М.: ОГИЗ "Госполитиздат", 1948. – 112 с.

291. Маркс К., Энгельс Ф. Святое семейство, или Критика критической критики. Против Бруно Бауэра и компании. – Собр. соч. – Т. 2. – 651 с.
292. Масленников В. Н., Моляков Д. С. Денежные накопления в промышленности. – М.: Финансы, 1979. – 254 с.
293. Маслова С. О., Опалов О. А. Фінансовий ринок. Навч. посіб. 2-е вид., виправл. – К.: Каравела, 2003. – 344 с.
294. Матвієнко В., Матвієнко П. Вплив іноземного капіталу на інвестиційний клімат в Україні // Вісник Національного банку України. – 2003. – № 10. – С. 37.
295. Материальное накопление в условиях рыночной экономики / Ю. В. Куренков, С. А. Смирнова, В. К. Петров и др. – М.: Наука, 1991. – 276 с.
296. МВФ отказал Украине в предоставлении кредита // Украинская Инвестиционная Газета. – 2003. – № 41. – 14 октября.
297. Международные валютно-кредитные и финансовые отношения: Учебник / Под ред. Л. Н. Красавиной. – 2-е изд., перераб. и доп. – М.: Финансы и статистика, 2001. – 608 с.с.
298. Мендрул О. Г., Павленко І. А. Фондовий ринок: операції з цінними паперами: Навч. посіб. Вид. 2-ге, допов. та перероб. – К.: КНЕУ, 2000. – 156 с.
299. 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.
300. 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.
301. Минфин займет еще 2,5 млрд. грн. // Украинская Инвестиционная Газета. – 2002. – № 39. – С. 17–19.
302. Мишкин Ф. Экономическая теория денег, банковского дела и финансовых рынков. – М.: Аспект Пресс, 1999. – 820 с.

303. Міжнародні фінанси: Підручник / О. І. Рогач, А. С. Філіпенко, Т. С. Шемет та ін.; за ред. О. І. Рогача. – К.: Либідь, 2003. – 784 с.
304. Місію МВФ цікавлять відповіді на глобальні питання // Урядовий кур'єр. – 2004. – № 136. – 22 липня. – С. 4.
305. Мовсесян А. Г. Интеграция банковского и промышленного капитала: современные мировые тенденции и проблемы развития в России. – М.: Финансы и статистика, 1997. – 443 с.
306. Мозговий О. М. Фондовий ринок: Навч. посіб. – К.: КНЕУ, 1999. – 316 с.
307. Моніторинг макроекономічних та галузевих показників. – К.: Видавництво ПП "ЕКМО", 2003. – 105 с.
308. Мотылев В. Е. Финансовый капитал и его организационные формы. – М.: Изд-во социально-экономической литературы, 1959. – 452 с.
309. Мочерний С. В. Основи економічних знань: Підручник. – К.: Видавничий центр "Академія", 2001. – 312 с. (Альма-матер).
310. Мусатов В. Т. Международная миграция фиктивного капитала. – М.: Международные отношения, 1983. – 207 с.
311. На пороге XXI века. – М.: Издательство "Весь мир", Всемирный банк. – 2000. – 278 с.
312. Наумец И. Требовательный МВФ // Украинская Инвестиционная Газета. – 2005. – № 3–4. – 25 января. – С. 22.
313. Нікіфоров П. О. Теорія і методологія регулювання грошового обігу. Монографія. – Чернівці: Рута, 2002. – 327 с.
314. Нікіфоров П. О. Фінансовий інститут як соціальна форма діяльності: методологічні аспекти // Науковий вісник Чернівецького університету. Сер. Економіка. – Чернівці, 2004. – Вип. 233. – С. 43–47.
315. Новицький В. Нова промислова доктрина – квиток у майбутнє // Дзеркало тижня. – 2001. – № 4 (328). – 27 січня – 7 лютого.
316. Овсийчук М. Ф., Сидельникова Л. Б. Методы инвестирования капитала. – М.: Буквица, 1996. – 128 с.

317. Огородник С. Я. Вопросы повышения экономической эффективности производства на современном этапе. – К.: Изд-во Киевского ун-та, 1967. – 157 с.
318. 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.
319. Олексієнко Л. М., Гуцайлюк Л. О., Кузнецова Л. В. Аудит акціонерних компаній // Всеукр. наук.-практ. семінар "Проблеми становлення аудиторської діяльності в Україні", 22–23 жовтня 1993 р. / Львівська комерційна акад. – Львів, 1994. – С. 33–34.
320. Олексієнко Л. М., Крисоватий А. І. Податкова політика в умовах реформування економіки // Податки в Україні: теорія і практика. Зб. наук. праць / Волинський державний ун-т. – Луцьк, 1995. – С. 52–54.
321. Олексієнко Л., Гуцайлюк Л., Кузнецова Л. Аудит інвестиційної діяльності // Матеріали респ. наук.-практ. конф. "Аудиторська діяльність в умовах становлення нових економічних відносин в Україні", 18–19 травня 1995 р. / Львівська комерційна акад. – Львів, 1995. – С. 54–55.
322. Олексієнко Л., Смоленюк Р. Фінансові проблеми розвитку ринку цінних паперів в Україні // Матеріали Всеукр. наук.-практ. конф. "Становлення і розвиток підприємництва в Україні", 28–29 квітня 1999 р. / Хмельницький ін-т бізнесу. – Хмельницький, 1999. – С. 238–243.
323. Олексієнко М. М. Грошові нагромадження промисловості і резерви їх зростання. – Львів: В-во Львівського ун-ту, 1972. – 191 с.
324. Опарін В. М. Фінанси (Загальна теорія): Навч. посіб. – 2-ге вид., доп. і перероб. – К.: КНЕУ, 2001. – 240 с.
325. "Оранта" поєднує минуле з сучасним // Урядовий кур'єр. – 2003. – № 229. – 4 грудня. – С. 8.
326. 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.

327. Отмывание денег // Украинская Инвестиционная Газета. – 2003. – № 7. – 18 лютого.
328. Павлов С. В. Фондовая биржа и её роль в экономике современного капитализма. – М.: Финансы и статистика, 1989. – 128 с.
329. Павлова С. В. Структура иностранных инвестиций и условия их привлечения в реальный сектор // Финансы. – 2002. – № 8. – С. 75–76.
330. Пархомчук Д. Приватизация большинства стратегических предприятий отложена по решению правительства / Украинская Инвестиционная Газета. – 2002. – № 39. – С. 17–18.
331. Патрікац Л., Крохмалюк Д. Проблеми та перспективи розвитку банківської системи України // Вісник Національного банку України. – 2004. – № 1. – С. 38–43.
332. Пенсійна реформа – нагальна вимога часу // Урядовий кур'єр, – 2002. – № 203. – 1 листопада.
333. Пересада А. А. Управління інвестиційним процесом. – К.: Лібра, 2002. – 472 с.
334. 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. – 296 с.
335. Пессель М. А. Проблема разделения власти и банковская система // Деньги и кредит. – 2000. – № 1.
336. Петюх В. М. Ринок праці та зайнятість: Навч. посіб. – К.: МАУП, 1997. – 120 с.
337. Пешехонов Ю. В. Взаимоотношения населения с финансово-кредитной системой в условиях становления рыночной экономики // Финансы. – 2003. – № 3 – С. 55–57.
338. Пинзеник В. Економіка України знову ховається в тінь // Економіст. – 2002. – № 3. – С. 24–25.

339. "Пільги" руйнують конкурентне середовище внутрішнього ринку // Урядовий кур'єр. – 2003. – № 24. – 7 лютого. – С. 2.
340. Полозенко Д. Фінансова глобалізація та інвестиційний процес // Вісник Національного банку України. – 2002. – № 11. – С. 50–52.
341. Попович О. Формування тіньового прибутку в економіці України // Економіст. – 2002. – № 6. – С. 72–75.
342. Послання Президента України до Верховної Ради України про внутрішнє і зовнішнє становище України у 2002 році // Економіст. – 2003. – № 5. – С. 21–83.
343. Правительству снова нужны деньги МВФ // Украинская Инвестиционная Газета. – 2002. – № 39. – С. 17–20.
344. Приватизация становится рычагом для подъема экономики Украины // Украинская Инвестиционная Газета. – 2000. – № 19. – 16 мая. – С. 10.
345. Проблемы совершенствования хозяйственного механизма. – Душанбе: Таджикский гос. ун-т, 1979. – 112 с. – С. 5.
346. Прокопович Д. А. Проблемы сочетания централизованного управления холдингом со стремлением снизить риски // Менеджмент в России и за рубежом. – 2002. – № 2. – С. 61–67.
347. Промисловість: формувати інноваційну модель розвитку // Урядовий кур'єр. – 2003. – № 112. – 20 червня. – С. 5.
348. Процесс социалистического накопления/ Под ред. проф. М. П. Осадько. – М.: Изд-во Московского университета, 1975. – 140 с.
349. Пшик Б. Розвиток фінансового посередництва – шлях до вдосконалення інвестиційної політики // Вісник Національного банку України. – 2002. – № 7. – С. 44–47.
350. Пятницький В. На Північний Схід чи на Захід // Вісник Національного банку України. – 2003. – № 10. – С. 6–7.
351. Радыгин А. Корпоративное управление в России: ограничения и перспективы // Вопросы экономики. – 2002. – № 1. – С. 101–124.

352. Радыгин А., Энтов Р., Шмелева Н. Проблемы слияний и поглощений в корпоративном секторе // Общество и экономика. – 2002. – № 12. – С. 167–185.
353. Регулювання сфери фінансових послуг у праві Європейського Союзу та перспективи адаптації законодавства України. – Харків: Консум, 2002. – 912 с.
354. Резник Г. Время собирать камни (банковские скандалы) // Банковская практика за рубежом. – 2002. – № 8. – С. 2–9.
355. Рейтинг страховых компаний non-life-ринка по объему страховых платежей за 2003 год // Рейтинг 100 топ: Лучшие компании финансового сектора. – 2004. – № 1. – С. 26–27.
356. Рейтинг торговцев ценными бумагами по объемам проведенных операций за 2003 год // Рейтинг 100 топ: Лучшие компании финансового сектора. – 2004. – № 1. – С. 38–39.
357. Рикардо Давид. Начала политической экономии и налогового обложения. – М.: Государственное издательство политической литературы, 1955. – 360 с.
358. Розенберг Д. М. Словарь банковских терминов. – М.: Инфра-М, 1997. – 360 с.
359. Розрахуватися достроково з МВФ і спати спокійно ? // Голос України. – 2003. – № 170. – 11 вересня. – С. 4.
360. Розширення ЄС і Україна // Урядовий кур'єр. – 2004. – № 192. – 9 жовтня. – С. 3.
361. Ронин С. Иностраный капитал и русские банки. К вопросу о финансовом капитале в России. – М.: Издательство коммун. ун-та им. Я. М. Свердлова, 1926. – 144 с.
362. Рубцов Б. Б. Зарубежные фондовые рынки: инструменты, структура, механизм функционирования. – М.: ИНФРА-М, 1996. – 304 с.

363. Рудык Н. Б., Семенкова Е. В. Рынок корпоративного контроля: слияния, жесткие поглощения и выкупы долговым финансированием. – М.: Финансы и статистика, 2000. – 456 с.
364. Рынок ценных бумаг и его финансовые институты: Учебное пособие / Под ред. В. С. Торкановского. – СПб.: АО "Комплект", 1994. – 421 с.
365. 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.
366. Савельев Є. В. Міжнародна економіка: теорія міжнародної торгівлі і фінансів: Підручник для магістрів з міжнародної економіки і державної служби. – Тернопіль: Економічна думка, 2001. – 504 с.
367. Сакс Дж. Д., Ларрен Ф. Б. Макроэкономика: Глобальный подход / Пер. с англ. – М.: Дело, 1996. – 848 с.
368. Салицкий А. Вызовы глобализации и проблемы крупных полупериферийных стран // Мировая экономика и международные отношения. – 2002. – № 1. – С. 15–19.
369. Сальваторе Доминик. Международная экономика / Перевод с англ. – М.: ИВЭСУ, 1998. – 714 с.
370. Сальвиоли Г. Капитализм в античном мире. Этюд по истории хозяйственного быта Рима. Перевод с французского Р. Гальперина. Издание второе. – Всеукраинское издательство, 1923. – 188 с.
371. Сами с усами // Бизнес. – 2004. – № 3. – 19 січня. – С. 44.
372. Самсоненко Л. Філії інобанків: персона нон грата чи запорука конкуренції? // Урядовий кур'єр. – 2004. – № 20. – 5 лютого. – С. 8.
373. Семюельсон П. А., Нордгауз В. Д. Мікроекономіка: Підручник: Пер. з англ. – К.: Основи, 1998. – 676 с.
374. Сибиряков А. И. Коммерческий банк сегодня. – М.: Изд-во "Консалтбанкир", 2002. – 144 с.

375. Сизоненко В. О., Колесник Н. Ф. Власність. Інтереси. Підприємництво. Питання теорії та методології. – К.: Т-во "Знання" України, 2000. – 52 с.
376. Сизоненко В. Про що свідчить українська модель корпоративного підприємництва? // Банківська справа. – 2002. – № 3. – С. 29–37.
377. Система гарантування депозитів у Польщі // Бюлетень кредитних спілок України. – 2005. – № 2. – С. 20–23.
378. Словник іншомовних слів / Уклад.: С. М. Морозов, Л. М. Шкарапута. – К.: Наук. думка, 2000. – 680 с.
379. Словник сучасної економіки Макміллана / Пер. з англ. – К.: "АртЕК", 2000. – 640 с.
380. Смиричинский В. В., Алексеенко Л. М. Вопросы трудоустройства в условиях межрегионального хозрасчета // Сб. научн. трудов Респ. научно-практ. конф. "Трудовые ресурсы в условиях перехода на рыночные отношения", 4–6 декабря 1990 г. / Харьковское ВЭО. – Харьков, 1990. – С. 42–43.
381. Смиричинский В. В., Алексеенко Л. М. Промышленность региона и хозрасчет // Сб. научн. трудов Респ. научно-практ. конф. "Организация территориального самоуправления и самофинансирование: опыт и проблемы", 17–18 октября 1990 г. / ИЭП АН УССР. – Донецк, 1990. – С. 62–63.
382. Смит Адам. Исследование о природе и причинах богатства народов. Том II. Государственное социально-экономическое издательство. – Ленинград, 1935. – 475 с.
383. Сніжко О. Фінансова консолідація у стратегії розвитку банківського сектору України // Банківська справа. – 2003. – № 4. – С. 66–82.
384. Соболев М. Н. Экономическая политика капиталистических стран. – М.: Изд-во "Пролетарий", 1925. – 418 с.
385. Современный рынок капиталов. Под ред. д-ра экон. наук, проф. Г. П. Солюса. – М.: Финансы, 1977. – 224 с.

386. Соколенко С. І. Глобалізація і економіка України. – К.: Логос, 1999. – 568 с.
387. Соколинский З. В. Теории накопления. – М.: Изд-во "Мысль", 1973. – 150 с.
388. Соколовська А. М. Податкова система України: теорія і практика становлення. – К.: НДФІ, 2001. – 372 с.
389. Сорок рекомендацій Групи з розробки фінансових заходів боротьби з відмиванням грошей (FATF) // Урядовий кур'єр. – 2003. – № 179. – 25 вересня. – С. 9–10.
390. Сорос Джордж. Утвердження демократії. – К.: Основи, 1994. – 224 с.
391. СОТ: зобов'язання, що є внутрішньою потребою вітчизняної економіки // Урядовий кур'єр. – 2005. – № 91. – 19 травня. – С. 4.
392. Статистичний щорічник України за 1998 р.: Державний комітет статистики України / Відп. за вип. О. Г. Осауленко. – К.: Українська енциклопедія, 1999. – 576 с.
393. 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.
394. 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.
395. Статистичний щорічник України за 2001 р.: Державний комітет статистики України / За ред. О. Г. Осауленка / Відп. за вип. В. А. Головка. – К.: Техніка, 2002. – 688 с.
396. Статистичний щорічник України за 2002 р.: Державний комітет статистики України / За ред. О. Г. Осауленка / Відп. за вип. В. А. Головка. – К.: Техніка, 2003. – 663 с.
397. Статистичний щорічник України за 2003 р.: Державний комітет статистики України / За ред. О. Г. Осауленка / Відп. за вип. В. А. Головка. – К.: Консультант, 2004. – 631 с.

398. Статистичний щорічник України за 2004 р.: Державний комітет статистики України / Відп. за вип. О. Г. Осауленко. – К.: Консультант, 2005. – 591 с.
399. Статус "неорганізованого" фондового ринку не личить // Урядовий кур'єр. – 2004. – № 51. – 18 березня. – С. 8.
400. Стігліц Джозеф Е. Економіка державного сектору / Пер. з англ. А. Олійник, Р. Скільський. – К.: Основи, 1998. – 854 с.
401. Стратегия занятости / Чижова Л. С., Сергеева Г. П., Волчков С. Н. и др.; Отв. ред. Л. С. Чижова. – М.: Экономика, 1990. – 208 с.
402. 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).
403. Суторміна В. М. Фінанси зарубіжних корпорацій: Підручник. – К.: КНЕУ, 2004. – 566 с.
404. Таджер Витали. Приватизация. Превръщане на държавна и общинска собственост в частна. – София: Издательство "Пеликан Алфа", 1992. – 65 с.
405. Тенденції української економіки. – 2001. – Грудень. – С. 3.
406. Теплова Т. В. Финансовый менеджмент: управление капиталом и инвестициями: Учебник для вузов. – М.: ГУ ВШЭ, 2000. – 504 с.
407. Терещенко О. О. Фінансова санація та банкрутство підприємств: Навч. посіб. – К.: КНЕУ, 2000. – 412 с.
408. Тігіпко С. Світовий економічний простір: стратегія для України // Вісник Національного банку України. – 2003. – № 10. – С. 4–5.
409. Ткаченко В. А. Співдружність Незалежних Держав та національні інтереси України. – К.: Інститут Громадського Суспільства, 1998. – 100 с. – С. 15–16.
410. Трансформація моделі економіки України / За ред. В. М. Гейця. – К.: Логос, 1999. – 500 с.
411. Трахтенберг И. А. Денежное обращение и кредит при капитализме. – М.: Изд-во АН СССР, 1962. – 780 с.

412. Туган-Барановський М. І. Політична економія. Курс популярний. – К.: Наукова думка, 1994. – 263 с.
413. Тюрго А. Р. Избранные экономические произведения. – М.: Изд-во соц.-эконом. литературы, 1961. – 198 с.
414. У параметрах прогнозу ризику враховані // Урядовий кур'єр. – 2003. – № 94. – 24 травня. – С. 7.
415. Україна і Світова організація торгівлі: механізми та соціально-економічні наслідки вступу до неї // Урядовий кур'єр. – 2003. – № 28. – 13 лютого. – С. 7–8.
416. Україна у цифрах у 2004 році: Корот. стат. довід. / Державний комітет статистики України: За ред. О. Г. Осауленка; Відп. за вип. В. А. Головка. – К.: Консультант, 2005. – 263 с.
417. Управление госпакетами // Украинская Инвестиционная Газета. – 2002. – № 27. – С. 8.
418. Урунов А. А., Бобоев М. Р. О некоторых аспектах структурных реформ в России и странах СНГ // Экономика XXI века. – 2002. – № 5. – С. 127 – 147.
419. Финансово-кредитный словарь: В 3-х т. Т. III Р–Я / Гл. ред. Н. В. Гаретовский. – М.: Финансы и статистика, 1988. – 511 с.
420. Финансовый капитал и развивающиеся страны. Сб. науч. трудов. – М.: МФИ, 1985. – 176 с.
421. Фишер Пауль. Теория ценности. Введение в изучение Карла Маркса. Перев. с нем. – Гомельский рабочий, 1924. – 54 с.
422. Фінанси України за 2002 рік. – К.: Державний комітет статистики України, 2003. – 133 с.
423. Фінанси України за 2003 рік. – К.: Державний комітет статистики України, 2004. – 133 с.
424. Фінанси України за I півріччя 2004 року. – К.: Державний комітет статистики України, 2004. – 122 с.
425. Фінансовий ринок України. – 2004. – № 2 (4). – С. 22.

426. Формирование и развитие финансово-кредитного механизма управления. Сб. науч. трудов. – Иркутск, 1980. – 132 с.
427. Фридман Р., Рапачинський А. Приватизація у Східній Європі: чи всі можливості держави вичерпано / Пер. з англ. – К.: Основи. – 1995. – 277 с.
428. Фридман 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.
429. Хикс Дж. Р. Стоимость и капитал: Пер. с англ. / Общ. ред. и вступ. ст. Р. М. Ентова. – М.: Издательская группа "Прогресс", 1993. – 488 с.
430. Цихан Т. В. Кластерная теория экономического развития // Теория и практика управления. – 2003. – № 5. – Интернет: www.jurenergo.kiev.ua/statti/inv15.doc
431. Черваньов Д. М. Сучасні проблеми менеджменту конкурентоспроможності національної економіки в глобальному середовищі // Вісник Київського національного університету ім. Т. Шевченка. Сер. Економіка. – 2002. – Вип. 55–57. – С. 68–70.
432. Чернявский С. П. Международный офшорный бизнес и банки. – М.: Финансы и статистика, 2002. – 144 с.
433. Чечетов М. Політика Фонду держмайна в контексті стратегії уряду // Урядовий кур'єр. – 2004. – № 98. – 27 травня. – С. 9–10.
434. Чому уряд має намір продавати "Криворіжсталь" ?! // Голос України. – 2003. – № 178. – 23 вересня. – С. 3.
435. Шапран В. Банки развития – перспективы создания – работы // Финансовый директор. – 2003. – № 5 (15). – С. 38–44.
436. Шаров О. М. Україна та МВФ: "у пошуках втраченого часу" // Вісник Національного банку України. – 2002. – № 9. – С. 38–46.
437. Шелудько В. М. Фінансовий ринок: Навч. посіб. – К.: Знання-Прес, 2002. – 535 с. – (Вища освіта ХХІ ст.).
438. Шемятенков В. Г. Теория капитала. М.: "Мысль", 1977. – 224 с.

439. Шишкович В. Между худшим и катастрофическим // Банковская практика за рубежом. – 2002. – № 1. – С. 28–34.
440. Шумська С. С. Капіталізація і зростання економіки: економічні оцінки взаємозв'язку // Економіка і прогнозування. – 2004. – № 4. – С. 79–93.
441. Щербаков А. И. Использование средств государственной накопительной системы финансовыми институтами // Финансы. – 2002. – № 1. – С. 68–70.
442. Экономическая теория: Учебник для вузов / К. Ховард, Г. Журавлева, Н. Эриашвили. – М.: Банки и биржи, ЮНИТИ, 1997. – 278 с.
443. 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.
444. Юрій С. І. Спільне підприємництво: фінанси, кредит, валюта. – Тернопіль: Громада, 1995. – 208 с.
445. Юткин В. Самое страшное для банка – его опустошение акционерами // Украинская Инвестиционная Газета. – 2004. – № 6. – С. 9.
446. Arestis Philip. The Post-Keynesian Approach to Economics: an Alternative Analysis of Economic Theory and Policy. – Vermont: Edward Elgar, 1992. – 410 p.
447. Boughton James M. Globalization and the Silent Revolution of the 1980s // Finance & Development. – March. – 2002. – Volume 39. – Number 1. Интернет: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2002/03/bought.htm>
448. Camdessus Michel. Capital flows, crises and the private sector. – Washington: IMF, Institute of International Bankers, 1999. Интернет: <http://www.imf.org/external/np/speeches/1999/030199.htm>
449. Concluding Statement of the IMF Mission on Euro-Area Policies (In the Context of the 2004 Article IV Consultation Discussions with the Euro-Area Countries), May 18, 2004.
450. Dermine Jean. European Banking: Past, Present and Future. The Transformation of the European Financial System. Second ECB Central Banking Conference. 24–25 October 2002. – Frankfurt am Main, 2002. – 104 p.

451. 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
452. Dictionary of Banking and Finance. Second Edition. P. H. Collin. – Peter Collin Publishing, 2000. – 344 p.
453. Duisenberg Wim. Der Euro spricht viele Sprachen // Deutschland. – 2003. – № 5. – S. 45–47.
454. European Finance / Roger Henderson. – London: McGraw-Hill Book Company Europe, 1993. – 357 p.
455. Ghesquire Henri. Making Globalization in Ukraine. Work for the benefit of All. – Kyiv: Institute of International Relations, 2000, October 26–27. – P. 8.
456. IMF International Capital Markets 2000, part 7. – Washington: International Monetary Fund, 2000, September 11. Інтернет: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/icm/2000/01/eng/pdf/chap7.pdf>
457. IMF Survey. – September, 1996. – P. 8.
458. International Financial Statistics. Yearbook 2004 / Prepared by the IMF Statistics Department. – Washington, 2004. – 682 p.
459. Mendoza Enrique G., Tesar Linda L. Explaining the Puzzling Tax Dynamics of the European Union: Quantitative Lessons of Tax Competition in Financially Integrated Countries. IMF Conference. – Washington, DC, April 15–16, 2004. – 52 p.
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
461. Privatization and Control of State Owned Enterprises / edited by Ravi Ramamurti, Raymond Vernon. – Washington, D.C.: EDI Development Studies, 1991. – 332 p.
462. Regional Integration and Development, by Maurice Schiff and L. Alan Winters. Джерело: www.worldbank.org/research/trade/pubs.html

463. Richard Newfarmer. An International Investment Agreement. Promise and Potential Pitfalls // Development Outreach. Trade for Development. – 2003, July. – P. 22–25.
464. Tanzi Vito. Globalization and the Work of Fiscal Termites Description // Finance & Development. – March. – 2001. – Volume 38. – Number 1. Интернет: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2001/03/tanzi.htm>
465. The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law / Edited by Peter Newman, Vol 1, 1996. – 657 p.
466. The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law / Edited by Peter Newman, Vol 2, 1996. – 716 p.
467. Trade Performance and Policy in the New Independent States, by Constantine Michalopoulos and David Tarr. Джерело: www.worldbank.org/research/trade/pubs.html
468. Ukraine: Request for Stand-by Arrangement-Staff Report; Staff Supplement; and Press Release on the Executive Board Discussion; Ukraine: Medium-term Scenarios, 2003–2008, Baseline scenario. – P. 24.
469. Wilson John. Trade Facilitation, WTO Rules, and Capacity Building. What's at State? // Development Outreach. Trade for Development. – 2003, July. – P. 26–28.