

часом (місцем) виробництва товарів і часом (місцем) їх споживання чи використання [3, с. 5].

Без оптової торгівлі неможливо забезпечити узгодження сукупного попиту та сукупної пропозиції, налагодити стабільні господарські зв'язки, подолати регіональні бар'єри вільного пересування товарів, дієво захищати наших товаровиробників, здешевлювати весь процес товарообігу. Особливо негативно згортання оптової торгівлі вплинуло на підприємства, які виготовляють товари сезонного попиту, у першу чергу легкої промисловості [1, с. 10]. Отже, поліпшення економічної ситуації та зміцнення впевненості українського споживача в завтрашньому дні приведуть до збільшення попиту на споживчі товари й послуги роздрібною торгівлі. Нині споживач оптимістично оцінює економічне майбутнє країни. Зростання доходів сприяло розширенню внутрішнього попиту, який поживав роздрібну торгівлю [4, с. 107].

Оптовій торгівлі відводиться значна роль як у розвитку вітчизняного виробництва, так і внутрішньої та зовнішньої торгівлі країни. Дослідження показали, що з переходом України до ринкової економіки в оптовій торгівлі відбулося зниження її показників діяльності на багатьох товарних ринках, які призвели до негативних наслідків. Саме структурна перебудова оптової торгівлі, яка полягає в зміні форм власності та збільшенні кількості оптових посередників, згрупованих за різноманітністю виконуваних ними функцій, асортиментною спеціалізацією тощо, сприятиме вдосконаленню її функціонування. Крім цього, основною метою розвитку оптової торгівлі повинно бути створення розвиненої мережі товароруку задля підтримки необхідної інтенсивності товаропотоків та економії витрат обігу.

#### *Література*

1. Корольков І., Торопков В. *Оптова торгівля в інфраструктурі споживчого ринку* // Вісник КНТЕУ. – 2002. – № 5. – С. 3–13.
2. Трішкіна Н. *Оптова торгівля України: стан і напрямки розвитку* // Підприємництво, господарство і право. – 2002. – № 6. – С. 111–113.
3. Торопков В. *Тенденції структурних змін у сфері оптової торгівлі споживчими товарами* // Вісник КНТЕУ. – 2003. – № 5. – С. 5–16.
4. Лошенко І.Р. *Перспективні тенденції розвитку інфраструктури роздрібного ринку України* // Актуальні проблеми економіки. – 2004. – № 10(40). – С. 107–113.

УДК 336.76 : 330.322

**О.П. КОРНІЙЧУК**

*Рада по вивченню продуктивних сил України НАН України*

## **ФОНДОВИЙ РИНОК УКРАЇНИ І ДЕРЖАВ ЄС ЯК МЕХАНІЗМИ ІНВЕСТИЦІЙНОГО РОЗВИТКУ**

Пріоритетна і чітка орієнтація України на інтеграцію в Європейський Союз, набуття статусу повноправного членства в ньому розглядається як основа стратегії економічного та соціального розвитку нашої держави на

наступні десять років. До 2015 р. очікується зростання ВВП у 2–3 рази, що потребує збільшення капіталовкладень у 4 рази [1].

Розвиток цивілізованого інвестиційного процесу в економіці України, подальше проведення ринкових реформ неможливі без створення ефективно працюючого фондового ринку як механізму інвестиційного розвитку, що має забезпечувати реалізацію національних інтересів України та сприяти зміцненню її економічного суверенітету [2]. Це підтверджує і досвід розвинених країн, де високі стандарти життя громадян досягаються завдяки налагодженню їхніми урядами конкурентоспроможних механізмів залучення інтелектуального, інформаційного та фінансового ресурсів для створення значної частки доданої вартості товарів і послуг. Найдієвішими серед таких механізмів у світі є фондові ринки, що забезпечують абсолютну більшість потреб у фінансовому ресурсі.

В Україні склалася протилежна пропорція, що спричинено відсутністю сучасного ефективного механізму функціонування фондового ринку, непрозорістю проведення торгів цінними паперами на організованих ринках, мізерними обсягами фондових операцій, що в кілька десятків разів менші, ніж у розвинених країнах. Істотно занижено (в кілька разів) мінімальне значення капіталізації підприємств, фондового ринку та економіки країни в цілому. Це дає змогу суттєво і швидко збагачуватись окремим вітчизняним та закордонним інвесторам на шкоду національним інтересам України.

Негативно впливає на ситуацію і відсутність належної уваги з боку Кабінету Міністрів України, ДКЦПФР, наукових установ щодо розробки й реалізації Стратегії розвитку фондового ринку України на 2008–2015 рр., його конкурентоспроможної моделі та Плану дій стосовно інтеграції до світових фондових ринків.

Уряди провідних країн Європи приділяють значну увагу виробленню стратегії розбудови конкурентоспроможних моделей розвитку фондових ринків в умовах глобалізації. Відтак обсяги вторинних за своєю суттю та економічною природою світових фінансових ринків суттєво перевищують ринки реальних товарів і послуг, поступово формуючись як автономна система у структурі світової економіки [3].

Для оцінки європейських ринків цінних паперів та опрацювання рекомендацій щодо їх інтеграції Радою Міністрів ЄС з питань економіки та фінансів у липні 2000 р. створено Комітет радників із регулювання ринків цінних паперів (керівник – О. Ламфалузі), який у лютому 2001 р. підготував з цього приводу кінцеву доповідь – так званий звіт Ламфалузі.

Інтеграція фінансових ринків Європи забезпечила швидке зростання ВВП і підвищення рівня зайнятості робочої сили. Це пояснюється тим, що капіталізація європейських інвестиційних, страхових та пенсійних фондів дорівнює розміру ВВП країн Європи і становить близько 10 трлн. євро. Реальні вигоди для громадян, збільшення прибутку від капіталу та покращення показника "ризик – дохід" сприяло зниженню вартості пенсійних схем [4].

У країнах Європейського Союзу при створенні інтегрованого ринку цінних паперів визначено такі пріоритети: введення для держав-членів єдиного

поняття ринку та однакових умов ліцензування; прийняття Міжнародних стандартів бухгалтерського обліку; вдосконалення вимог щодо включення до лістингу; запровадження єдиного проспекту емісій та обов'язкової системи їх реєстрації; введення нових правил інвестування для інвестиційних і пенсійних фондів.

З метою реалізації названих пріоритетів Комітет радників із регулювання ринків цінних паперів обґрунтував необхідність проведення регуляторної реформи. Вона передбачала застосування чотирьохрівневого підходу та створення двох комітетів для сприяння роботі Європейської комісії – Європейського комітету з цінних паперів (ESC) і Комітету європейських регуляторів з цінних паперів (CESR). У 2001 р. ЄК створила зазначені комітети як дорадчі і вони відіграли основну роль у прискоренні законотворчого процесу та впровадженні Комісією Плану дій з фінансових послуг.

Розвинені фондові ринки світу функціонують відповідно до стандартів, які розроблені за рекомендаціями Групи тридцяти – міжнародної організації незалежних експертів.

В умовах глобалізації фондових ринків здійснюється міжнародна торгівля акціями, що триває 24 години на добу. Постійно збільшується кількість іноземних компаній, акції яких котируються на Нью-Йоркській біржі – одній із головних бірж світу.

Водночас існують фактори, які негативно впливають на інтеграцію ринків, а саме: політичні (спроби захисту національних ринків або товарів на користь місцевих постачальників), культурні (різні підходи до корпоративного управління, конкурентної політики, поширення інформації), правові (розбіжності в законодавчих системах, процедурах банкрутства, ефективності судових процесів), економічні (зростання фіктивного капіталу, відмінності в механізмах утримання податків, встановленні зборів, ставках оподаткування для акцій порівняно з державними облігаціями).

Реакцією ринку на надмірне розростання фіктивного капіталу стали біржові кризи. У ході їх подолання відбувається повернення до рівня, що відбиває реальний стан економіки. Одна з найбільших біржових криз у світі спостерігалася в жовтні 1987 року.

Власне факт існування драматичної для країни суперечності між офіційною зовнішньою орієнтацією та стратегічними економічними інтересами свідчить не просто про недосконалість концепції розвитку економіки держави, а про її відсутність узагалі [5].

Зовнішньоекономічна політика України формує торгово-посередницьку модель, яка базується на низькотехнологічній структурі вітчизняного експорту. У розвинених країнах сукупний капітал перевищує ВВП у 3–7 разів. В Україні ж рівень капіталізації економіки має дорівнювати щонайменше \$1 трлн., а фактично становить лише кілька десятків мільярдів доларів. Як відомо, саме капіталізація підприємств, галузей та економіки в цілому є індикатором її ефективності, основним інструментом упровадження інноваційної моделі.

Структура реальної капіталізації фондового ринку України не перевищує 12% ВВП, тоді як у більшості розвинених фондових ринків цей показник

коливається на рівні 40–60% ВВП, у США – 101,2, Великій Британії – 97,2, Польщі – 24, Угорщині – 30%. Якщо у ФРН лістинг на біржах мають 30% акціонерних товариств, то в Україні – кілька відсотків. Обсяг торгів акціями в нашій країні становить близько 15% загального обігу на організованому ринку цінних паперів (12 тис. відкритих АТ, акції яких можуть вільно обертатися на ринку). При цьому річний обсяг торгів провідних підприємств вітчизняних галузей дорівнює лише кілька десятків тисяч гривень [6].

Обсяг вітчизняного ринку корпоративних облігацій у 2 рази менший, ніж у Росії, у 3 – ніж у Польщі, у 10 – ніж в Естонії, більше як у 20 разів – ніж у США, що абсолютно не відповідає геополітичному потенціалу України. Істотним недоліком українського фондового ринку є його непривабливість для інституційних інвесторів та фізичних осіб [2].

Суттєвий вплив на ринок акцій України має банківська система, що є основним кредитором економіки. Обсяги фондового ринку залежать від зміни кредитної ставки: в разі її збільшення зменшується ринок акцій. Характерно, що кредитний ринок практично перевищував ринок корпоративних цінних паперів.

Через украї недосконалу законодавчу базу, текучість і мобільність грошового капіталу банки перетворились у найбільш універсальний інституційний елемент інфраструктури фінансового ринку України. Подібна ситуація спричинює реальні ризики, пов'язані з монополізацією послуг та зменшенням захисту прав міноритарних акціонерів.

В умовах світової глобалізації ринків існує загроза зосередження торгівлі найбільш привабливими цінними паперами українських емітентів на розвинутих європейській біржах, а саме:

- провінціалізація фондового ринку України, подальше зменшення обсягів операцій з цінними паперами;
- системний вихід з українського фондового ринку іноземних інвесторів і фінансових інститутів після закінчення грошової приватизації та постприватизаційного перерозподілу власності.

Створення ефективної системи захисту прав і законних інтересів інвесторів потребує об'єднання зусиль законодавчої, виконавчої та судової гілок влади, громадських організацій, засобів масової інформації, емітентів і власне інвесторів [7].

Сьогодні система реєстру власників іменних цінних паперів технологічно перенавантажена. Законом України "Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів" недостатньо врегульовані функції, права та обов'язки реєстраторів. Унаслідок невисоких вимог до ліцензування реєстраторської діяльності нерідко створюються т. зв. кишенькові реєстратори.

Покращення відносин між реєстраторами та депозитаріями і зберігачами можливе в разі реалізації програми електронної перереєстрації та відпрацювання процедур обліку в системі реєстру номінальних утримувачів депозитарних установ [7].

Інвестиційні компанії та фонди іноді мають проблеми із здійсненням розрахунків через завершення термінів, на які вони створювались. Сьогодні практично немає захисту прав інвесторів, якщо інвестиційна компанія або фонд збанкрутують. Проблематичною і досить витратною є трансформація фондів закритого типу. Вони повинні постійно бути готовими викупити сертифікати, навіть за умови мінімальної ліквідності на ринку.

Податкове стимулювання розвитку інфраструктури фондового ринку, професійної діяльності його суб'єктів, операцій із цінними паперами дасть змогу підвищити конкурентоспроможність цього ринку, але за умови внесення змін до Закону України "Про оподаткування прибутку підприємств". Запорукою ефективного функціонування ринку державних боргових зобов'язань є розширення кола його прямих учасників і насамперед небанківських фінансових установ.

Потребує вдосконалення також діяльність недержавних пенсійних фондів та страхових компаній, для чого слід на законодавчому рівні передбачити застосування ефективних інструментів вкладання у них активів. Однак практичне використання таких інструментів неможливе без розвинутої інфраструктури фондового ринку України, передусім Національного депозитарію України (НДУ), та внесення необхідних змін до нормативної бази НБУ.

Для розбудови фондового ринку як механізму інвестиційного розвитку України та оптимальної інтеграції його на базі національних інтересів до міжнародних фондових ринків, і насамперед країн ЄС, необхідно **на першому етапі** розробити конкурентоспроможну модель і стратегію розвитку фондового ринку на 15–20 років. З цією метою Кабінету Міністрів України доцільно створити робочу групу з фахівців ДКЦПФР, ФДМУ, Інституту економічного прогнозування, Ради по вивченню продуктивних сил України НАН України, Інституту розвитку фондового ринку КНЕУ, представників НБУ, ФДМУ, НДУ, Держфінпослуг, Мінфіну, СРО та інших.

Розробляючи стратегію, слід ураховувати вимоги "Концепції розвитку фондового ринку України", ухваленої Верховною Радою України у 1995 р., Постанови КМУ від 14.08.2001 р. № 1046 "Про затвердження заходів щодо реалізації основних напрямів розвитку фондового ринку на 2001–2005 рр. ", розпорядження КМУ від 09.08.2002 р. № 440Р "Про схвалення Плану заходів щодо виконання програми розвитку інвестиційної діяльності на 2002–2010 рр.", рішення РНБУ від 29.09.2005 р. "Про заходи щодо поліпшення інвестиційного клімату України", Указу Президента України № 1648/2005 від 24.11.2005 р. "Основні напрями розвитку фондового ринку на 2005–2010 рр. " та досвід країн Європейського Союзу.

**На другому етапі** доцільно приступити до розробки та реалізації спільно з представниками Європейського комітету з цінних паперів (ESC) та Комітету європейських регуляторів із цінних паперів (CESR) Плану дій щодо інтеграції фондового ринку України до фондових ринків країн ЄС. Зокрема, він має передбачати запровадження світового досвіду інформаційного та контрольного супроводження діяльності фондового ринку, раціонального розподілу

регулятивних функцій між державними органами і недержавними організаціями.

Для вдосконалення інфраструктури фондового ринку України за сучасними вимогами необхідно спільно з міжнародними фінансовими інституціями відпрацювати питання надання нашій країні фінансової допомоги в розмірі щонайменше 600 млн. євро.

Виходячи з міжнародних стандартів, слід привести номінальну капіталізацію ринку акцій України до 80% ВВП (нині близько 30%), ринкову капіталізацію – до 60% (відповідно майже 20%), обсяг угод на організованих ринках до 30% ВВП (нині кілька відсотків). Окрім того, для вирішення основних проблем розвитку фондового ринку України доцільно здійснити низку заходів стосовно:

- *захисту прав акціонерів*, насамперед міноритарних, для чого прискорити прийняття законів України "Про акціонерні товариства", "Про цінні папери і фондовий ринок" та внесення змін до законів "Про оподаткування прибутку підприємств", "Про відновлення платоспроможності боржника, або визнання його банкрутом"; через центральні та регіональні ЗМІ систематично інформувати громадян про належні їм як акціонерам права і способи їх захисту;
- *забезпечення прозорості ринку цінних паперів*, що відкриває всім його учасникам рівний доступ до значних обсягів достовірної інформації про цінні папери та їх емітентів (правове підґрунтя прозорості – прийняття зазначених законів);
- *формування цілісного ринку*, що вимагає функціонування національної фондової біржі як єдиного місця котирування цінних паперів (наразі існує дев'ять бірж та дві торговельні системи), єдиного центрального депозитарію (нині два) і єдиного клірингового банку (немає). Постановою Кабінету Міністрів України № 1707 від 21.12.2004 р. затверджена Програма розвитку національної депозитарної системи на 2005–2010 рр. Ураховуючи її положення, доцільно ухвалити Закон України "Про національну депозитарну систему";
- *ефективного державного регулювання* цілісної системи обігу цінних паперів (шляхом прийняття зазначених законів).

При цьому важливо, щоб КМУ розробив та прийняв нормативні документи, які б дозволили здійснити дооцінку всього майна компаній з урахуванням його реальної вартості (фактичного обсягу і ринкової ціни) та вивести підприємства на новий рівень котирування їх акцій.

Для підвищення капіталізації національного фондового ринку необхідно освоєння нових видів цінних паперів, деривативів, корпоративних і муніципальних облігацій, створення дієвої системи захисту інвесторів, а також прийняття закону "Про похідні цінні папери".

Метою зазначених заходів є забезпечення прав міноритарних акціонерів, збільшення реального доходу звичайних інвесторів від цінних паперів, покращення показника ризик-дохід, зростання обсягів залученого венчурного капіталу, посилення конкуренції, створення недискримінаційних умов входження на ринок та участі в торгах для іноземних акціонерів.

Фондовий ринок України повинен розвиватися шляхом концентрації та централізації торгівлі вітчизняними корпоративними цінними паперами й усіма іншими фондовими інструментами. До того ж обсяги організованої торгівлі мають істотно перевищувати неорганізований та позабіржовий обіг цінних паперів. Для цього необхідно налагодити функціонування міжбіржових і міжсистемних мереж фондової торгівлі, які створюються на добровільних засадах організаторами торгівлі цінними паперами, виходячи з економічної доцільності та конкурентоспроможності запроваджених інновацій і технологій.

Неорганізований позабіржовий фондовий ринок повинен розвиватися на основі розширення можливостей використання Інтернету для проведення операцій із цінними паперами, обслуговування їх первинного і в разі потреби – вторинного обігу.

Ефективна робота депозитаріїв та зберігачів сьогодні неможлива без оперативного створення і динамічного розвитку депозитарної інфраструктури, яка б працювала в автоматизованому режимі. Характер завдань та обсяги інформаційних потоків наразі потребують розробки спеціалізованого програмного забезпечення, яке б відповідало вимогам українського фондового ринку.

Інвестиційну активність значною мірою можна поживити шляхом прийняття до законодавчих актів відповідних доповнень стосовно докорінних змін у процесах приватизації стратегічно важливих підприємств. Слід також законодавчо встановити, що акції відкритих акціонерних товариств, які створюються на базі стратегічно важливих та інвестиційно привабливих підприємств, випускаються виключно у бездокументарній формі в Національній депозитарній системі, а їх обіг здійснюється тільки на організованих ринках через лістинг фондових бірж.

Високий рівень автономності міжнародних фінансів провокує значні економічні та політичні ризики, виступаючи водночас найважливішою глобальною умовою розвитку окремих країн [8]. Ще однією такою умовою, навіть вимогою сьогодення, стає відкритість і транспарентність як економіки, бізнесу в цілому, так і особливо її фінансово-кредитної сфери. Нині жоден уряд не надасть міждержавний кредит країні без попереднього досконалого вивчення її економічного стану [9].

Особливості поведінки транснаціональних корпорацій, суперечливість інтеграційних та конкурентних процесів, до яких залучені національні економіки, сприяють тому, що міжнародні олігархи використовують світ і окремі країни як своєрідну гігантську біржу, працюючи як на підвищення, так і пониження, пригнічення економіки держав і регіонів. Україна перебуває в полі зору їх інтересів і тому потрібно бути готовими саме до такого розвитку подій [10].

У XXI ст. провідну роль відіграватимуть ті країни, які зможуть знайти механізми швидкого та економічно ефективного адаптування запозичених в інших держав інституційних моделей до власної системи, а також упровадити їх у практику економічного життя.

З позицій геополітики та геоeкономіки, Україна належить до одного з геополітичних центрів Європи і здатна інтегрувати намагання держав Балто-Чорноморської смуги, Східної Європи, Кавказу та Середньої Азії до співпраці. Реалізація цього вибору передбачає серед іншого розбудову високоефективного фондового ринку, інтегрованого з фондовими ринками названих країн, інших держав ЄС і регіональних об'єднань на Американському та Азійському континентах.

Водночас суттєві ризики для України може становити намір Російської Федерації здійснити, згідно із власними національними інтересами, інтеграцію фондових ринків СНД з використанням Міжнародної асоціації бірж, створеної 2000 р., та валютних ринків шляхом об'єднання електронних торгових систем країн.

Діяльність вітчизняного фондового ринку на основі централізованої моделі та інформаційно-технічного забезпечення, що відповідає європейським стандартам, дасть змогу прискорити процес органічної адаптації ринку цінних паперів України до міжнародних вимог, створити умови діяльності, наближені до західних, що, безсумнівно, стане привабливим фактором для іноземних і вітчизняних інвесторів.

#### *Література*

1. *Друга хвиля реформ.* – К.: Преса України, 2004. – С. 5–39.
2. *Послання Президента України Верховній Раді України 2002 року.* – К., 2002. – С. 12.
3. *Кирєєв А. Міжнародна економіка.* – М., 1999. – С. 452.
4. *Майстренко О. Європейська інтеграція та Україна.* – К., 2002. – С. 298–306.
5. *Новицький В.Є. Зовнішні джерела фінансування відкритої економіки.* – К.: КНЕУ, 2003. – С. 427.
6. *Мітюков І. Фінансові послуги України.* – К., 2001. – Т. 3. – С. 192–303.
7. <http://vesti.ru/daynews/2000/02/15/15afghan>.
8. *Євдокименко В.К. Чинники фінансово-економічної стабілізації та зростання.* – К.: КНЕУ, 2001. – С. 504–506.
9. *Шелудько В.М. Фінансовий ринок.* – К., 2003. – С. 498–520.

УДК 338 (477) : 339.727

**В.І. ЛЮБІМОВ**  
*Науково-дослідний економічний інститут  
Міністерства економіки України*

### **ВІДПОВІДНІСТЬ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ТРАНСАКЦІЇ НАЦІОНАЛЬНИМ ІНТЕРЕСАМ ЩОДО ДОЦІЛЬНОСТІ ВКЛАДАННЯ ІНОЗЕМНИХ КАПІТАЛІВ**

Досвід країн, які побудували ринкові відносини, свідчить про те, що не всі інвестиції є благом, деякі з них можуть обернутися для економіки України стратегічними втратами – від окремих технологій і виробництв до цілих галузей і перспектив розвитку в майбутньому. Нині Україна гостро потребує