



**Олександр Корнійчук,**  
кандидат економічних наук,  
Центр національних інтересів України

## Ринок цінних паперів та капіталізація підприємств

**Н**аціональний фондовий ринок ефективно сприятиме економічному розвитку тоді, коли його прозорість, доступність, захист прав власності та капіталізація прибутку будуть відповідати світовим стандартам.

Для аналізу впливу макроекономічного середовища на розвиток дієвого економічного механізму фондового ринку в національному господарстві України з метою забезпечення належного рівня його капіталізації слід наперед уточнити сутність поняття «капіталізація підприємств».

Автор виходить із того, що капіталізація підприємств, цінних паперів – це їх ринкова вартість, визначена на національному, регіональному і глобальному фондових ринках. Рівень капіталізації безпосередньо залежить від стану корпоративного управління та втілення у життя інноваційних програм розвитку як окремих підприємств, так і держави загалом.

В Україні цей показник в абсолютному вимірі дорівнює лише кілька сотень мільярдів доларів США. Але насправді мінімальне значення капіталізації економіки має становити щонайменше кілька трильйонів доларів США. Реальна капіталізація на фондовому ринку в Україні становить менше половини валового національного продукту, тоді як у більшості розвинених країн – майже половину ВВП.

Економічна програма розвитку України, розроблена вітчизняними фахівцями спільно з міжнародними фінансовими організаціями, була прийнята у 1994 році. Вона передбачала завершення структурних змін в економіці до 2004 року. Основним інструментом перетворень була монетарна політика, яка обмежила рух грошової маси, що призвело до істотного звуження обігу цінних паперів. Це стало однією із причин кризи неплатежів і значної недокапіталізації підприємств, галузей та економіки країни.

Реалізація зазначеної програми спровокувала у 1999 році скорочення ВВП України в'ятеро порівняно з 1990 роком, що супроводжувалося падінням рівня життя громадян у 6–10 разів. За оцінками С. Мочерного, у той період уряд здатний був впливати лише на 10% цін; 90% товарів, що продавалися на внутрішньому ринку, імпортувалися; питома вага базових галузей збільшилася більш ніж удвічі – майже до 60% [1, с. 235]. Належне управління народним господарством на макрорівні фактично було відсутнім, країна перебувала у стані економічного шоку.

Водночас, розвинуті країни світу перейшли від ринкових до сітєвих відносин із високою динамікою та

гнучкістю міжфірмового співробітництва. Це привело до «сітєвої революції» і формування нових інноваційних та організаційних систем. Їх ознакою є висока швидкість упровадження інформаційних комп'ютерних технологій і створення «ланцюгів доданої вартості».

Стан наближення виробництв до центрів концентрації доданої вартості визначається здатністю працівників розробляти та застосовувати інноваційні продукти, що базується на поглибленні спеціалізації і виконанні окремих операцій. При цьому управління виробництвами здійснюється на основі довгострокових контрактів. У країнах ЄС зазначене реалізовано на практиці у стратегічних та економічних альянсах. У них сітєва організація виробництв виконує роль кластерів.

Автор погоджується із визначенням М. Портера, що кластерно-промислове утворення являє собою групу географічно об'єднаних виробництв і пов'язаних з ними організацій, ділові інтереси яких належать до однієї сфери і які здійснюють спільну діяльність, взаємодоповнюючи одне одного [2, с. 258].

Ефективною інституційною формою управління територіальним економічним розвитком є кластери, суттєва роль у венчурному фінансуванні яких належить інвестиційним компаніям [3, с. 450].

У фінансово-економічній системі України, на противагу світовим тенденціям, відбувається витіснення із галузей новітньої техніки та технологій, і насамперед програмного забезпечення. Через фондовий ринок задовольняється незначна частка фінансових потреб підприємств.

Виникає необхідність визначити джерела фінансування, які використовують підприємства та галузі, й основні чинники, що блокують розвиток фондового ринку на макрорівні.

Ефективний ринок цінних паперів повинен мати спеціальний механізм забезпечення якості торгів. Для незначної частки підприємств таким механізмом є лістинг. У кожного з десяти організаторів торгівлі лістинг пройшли в середньому не більше сотні цінних паперів. Угоди на організацію торгів укладаються практично тільки однією третиною емітентів, які пройшли лістинг. Інформація про укладені угоди між високотехнологічними виробництвами промисловості й організаторами торгів відсутня. Близько 10% підприємств з державною часткою власності були виставлені організаторами торгів на лістинг. Абсолютна більшість (від 70 до 80%) закритих і відкритих акціонерних товариств щорічно не звітують Державній комісії по цінних паперах та фондовому ринку України, не надають іншої регулярної

інформації, як це передбачається чинним законодавством [4, с. 21–25]. Така сама ситуація із звітністю 22 тис. юридичних осіб, які контролює Фонд державного майна України. За інформацією ФДМУ, тільки 20% з них надають інформацію до реєстру власності.

Україна входить до п'ятірки країн, що володіють найсучаснішими технологіями, три чверті яких зосереджена в ракетно-космічній галузі. Але через відсутність фінансових механізмів їх упровадження частка держави на світовому ринку становить лише 0,1%.

У зв'язку із низьким рівнем освоєння підприємствами сучасних технологій ведення бізнесу роль фондового ринку та банківської системи у зміцненні конкурентоспроможності країни недостатня і має суттєві проблеми.

Завдяки політиці Національного банку України стабілізувалось зростання капіталізації банківської системи.

Інша ситуація із фондовим ринком. За оцінкою Всесвітнього економічного форуму, Україна за показником доступу на фондовий ринок (3,7) посідає 88 місце поряд із Монголією [5, с. 63–64]; за індексом сталого розвитку, що вирахований як сума економічного, екологічного та соціального індексів, – 88 місце (І с. р. = 0,508). Лідерами у цьому рейтингу є Фінляндія, Ісландія, Швеція, Норвегія. Серед постсоціалістичних країн успішно адаптували світовий досвід Естонія, яка посідає 28 місце (І с. р. = 0,660), та Латвія – 37 місце (І с. р. = 0,612).

На основі попереднього аналізу фінансового ринку (насамперед фондового ринку та ринку банківських послуг) можна зробити висновок про їх недостатню розвиненість. Якщо зважити на польський досвід, то у банківській системі України можна очікувати зростання частки іноземного капіталу у 2,5–3 рази.

Приблизно такі ж самі тенденції, але більш прогресивні, будуть характерними і для присутності іноземного капіталу, передусім із РФ, на фондовому ринку України. Іноземний інвестор має за мету контролювати стратегічні галузі нашої економіки, а також підприємства в авіаційній, космічній, машинобудівній сферах, секторі високих технологій оборонно-промислового комплексу, де можна отримати надприбутки через занижену до тисячі разів капіталізацію акцій на момент їх придбання.

Сучасний фондовий ринок України не використовує (навіть мінімально) потенційні можливості інтелектуального, людського і фінансового капіталів. Відтак постає питання про його роль як складової національної інноваційної системи.

Обмежене коло цінних паперів в Україні лише частково задовольняє інституційних інвесторів, а фондовий ринок так і не став сферою залучення інвестиційних капіталів в економіку України [6, с. 577].

Важливим джерелом фінансування інвестиційної діяльності підприємства є позичкові кошти від емісійних паперів, а також купівля акцій підприємства [7, с. 652].

У науково-технологічній сфері діє так зване замкнене коло – брак фінансування належного інноваційного потенціалу, низька результативність, відсутність заключного науково-технологічного циклу інновацій [8, с. 685].

Через неконкурентоспроможність українських цінних паперів і нерозвиненість вітчизняного фондового ринку консервується низька ринкова вартість підприємств, стримується зростання їх капіталізації. Такі тенденції спостерігаються і в окремих галузях, і в економіці загалом. Фінансуючи законодавчо-урядове лобі в центральній та регіональній владі, монопольні об'єднання ФПГ і ТНК отримують надприбутки на підприємствах

третього технологічного рівня внаслідок недосконалої законодавчої, податкової, митної, кредитної політики держави. Це системно занижує статус українського фондового ринку.

Окрім того, майже три чверті валового доходу акумулюють металургійна, хімічна і нафтохімічна галузі промисловості. Таким чином, державна фінансова політика, яка сьогодні реалізується в Україні, блокує функціонування та розвиток високотехнологічних галузей економіки й фондового ринку, лишає їх стимулів для прориву на мікро-, мезо-, макро- і мегарівнях.

Малий і середній бізнес, а також міноритарні акціонери через тиск з боку ФПГ і ТНК не мають необхідного доступу до фінансових ресурсів. Отже, можна констатувати, що на фондовому ринку України закріпилася монопольна влада суб'єктів господарювання і власників вітчизняних та закордонних ФПГ. Через дії мажоритарних інсайдерів і афілійованих осіб третина підприємств економічного та фінансового секторів України є збитковою. Мажоритарні акціонери мають впливову політичне лобі у Верховній Раді України, Кабінеті Міністрів України, місцевих органах влади, правоохоронній та судовій системах України. Збиткові підприємства витрачають на свої проекти значні фінансові, бюджетні та банківські ресурси. Це фінансово обмежує розвиток сільової економіки п'ятого-шостого поколінь із домінуванням інформаційних, комп'ютерних і біотехнологій.

Рівень монополізму в галузях, які використовують природні ресурси, є ключовими у формуванні ціни й орієнтовані на стратегію «копіювання», набув загрозливого характеру. Однак ефективність реагування з боку Антимонопольного комітету на такі явища є мінімальною.

Нинішній, нераціональний характер використання обмеженого фінансового ресурсу країни зберігає її відставання на сучасному світовому ринку, залишаючи нашу економіку в основному на рівні третього технологічного укладу.

В Україні діють системні чинники, з одного боку – розмивання доходів економіки, а з другого боку – її тінізація, що руйнують підвалини конкурентоспроможності країни. Конкурентний потенціал економіки істотно знижується через відсутність кореляції між офіційною нормою чистого прибутку і рентабельністю виробництва порівняно зі світовими стандартами [9, с. 33]. Запровадження принципів корпоративного управління на підприємствах дозволить значною мірою детінізувати їхню фінансово-господарську діяльність.

Для підвищення конкурентоспроможності національної економіки в Україні необхідно:

- поліпшити бізнес-середовище;
- зменшити податковий тиск на підприємців;
- здійснити перетворення у публічних та приватних акціонерних товариствах, впровадивши в них принципи корпоративного управління;
- створити регіональні інноваційні центри.

Для України актуальним є запровадження системи регулювання підприємництва з оптимальним використанням наявного дослідницького та освітнього потенціалу. Вкрай необхідно розвивати венчурне підприємство, створювати венчурні фонди, які мають працювати на розвиненому фондовому ринку.

В умовах глобалізації конкурентоспроможність економіки країни на мікро-, мезо-, макро- і мегарівнях переважно можуть забезпечити концентровані та центра-

лізовані об'єднання (ФПГ, ТНК і кластери), які працюють у конкурентному середовищі на внутрішніх ринках країни.

Великий український бізнес потребує сприяння законодавчої та виконавчої влади у комерціалізації, у тому числі й через механізми фондового ринку (боргові інструменти, венчурні фонди, торгівля деривативами), і впровадження нанотехнологій у сучасних високотехнологічних галузях економіки. Ідеться про створення та функціонування сітьових структур із горизонтальною взаємодією. При цьому значно посилюються й ускладнюються внутрішні зв'язки між ними, які стають факторами створення доданої вартості на національному та глобальному рівнях.

Для прориву в цьому напрямі Україна повинна чітко визначити й ефективно реалізовувати національні інтереси у фінансовій сфері, і насамперед на фондовому ринку. Фінансова реформа, яка необхідна українській економіці, має забезпечити:

- застосування інструментів фондового ринку для формування механізмів економіки знань;
- розробку нормативів розподілу валового прибутку та їх ефективного впровадження;
- створення умов для перетоку капіталу у високотехнологічні галузі.

Це дозволить прискорити розвиток конкурентоспроможних національних ФПГ. Становлення національних фінансових груп посилить відтворювальний процес в економіці країни [10, с. 385].

Іноземний капітал, який увійде на фондовий ринок України, не буде сприяти його всебічному розвитку, бо має інші інтереси. Зацікавленими у формуванні дієвої моделі фондового ринку України є насамперед підприємницький блок вітчизняної економіки, домогосподарства і держава в цілому.

Особлива роль у цьому процесі належить державі та венчурному фінансуванню через розвиток фондового ринку України. Сьогодні регуляторні функції всіх, без винятку, державних органів недостатньо узгоджені з міжнародними інституціями. Це ізолює фінансово-економічне життя в Україні на всіх рівнях.

Національною метою України має стати розробка урядовими й неурядовими структурами (можливо, спільно із ЄС) програми «Створення в Україні найбільш конкурентоспроможної і динамічної економіки у світі», яка повинна бути впроваджена до 2024 року. При цьому доцільно використати досвід Євросоюзу з прийняття аналогічної програми (до 2010 року) на Лісабонській раді у 2000 році. Актуальність цих заходів посилюється в умовах нинішньої фінансово-економічної кризи.

У програмі мають бути виділені пріоритети у підприємстві й інноваційній діяльності, передусім щодо впровадження інформаційно-комунікаційних технологій. Механізм реалізації програми повинен також спиратися на досвід реформованого фондового і страхо-

го ринків країн ЄС та розвиток вітчизняного ринку капіталів.

Для зростання капіталізації акцій, інших цінних паперів у ході впровадження принципів корпоративного управління на підприємствах необхідно, обмежуючи вплив ФПГ, забезпечити: доступ громадян до інформації (в Кабінеті Міністрів України, Держкомстаті, ДКЦПФР та інших регуляторів); можливість обробки масивів даних (для передбачення впливу на ціну акцій); підготовку фахівців, які, перебуваючи у різних куточках планети, зможуть спільно використовувати бази даних, швидко здійснювати комплексний аналіз та обмінюватись інформацією в режимі он-лайн.

Ринково-економічна матриця в Україні, яка за своїм характером відповідає тій, що існувала у світовій економіці в 30–40-х роках ХХ століття, еволюціонувала в сучасну «економіку знань», зусиллями національних та іноземних ФПГ і ТНК вмонтована в сучасну матрицю транснаціонального фінансового капіталу на мікро-, мезо-, макро- та мегарівнях. Основою такої інтеграції стала максимальна ізоляція міноритарних акціонерів від впливу державних регуляторів для збереження за будь-яких умов монопольного стану і надприбутків.

1. Економічна енциклопедія: у 3 т. / [ред. рада: Б. Д. Гаврилишин та ін.]. – К.: Академія; Тернопіль: Академія народного господарства, 2001. – Т. 2: К (концентрація капіталу) – П (портфельний аналіз) / відп. ред. С. В. Мочерний. – 848 с.

2. *Портер М.* Конкуренція; пер. с англ. – Испр. изд. – М.: Вільямс, 2005. – 608 с.

3. *Данько М. С.* Перспективи інституційного забезпечення інноваційного розвитку // Економіка України: стратегія і політика довгострокового розвитку: [за ред. В. М. Геєця]. – К.: Фінекс, 2003. – Розд. 4. – С. 448–462.

4. Звіт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку // Ринок цінних паперів України. – К.: КНЕУ, 2006. – № 7–8. – С. 3–88.

5. *Полунєв Ю. В.* Конкурентоспроможність: країна, регіон, підприємство. – К.: ЛАТ&К, 2006. – 176 с.

6. *Федоренко А. В.* Фондовий ринок // Економіка України: стратегія і політика довгострокового розвитку: [за ред. В. М. Геєця]. – К.: Фінекс, 2003. – Розд. 5. – С. 566–586.

7. *Мар'єнко А. В.* Концептуальні особливості інвестиційної політики // Економіка України: стратегія і політика довгострокового розвитку: [за ред. В. М. Геєця]. – К.: Фінекс, 2003. – Розд. 6. – С. 641–658.

8. *Бажал Ю. М., Одотюк І. В.* Інвестиційні ресурси та пріоритетні напрями інноваційного розвитку // Економіка України: стратегія і політика довгострокового розвитку: [за ред. В. М. Геєця]. – К.: Фінекс, 2003. – Розд. 6. – С. 684–694.

9. *Корнійчук О. П.* Вплив макроекономічного середовища на розбудову конкурентоспроможної моделі фондового ринку України // Ринок цінних паперів України. Сер.: Макроекономіка. – К.: КНЕУ, 2007. – № 1–2. – С. 27–42.

10. *Жаліло Я. А.* Проблеми забезпечення економічного зростання в Україні // Стратегія розвитку України: теорія і практика: [за ред. О. С. Власика]. – К.: НІСД, 2002. – Розд. 4. – С. 369–390.

Веб-проект  
Інституту трансформації суспільства

**Вибори в Україні: народ має знати правду**

[www.vybory.osp-ua.info](http://www.vybory.osp-ua.info)