View metadata, citation and similar papers at core.ac.uk
brought to you by CORE
provided by Institutional Repository of Vadym Hetman Kyiv...

шує проблеми узгодження законодавства України та Туреччини. Здійснення міжнародного, зокрема, й економічного співробітництва між Україною та Туреччиною вимагає, поряд з розв'язанням інших завдань, певного уніфікованого підходу і до підготовки фахівців, зокрема, і юристів не лише через болонський процес, а й через двосторонні угоди, в тому числі між КНЕУ і турецьким Університетом Газі (м. Анкара). Що стосується підготовки фахівців з міжнародного економічного права, то основою такої співпраці може стати нова магістерська програма, яка стартує в наступному навчальному році на юридичному факультеті КНЕУ.

О. М. Мозговий, д-р екон. наук, проф.,
зав. кафедри міжнародних фінансів,
Заслужений економіст України,
Київський національний економічний університет
імені Вадима Гетьмана

РОЗВИТОК ФОНДОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ В КОНТЕКСТІ ЗАЛУЧЕННЯ ІНОЗЕМНИХ ІНВЕСТИЦІЙ

Питання стимулів і джерел інтенсифікації розвитку економіки, причин виникнення криз та державна політика, за допомогою інструментів якої подолання кризи було б швидшим і найуспішнішим та така, яка б дозволяла мінімізувати ризики, що природно виникають у ринкових економіках внаслідок циклічності їх розвитку, в усі часи були основними для далекоглядних урядів та державних діячів.

Перетворення фінансової системи на ефективнішу та надійнішу основу економічного розвитку вимагають обґрунтування напрямів удосконалення фінансової політики в цілому та її складових, вагома роль серед яких належить банківській сфері та фондовому ринку, які відповідають за акумулювання та перерозподіл фінансових ресурсів. Державна фінансова політика провідних країн світу спрямована на пошук найбільш досконального поєднання цих компонентів фінансового ринку.

Фондові ринки розвинених країн, будучи незамінною складовою ринку капіталу, історично доповнювали та в деяких сферах заміщували банківську сферу, особливо для залучення ресурсів

на нові ризикові проекти. Надійність, міцність та ефективність фондових ринків залежала від ефективності системи державного регулювання цієї сфери та їх інфраструктури. Незважаючи на різні історичні шляхи, якими пройшли ефективні фондові ринки, вони мають багато спільних рис і нині рухаються шляхом конвергенції, поєднуючи все найкраще.

На фоні розвитку світових інтеграційних процесів та глобалізації ринку капіталу вітчизняному ринку цінних паперів все ще притаманні риси роздробленості на невпорядкованості. Від часів, коли він обслуговував переважно привазитаційніі процеси, ринок не зазнав якісних зрушень і належним чином не виконує властиві йому функції щодо залучення, перерозподілу капіталу та його спрямування в реальний сектор. Нерозвиненість фондового ринку стримує економічний розвиток, надходження іноземних інвестицій, підвищення ефективності перерозподілу коштів в економіці. У цих умовах питання розвитку фондового ринку, підвищення його міцності та стійкості до зовнішніх шоків набуває ще більшої актуальності.

Фінансовий ринок є тією частиною економіки, яка безпосередньо пов'язана з діяльністю фінансових інститутів. Останні здійснюють акумулювання та трансформацію заощаджень або тимчасово вільних коштів одних економічних агентів у інвестиції інших, забезпечують розподіл фінансових ресурсів між різними секторами економіки і, в кінцевому підсумку, сприяють сталому економічному розвитку. Основними фінансовими посередниками виступають банки як кредитні установи і професійні учасники фондового ринку, які, пропонуючи інвесторам альтернативні варіанти вкладення їх заощаджень, є конкурентами на ринку фінансових послуг.

Історично склалися два основні типи фінансової системи — **орієнтована на банки, або банкоцентрична** (притаманна країнам континентальної Європи та Японії), **та орієнтована на фондовий ринок** (притаманна Сполученим Штатам Америки, Англії, Австралії). Їх створення зумовлено різними історичними процесами, які відбувалися в цих країнах. У банкоцентричній фінансовій системі основний фінансовий посередник — банківська система, і відповідно переважаючим джерелом запозичених коштів для економічних суб'єктів є банківські кредити. У фінансовій системі, орієнтованій на фондовий ринок, основний фінансовий посередник — ринок цінних паперів, а джерелом запозичених коштів для економічних суб'єктів є ресурси, залучені на фондовому ринку в результаті розміщення серед інвесторів корпоративних облігацій.

У 90-х рр.. XX ст. ряд авторів зробили спробу оцінити вплив на економічний розвиток особливостей структури фінансової системи. Багато дискусій велося навколо переваг і недоліків кожної з фінансових систем (банкоцентричної чи орієнтованої на фондовий ринок). Проте ці дослідження не виявили явних переваг конкретної моделі. Коли в 80-х рр. виявилося, що американська економіка програє порівняно з японською, вирішили, що визначальним є застосування банкоцентричної моделі фінансової системи. Кризи 90-х рр. XX ст., що спіткали більшість країн Південно-Східної Азії, фінансові системи яких були зорієнтовані на банківський сектор, змусили багатьох більш критично ставитися до банкоцентричної моделі.

Відносна перевага фінансової системи, орієнтованої на фондовий ринок, пов'язана з тим, що визначальним моментом для інвесторів у процесі прийняття рішення про інвестування коштів є не сам проект, для фінансування якого емітент залучає кошти, а надійність та авторитет емітента і запропонована ним прибутковість інвестицій. Це створює ширші можливості для фінансування нових інноваційних проектів, однак, відособленість інвестора від проекту є джерелом підвищених ризиків порушення фінансової стабільності.

Останнім часом явно простежуються тенденції до конвергенції обох типів фінансових систем — у країнах континентальної Європи протягом останніх двох десятиріч значення і обсяги фондового ринку суттєво підвищилися, а у США — навпаки вживають заходів щодо розширення сфери діяльності та підвищення конкурентоспроможності банківського сектору. Не останню роль у процесі конвергенції відіграє глобалізація фінансових ринків, яка посилює конкуренцію на світових ринках капіталу та підвищує значення конкурентних переваг.

У країнах континентальної Європи, підприємства яких у випадку браку власних ресурсів переважно орієнтувалися на банківський кредит, а ринок цінних паперів (насамперед акцій) перебував у відносно пригніченому стані, з 90-х років у законодавство були внесені зміни, спрямовані на стимулювання розвитку фондових ринків. Зокрема, це стосувалось положень, спрямованих на захист прав дрібних акціонерів (розкриття інформації, принцип «одна акція — один голос», можливість заочного голосування та ін.). це пов'язано з необхідністю підвищення привабливості національного фондового ринку, в тому числі для іноземних інвесторів. Подібна практика набула поширення в останні роки в Японії та ряді європейських країн, уряди яких створюють

умови для притоку зовнішнього капіталу шляхом стимулювання операцій нерезидентів на національному ринку замість виходу великих національних корпорацій на міжнародні ринки капіталу.

Ще однією причиною удосконалення законодавства є розуміння того, що фондовий ринок дозволить диверсифікувати ризики, зокрема й кредитні, між банками та інвесторами, що, в свою чергу, сприятиме зміцненню фінансової системи.

У цілому зміни, що відбуваються у законодавстві про фондовий ринок континентальних європейських країн, так чи інакше наближають його до англосаксонської моделі. Зокрема, еталонні принципи корпоративного управління (OECD Principles Corporate Governance), прийняті авторитетною міжнародною організацією OECD у 1999 році, засновані на англосаксонській моделі.

Важливим завданням фондового ринку є створення умов, при яких інвестор може в будь-який час повернути вкладені в цінні папери грошові кошти шляхом продажу цих цінних паперів.

Формування ринку цінних паперів в Україні розпочалося у 1991 р. після прийняття Закону «Про цінні папери та фондову біржу» зі створення Української фондової біржі (УФБ).

У 1993 році за участю УФБ була розроблена «Концепція функціонування і розвитку ринку капіталів в Україні», в якій була запропонована модель розвитку фондового ринку України, яка була орієнтована на формування централізованого вторинного ринку. Після схвалення Кабінетом міністрів України в 1994 році в модель був включений позабіржовий ринок цінних паперів (рис. 1).

Другий етап розвитку фондового ринку України характеризується більш активною і конструктивною участю держави, спрямованою на розвиток інфраструктури ринку, формування правового забезпечення і системи регулювання.

У цей час розпочав свою діяльність спеціальний орган державного регулювання — Державна Комісія з цінних паперів та фондового ринку (ДКЦПФР).

У цей період різні міжнародні організації радили впровадити найкращі, на їх думку, елементи ринкової інфраструктури обох моделей, не враховуючи при цьому чинне українське законодавство та особливості розвитку країни. В Україні, як і в багатьох постсоціалістичних країнах, експериментальним шляхом були «схрещені» континентальне і англосаксонське право, що призвело до безсистемного включення в модель фондового ринку України елементів як американської, так і європейської моделі.

Рис. 1. Модель організації фондового ринку України

Так, згідно із законодавством, депозитарна система України складається з двох рівнів. Нижній рівень становлять зберігачі, які ведуть рахунки власників цінних паперів, та реєстратори власників іменних цінних паперів. Таким чином, система обліку прав власності України передбачає діяльність як реєстраторів, які працюють на фондових ринках, побудованих за американською моделлю, так і зберігачів, які є ознакою європейської моделі фондового ринку.

Верхній рівень складають Національний депозитарій України і депозитарії, що ведуть рахунки для зберігачів та здійснюють кліринг і розрахунки за угодами щодо цінних паперів. Депозитарій Національного банку України здійснює обслуговування обігу державних цінних паперів, у тому числі депозитарну діяльність щодо цих паперів.

Закладена в Законі України «Про національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні» конструкція надавала можливість розвитку депозитарної системи як за американським, так і за європейським зразками.

За останні три роки на фондовому ринку України після тривалого періоду стагнації відмічається пожвавлення. Макроекономічна стабільність, початок економічного зростання сприяли позитивним зрушенням у процесі капіталізації вітчизняних підприємств, активізації діяльності інституційних інвесторів, очікуваннях спекулянтів тощо.

У 2005 р. обсяг чистих прямих іноземних інвестицій в економіку країни склав 7,3 млрд дол., що навіть без урахування 4,8 млрд дол., отриманих від продажу Криворіжсталі, набагато більший у порівнянні з сумами, вкладеними в Україну у попередні роки. Притік іноземних інвестицій (в акції, у державні та корпоративні облігації) у минулому році збільшився до 2,8 млрд дол. у порівнянні з від'ємним балансом (відтоком) 0,1 млрд дол. у 2004 році.

Сьогодні до виходу на фондовий ринок готуються недержавні пенсійні фонди, які, за оцінкою експертів, через три-чотири роки зможуть залучити до 2 млрд дол. США та перетворитися на реальних інституційних гравців на цьому ринку. Разом з перспективою розвитку ринку іпотечних цінних паперів, це є ще одним із вагомих аргументів на користь очікуваної активізації фондового ринку України.

Наступним фактором зростання активності фондового ринку є розширення Євросоюзу, що майже автоматично спричиняє перехід цінних паперів ринків нових членів ЄС у нижчий за прибут-

ковістю клас, а Україну робить більш конкурентоспроможною. Можна сподіватися, що інвестори, які зацікавлені у більш високих прибутках, розуміючи при цьому всі їх ризики, вкладатимуть кошти в країни з економікою, що розвивається, та мають рейтинги, що відносяться до спекулятивних.

За станом на 01.01.2006 р. в Україні функціонує 33 690 акціонерних товариств (майже 16 мільйонів акціонерів), з яких 11 410 — акціонерні товариства відкритого типу, 22 280 — закриті акціонерні товариства.

Зареєстрували випуски цінних паперів 21 491 акціонерних товариств або 63,8 % від загальної кількості за станом на 01.01.2006 р. Загальний обсяг випусків цінних паперів, зареєстрованих ДКЦПФР, становить 207,01 млрд грн.

На ринку акцій найвищу капіталізацію мають такі галузі, як зв'язок, електроенергетика, торгівля і громадське харчування, чорна металургія, будівництво, паливна промисловість, хімічна і нафтохімічна промисловість (табл. 1). Найбільшим за капіталізацією емітентам є «Укртелеком», «Укрнафта», «Нікопольський завод феросплавів» та підприємства електроенергетики (табл. 2).

У 2005 р. Державною комісією цінних паперів та фондового ринку було зареєстровано 1435 випусків акцій на суму 24 млрд 816 млн грн.

Найбільші випуски акцій у 2005 р. було зареєстровано такими емітентами:

- ВАТ «Криворізький залізорудний комбінат» — 1 млрд 250 млн грн;
- ВАТ «Акціонерний поштово-пенсійний банк «АВАЛЬ» — 495 млн грн;
- ЗАТ «Комерційний банк «Приват Банк» — 430 млн грн;
- ВАТ «Екомобіль» — 360 млн грн;
- ВАТ «Дніпро АЗОТ» — 350 млн грн.

На ринку боргових зобов'язань України, як і в попередні роки, найбільшим емітентом залишається держава.

Порівняно з попередніми роками в 2005 р. значно більше юридичних осіб скористалися можливістю залучення додаткових коштів шляхом випуску облігацій. Позитивною рисою ринку облігацій підприємств було значне підвищення інтересу з боку господарських товариств до випуску власних облігацій. Протягом 2006 р. було зареєстровано 509 випусків облігацій обсягом більш ніж 12 млрд грн, у тому числі підприємствами 456 випусків обсягом більш ніж 9 млрд грн.

Таблиця 1

КАПІТАЛІЗАЦІЯ ФОНДОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ ЗА ГАЛУЗЯМИ, млн грн

Галузь	Загальна ринкова капіталізація сектору	
	2004 рік	2005 рік
Зв'язок	5 643,34	8 486,74
Електроенергетика	3 742,20	4 590,57
Торгівля і громадське харчування	3 454,71	125,85*
Металургія	2 492,50	6 47,29
Будівництво	2 028,05	500,61
Паливна промисловість	1 749,68	2 096,73
Хімічна і нафтохімічна промисловість	1 377,26	968,33
Машинобудування і металообробка	869,27	771,33
Харчова промисловість	601,65	500,41
Промисловість будівельних матеріалів	405,98	89,29
Легка промисловість	206,71	4,89
Побутове обслуговування населення	196,00	н.д.
Газопостачання	115,02	135,05
Фінанси, кредит, страхування і пенсійне забезпечення	64,75	196,99
Транспорт	61,89	61,89
Готельне господарство	38,68	н.д.
Деревообробна і целюлозно-паперова промисловість	29,65	89,06
Медична промисловість	19,53	112,88
Трубопровідний транспорт	11,53	н.д.
Інформаційно-обчислювальне обслуговування	4.00	0,96
Скляна та фарфоро-фаянсова промисловість	2,58	9,36
Відпочинок і туризм	1,13	217,23
Наука і наукове обслуговування	0,80	н.д.

Джерело: ПФТС

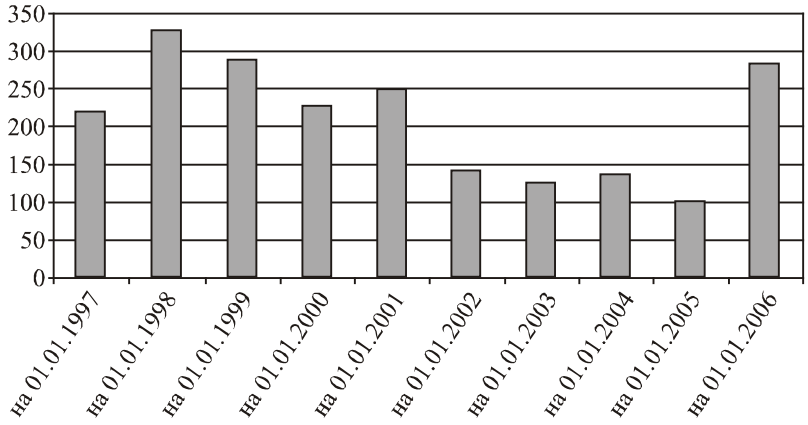
Таблиця 2

НАЙБІЛЬШІ ЗА КАПІТАЛІЗАЦІЄЮ УКРАЇНСЬКІ ЕМІТЕНТИ, за станом на 31.12.2005 рр.

№ п/п	Емітент	Галузь	Капіталізація, млн грн
1	Укртелеком	Зв'язок	8 487
2	Нікопольський завод феросплавів	Металургія	2 101
3	Укрнафта	Паливна промисловість	2 096
4	Маріупольський металургійний комбінат ім. Ілліча	Чорна металургія	1391
5	Запоріжсталь	—	900
6	Київенерго	Електроенергетика	694
7	Західенерго	—	563
8	Центренерго	—	473
9	Азовсталь	Металургія	421
10	Київобленерго	Електроенергетика	362
11	Ново московський трубний завод	Металургія	354
12	Миколаївський глиноземний завод	Кольорова металургія	348
13	Стирол	Хімічна і нафтохімічна промисловість	316
14	Сумське машинобудівне НВО	Машинобудування і металообробка	313
15	Дніпрообленерго	Електроенергетика	285
16	Донбасенерго	—	284
17	Запоріжжяобленерго	—	274
18	Нижньодніпровський трубопрокатний завод	Чорна металургія	271
19	Дніпроенерго	Електроенергетика	261
20	Кримський содовий завод	Хімічна і нафтохімічна промисловість	208

Примітка. До списку включено акції котирувальних листів 1-го та 2-го рівнів.
Джерело: ПФТС

У 2005 р. в Україні спостерігався активний розвиток інститутів спільного інвестування (ІСІ), що створюються відповідно до Закону України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)», оскільки на законодавчому рівні створено можливість для інвестування коштів як приватних інвесторів, так і фінансових компаній, банків, підприємств, іноземних інвесторів. За 2005 рік їх кількість зросла з 103 до 282 фондів (рис. 2). Зазначений закон регламентує діяльність венчурних фондів, кількість яких становить 218.



Джерело: ДКЦПФР

Рис. 2. Кількість інвестиційних фондів та взаємних фондів інвестиційних компаній, які здійснювали професійну діяльність протягом 1997—2005 років

Комісією протягом 2005 р. зареєстровано 152 випуски інвестиційних сертифікатів пайових інвестиційних фондів на суму 23,06 млрд грн та 29 випусків акцій корпоративних інвестиційних фондів на суму 0,84 млрд грн.

Слід зазначити, що поряд з розвитком інститутів спільного інвестування спостерігається активний розвиток компаній з управління активами ІСІ та пенсійних фондів.

Останнім часом в економіці України відбулися суттєві зміни в структурі та обсягах капіталу, що зумовило необхідність вироблення міжнародних загальноприйнятих стандартів, які допомогли б визначити інвестиційну привабливість підприємств, побудувати систему їх ефективного управління та контролю. Все це сприяло розвитку та становленню корпоративного управління як са-

мостійного економіко-правового інституту, системи, через яку спрямовуються та контролюються акціонерні товариства.

Протягом останніх років науковцями та практиками було вироблено багато форм та підходів до окремих питань функціонування корпоративного сектору, однак на сьогодні єдиної моделі ефективного корпоративного управління не існує. Це зумовлено, насамперед, сутністю відносин, що входять до системи корпоративного управління і об'єктивно існують в обраній державою правовій системі. У той же час, на сьогодні вироблено загальновизнані стандарти, що використовуються в різних економічних, політичних та правових умовах.

Більшість із стандартів, які використовуються у різних корпоративних, національних та міжнародних документах, притримуються однакових позицій та лише доповнюють один одного.

Україною взято курс на запровадження національних Принципів корпоративного управління, метою яких є викладення на підставі загальноприйнятих міжнародних стандартів корпоративного управління та з урахуванням українських особливостей і досвіду принципів та рекомендацій, необхідних для розвитку ефективної практики корпоративного управління в Україні. У затвердженому у 2003 р. документі визначено важливі принципи та рекомендації щодо якісного та прозорого управління товариством, дотримання яких має допомогти товариствам у підвищення їх інвестиційної привабливості та конкурентоспроможності.

У той же час законодавство України регулює обмежене коло правовідносин у сфері корпоративних відносин. Згідно з результатами досліджень, проведених інституційними інвесторами та міжнародними організаціями станом на жовтень 2003 р., Україна належить до держав з найнижчими показниками відповідності законодавства міжнародним стандартам корпоративного управління. В свою чергу в період становлення корпоративних відносин, який досі переживає Україна, саме встановлені законодавчо вимоги найбільшою мірою впливають на стан корпоративного управління, оскільки їх дотримання забезпечується державою.

На жаль, кількість корпоративних конфліктів в Україні залишається значною. Джерела проблеми залишаються ті ж самі — недосконаліть управління акціонерними товариствами, незахищеність прав акціонерів, відсутність надійних механізмів реєстрації та переходу права власності, і пов'язані перш за все з низьким рівнем корпоративної культури, невідповідністю існуючої

практики корпоративного управління загальноприйнятим принципам.

Як ми бачимо, розвиток фондового ринку в Україні гальмується рядом проблем, які зумовлені в основному недосконалістю законодавства. Незважаючи на досвід функціонування фондового ринку та формування його законодавчого кола, система регулювання багатьох аспектів залишається несформованою, зберігаються прогалини та протиріччя у нормативній базі.

Одна з причин цього полягає у невизначеності моделі (європейської або американської), за якою розвивається фондовий ринок України. У результаті, інфраструктура фондового ринку характеризується втратою цілісності, зокрема еклектичністю її основної частини — депозитарної системи.

Існуюча нормативна база з питань функціонування депозитарної системи в Україні не передбачає можливості створення на верхньому рівні Національної депозитарної системи Центрального депозитарію.

На нижньому рівні національної депозитарної системи має місце паралельне функціонування двох підходів до ведення обліку прав власності (система обліку прав власності за цінними паперами складається з елементів депозитарної систем обох моделей фондового ринку: з реєстраторів і зберігачів (депозитаріїв).

Відсутність досконалої депозитарної системи породжує інші проблеми функціонування інфраструктури фондового ринку. Вони стосуються в першу чергу:

— проведення більшості операцій організованого ринку в позабіржових торговельних системах (при наявності 8 офіційно зареєстрованих бірж);

— переважання в Україні неорганізованого ринку цінних паперів (понад 98 % операцій ринку здійснюється поза межами бірж і торговельних систем);

— непрозорості операцій фондового ринку;

— відсутність обов'язковості застосування принципу «поставка проти оплати» при укладанні більшості угод із цінними паперами.

Крім проблем, притаманних безпосередньо інфраструктурі фондового ринку, є проблеми, які стримують розвиток ринку цінних паперів в Україні в цілому. До них відносяться:

— недостатня роль державних цінних паперів у розвитку фондового ринку (16 % загального обсягу боргів);

— відсутність дієвої системи захисту прав інвесторів та акціонерів;

— низький рівень знань, інформованості населення з питань функціонування фондового ринку;

— низький ступінь використання похідних фінансових інструментів.

З огляду на викладене, основними напрямами подальшого розвитку ринку цінних паперів в Україні мають бути: підвищення його прозорості, відкритості та ліквідності, інтегрування в міжнародні ринки цінних паперів, запровадження таких форм і методів його регулювання, які б значно підвищили рівень захисту прав і інтересів інвесторів, суспільства і держави.

Т. В. Кальченко, канд. екон. наук, доц.,
кафедри міжнародного менеджменту
Київський національний економічний університет
імені Вадима Гетьмана

ГЕОПОЛІТИЧНІ НАСЛІДКИ УКРАЇНО-ТУРЕЦЬКОГО СПІВРОБІТНИЦТВА

Потенційні перспективи україно-турецького співробітництва у багатьох випадках визначаються геополітичними реаліями сучасного глобалізованого середовища. Оскільки Україна на сьогодні практично не має важелів геополітичного впливу, її зовнішньоекономічний вектор зорієнтований на ту організаційну структуру або територіальне угруповання, яка на сьогодні володіє потужним об'єднавчим базисом. Оскільки був проголошеним як безальтернативний Євроатлантичний вектор інтеграційної політики України, доцільно розглянути, яким чином україно-турецьке співробітництво дасть новий імпульс його реалізації.

Фундаментальною аксіомою геополітики є факт належності Туреччини до «берегової зони». Цей факт є історично зумовленим подіями XX століття, на початку якого Османська імперія була чимось кардинально іншим, самостійним сухопутним анклавом, хоча — як і континентальна Європа — також відчувала на собі вплив двох суперечливих векторів — з боку Великобританії (атлантизм) і Російської імперії (євразійство). Проте в епоху імперій контури остаточної геополітичної картини були нечіткими, на сьогодні ж геополітична теорема турецької політики і економіки в глобальному масштабі вирішується завдяки балансу і протистояння двох орієнтацій — атлантистської та євразійської.