

ною метою випуску більшості банківських облігацій є кредитування економіки, хоча комерційні банки розглядають ринок корпоративних облігацій як новий напрямок бізнесу, який здатен давати комісійні доходи (за розміщені серед інвесторів облігації) й процентні доходи (за рахунок купівлі корпоративних облігацій). Деякі банки встановлюють прибутковість випуску облігацій на рівні 14–15 % річних⁹ [12].

7. Ринок корпоративних облігацій в незначній мірі ліквідний, а також недостатньо прозорий для інвесторів, хоча в цьому напрямку вже намітилась позитивна тенденція до зростання прозорості емісій.

8. На ринок корпоративних облігацій негативно впливає нерозвиненість ринку інституціональних інвесторів (страхові, пенсійні фонди, інститути спільного інвестування). Наприклад, у разі успішної реалізації пенсійної реформи можна було б суттєво підвищити попит на корпоративні облігації).

9. Інфраструктура українського ринку корпоративних облігацій подібно до більшості країн Західної Європи, США та Японії переважно зосереджена у позабіржовому секторі.

Позабіржовий сектор в структурі ринку корпоративних облігацій України представлено Першою фондовою торговельною системою (ПТФС), яка забезпечує 75 % сукупного обороту, та Південно-Українською торговельно-інформаційною системою (ПУТІС). Біржовий сектор представлено вісьмома біржами – Українською фондовою біржею, Українською міжбанківською валютною біржею, Київською міжнародною фондовою біржею тощо, які забезпечують 25 % обороту. Зокрема, на Українській фондовій біржі торги корпоративними облігаціями останній раз були в 2003 р. на суму всього 5 млн грн., а сьогодні УФБ практично не торгує корпоративними облігаціями. Сукупний оборот організованого фон-

дового ринку досягає 1,76 млрд. дол., а неорганізованого ринку – в 10–15 разів більше.

В Україні, на сьогоднішній час, склалися достатньо позитивні макроекономічні умови для подальшого розвитку ринку корпоративних облігацій. Хоча комерційні банки є основними інвесторами на цьому ринку, значний інвестиційний потенціал в майбутньому повинні набути інституціональні інвестори і населення.

Одним з найважливіших напрямків розвитку ринку корпоративних облігацій є створення реальної економічної основи для використання її як системи залучення, розподілу і керування інвестиційними ресурсами на світовому ринку корпоративних облігацій.

1. Дмитренко А. Рейтинговий анамнез. Україна готується к виводу евробондов на западные рынки // Фондовый рынок. – 2003. – №16. – С. 27–29. 2. Марахов С. Роль инвестиционных банков на первичном рынке корпоративных ценных бумаг // Банковская справа. – 2000. – №4. 3. Найман Е., Горбань О. Рынок негосударственных облигаций Украины // Рынок ценных бумаг. – 2004. – №5. – С. 48–52. 4. Охріменко О. Сучасна структура ринку корпоративних облігацій // Ринок цінних паперів України. – 2005. – №1–2. – С. 51–53. 5. Печерицын А. Еврооблигации – один из способов привлечения внешнего финансирования украинскими заемщиками // Рынок ценных бумаг. – 2005. – №7. – С. 51–52. 6. Прозоров Ю. В., Вальчишен О. В. Корпоративні облігації в Україні: вдалий старт // Ринок цінних паперів України. – 2002. – №1–2. – С. 54–56; 7. Прозоров Ю. В., Вальчишен О. В. Финансовый рынок Украины: анализ инструментов с фиксированной доходностью // Рынок ценных бумаг. – 2003. – №5. – С. 40–46; 8. Прозоров Ю. В., Вальчишен О. В. Бум на рынке корпоративных облигаций Украины? Итоги первого полугодия 2003 г. // Рынок ценных бумаг. – 2003. – №17. – С. 46–60. 9. Суляев О. Рынок облигаций Украины // Рынок ценных бумаг. – 2003. – №23. – С. 16–19. 10. Ткаченко Д. Фондовый рынок Украины у першому півріччі 2004 року // Фондовый рынок України. – 2004. – №8. – С. 13–15. 11. Харченко В. Ринок облігацій України: підсумки 2004 р. і перспективи розвитку в 2005 р. // Фінансовий ринок України. – 2005. – №6–7. – С. 34–42. 12. Шапран В. Рынок корпоративных облигаций в Украине: системные факторы развития // Рынок ценных бумаг. – 2005. – №7. – С. 44–45).

Надійшла до редколегії 12.09.05

Ю.В. Петленко, канд. екон. наук, доц.

ФІНАНСУВАННЯ РЕАЛЬНОГО СЕКТОРУ ЕКОНОМІКИ УКРАЇНИ: СТАН ТА ПЕРСПЕКТИВИ

Розкрито окремі аспекти, що спричинили кризу в реальному секторі та запропоновано заходи щодо стабілізації фінансового забезпечення виробничих підприємств.

Separate aspects affecting a crisis in the real sector of economy are exposed, and measures are offered on stabilization of the financial providing of production enterprises.

Трансформаційні процеси, які відбуваються в економіці України, зумовлюють необхідність переоцінки економічної політики, здійснюваної в державі. Відсутність послідовної антикризової політики призводить до посилення економічних дисбалансів і, як наслідок, до фінансової і валютної криз, які є насправді виявами загальноекономічної трансформаційної кризи. Значною залишається залежність економічної політики від вимог міжнародних фінансових організацій. Державна політика залишається непрозорою.

Дана проблема широко обговорюється в наукових працях Даниленка А. І., Поддєрьогіна А. М., Чугунова І. Я., Білик М. Д., Грушка В. І. та інших.

Зниження платоспроможного попиту внаслідок гіперінфляції і втрати банківських заощаджень, а після цього – невинувато жорсткого обмеження грошової пропозиції, стали першопричиною кризи внутрішнього ринку і зниження обсягів вітчизняного виробництва. Ця ж причина призвела до знецінення оборотних коштів

підприємств, і особливо – їхньої грошової складової, що зумовило бартеризацію і платіжну кризу. Національний банк, утримуючи високий рівень облікової ставки, не сприяв зниженню ціни кредитів, витіснив обіг грошових ресурсів у "тіньовий сектор". Здійснюючи жорстку монетарну політику, він також обмежував потенціал інноваційного зростання, перешкодив технологічній реконструкції виробництва з метою зниження його матеріаломісткості, підвищення технічного рівня продукції.

Спостерігалася парадоксальна ситуація, коли реальний сектор економіки функціонував в умовах "грошового голоду", а в банківській системі створилася надлишкова ліквідність. Це – наслідок не лише високих ризиків. Очевидно, що українські комерційні банки отримували прибутки на спекулятивних операціях з валютою і державними цінними паперами, внаслідок чого відпала потреба працювати з виробничими підприємствами [4].

В умовах сьогоднішнього відсутнє взаємовигідне співробітництво між виробництвом і роздрібною торгівлею, оскільки остання здебільшого працює як мережа збуту імпортової продукції. Водночас у розвинутих країнах процес товарообороту ґрунтується на торговельно-закупівельних корпораціях, які забезпечують оператив-

⁹ Переважання банків серед інвесторів можна пояснити нерозвиненістю інших фінансових структур. За таких умов український ринок корпоративних облігацій взагалі важко назвати ринком (порівняно, наприклад, з ринком США) – це скоріше закритий клуб банкірів, які зробили емісії облігацій одним з інструментів для розміщення власних активів

не доведення продукції до кінцевого споживача з мінімумом транзакційних витрат. Останніми роками чи не в найтяжчий тягар для українського товаровиробника перетворилася податкова система. Її деструктивний вплив посилюється збільшенням тиску на легально діючі підприємства за практичної відсутності дієвих заходів щодо залучення до сфери легального обороту продукції і коштів "тіньової" економіки. Проте головна причина надмірного податкового тягара – глибоке падіння виробництва та криза забезпеченості оборотними коштами, що призвело до зростання частки податкових відрахувань в активах підприємств.

Не створено ефективних структур управління державною власністю навіть у її теперішніх незначних розмірах. Результатом приватизації стало виникнення нової форми власності – "приватизованої", яка займає проміжне становище між державною і приватною. Відсутність ефективних власників та механізму їх доступу до фінансових ресурсів нині є суттєвим гальмом економічного зростання в Україні. Саме тому важливою політичною проблемою подальших економічних реформ стає необхідність ревізії та модернізації механізму відбору ефективних власників.

В науковій літературі трансформаційного періоду багато уваги приділялося розвитку малих підприємств, а саме увага зверталася на те, що основою економіки розвинутих країн є малі підприємства. Між тим, у сучасній економіці малий бізнес виконує роль ринкового придатку великих корпорацій. Саме останні, і передусім найбільші транснаціональні корпорації, визначають вплив розвинутих країн у глобальному масштабі. Тільки великі підприємства й об'єднання можуть акумулювати фінансові ресурси в обсязі, достатньому для ефективного технічного переозброєння і реконструкції, налагодити масовий випуск нової продукції, здатної конкурувати з продукцією великих корпорацій розвинутих країн.

Малий бізнес також виконує специфічні функції: – забезпечує гнучкість пропозиції товарів і послуг відповідно до умов попиту; – сприяє зростанню "середнього класу" та внутрішніх джерел інвестицій; – сприяє підвищенню рівня зайнятості. Тому політика розукрупнення виробництва може призвести до єдиного і закономірного результату – "звільнення" внутрішнього ринку України від вітчизняної продукції для неподільного панування на ньому іноземних виробників.

За умов сучасної кризи великих виробництв малий бізнес переважно здійснив переорієнтацію на іноземних виробників. Останні підтримують таку трансформацію малого підприємництва в Україні, оскільки це об'єктивно сприяє зниженню їхніх транзакційних витрат та закріпленню за ними певних секторів українського ринку.

У зв'язку з цим, на даному етапі пріоритетний розвиток малого і середнього бізнесу без урахування його галузевої належності в умовах дефіциту фінансових ресурсів можливий лише за рахунок занепаду великих виробництв і призводитиме до подальшої депресії великого бізнесу та національної економіки загалом [1].

Гострою проблемою українських виробників є низький технічний рівень основних фондів, невідповідність наявних технологій вимогам конкурентного середовища. Однак цей факт, як відомо, не перешкоджає підвищенню використання наявних потужностей у тих галузях, які зорієнтовані на реальний платоспроможний попит, зокрема з боку іноземних споживачів (виробництво чавуну, прокату чорних металів, сірчаної кислоти, хімічних волокон, целюлози тощо). Водночас основні фонди галузей, що виробляють товари народного споживання, завантажені на 10-30 %. Сподівання на іноземних інвесторів не виправдовуються через несприятли-

вий інвестиційний клімат, зумовлений саме кризою внутрішнього ринку внаслідок дії наведених вище чинників. Вітчизняні інвестиційні ресурси також не спрямовуються до реального сектора економіки через те, що їхня висока ціна, обумовлена рідкісністю та високим рівнем ризику вкладення, не може бути компенсована у мало-ефективній, стагнуючій економіці. Через те, що не було розроблено обґрунтованої зовнішньоекономічної стратегії на перехідний період, виникає об'єктивна розбіжність між зовнішньополітичною орієнтацією і стратегічними політико-економічними інтересами України.

Внаслідок цього, тоді як у внутрішній політиці постає завдання здійснення структурної перебудови, підвищення у виробництві частки продукції високого ступеня переробки, високих технологій, товарів народного споживання, зовнішньоекономічні зв'язки впливають у протилежному напрямі, сприяють розвитку сировинно-експортних галузей з низькою часткою доданої вартості, одночасно пригнічуючи розвиток пріоритетних виробництв. Залежність економіки України від фінансових ін'єкцій з боку іноземних кредиторів позбавляє державу спроможності здійснювати власну незалежну зовнішньоекономічну політику.

В зовнішньоекономічній стратегії де-факто домінує торгово-посередницька модель, яка спрямована на консервацію сировинної структури українського експорту. Це означає, що зовнішньоекономічні зв'язки України на нинішньому етапі розвиваються переважно шляхом інкорпорації замість інтеграції [2]. Нагромадження зазначених диспропорцій спонукає державу активізувати контроль за дотриманням фіскальної та платіжної дисципліни. Це супроводжується розширенням розподільчої та фіскально-репресивної функцій багатьох ланок виконавчої влади, викликає протистояння бізнесу і влади та втечу бізнесу в "тінь", розмиває довіру до влади. Одним з найгірших наслідків затягування реальних реформ є критичний життєвий рівень переважної більшості населення. Сьогодні саме це заважає забезпечити соціальний консенсус, об'єднати націю навколо ідей реформ. Отже, практична реалізація пріоритетів економічного розвитку залежить від того, наскільки успішно розв'язуватимуться як наведені, так і інші проблеми, що перешкоджають відродженню вітчизняного виробництва.

Виклики часу обумовлюють необхідність розробки та реалізації якісно нових пріоритетів економічної стратегії держави. Продуктивності цього процесу сприяють одержання новообраним Президентом кредиту довіри народу на п'ять років, активізація інтелектуального потенціалу конструктивних громадських та наукових сил в контексті передвиборного процесу. Тому на даному етапі є потенційна можливість подолати негативні тенденції та сформулювати конкретні заходи й політико-економічні механізми нової стратегії економічного розвитку, що має замінити стратегію "макроекономічної стабілізації" та забезпечити національне економічне відродження через відродження вітчизняного виробництва, вітчизняного капіталу і вітчизняного ринку.

Важливою умовою підвищення ефективності відтворювальних процесів і усунення диспропорцій нерозвинутого ринкового господарства є реформа прав власності, мета якої – створення ефективної системи корпоративного управління. Першочерговий захід – впровадження юридичних механізмів, що забезпечують виконання акціонерами своїх функцій повноправних власників. Зазначене стосується й забезпечення ринкового управління державними і комунальними активами. Взагалі держава є найпотужнішим суб'єктом капіталотворення, яке здійснюється, зокрема, через використання державної власності. Приватизація останньої без від-

стеження інвестиційних наслідків і ефективності роботи приватизованих підприємств призвела до закономірних негативних результатів.

У зв'язку з цим подальше роздержавлення власності слід здійснювати з урахуванням потреб національної безпеки і національних економічних інтересів України, що передбачає: – інвентаризацію державного майна; – обґрунтоване виокремлення стратегічно важливих підприємств, які не підлягають приватизації (до кола яких входять усі природні монополії та об'єкти ВПК); – передбачення можливості реприватизації підприємств, власники яких не виконали взятих на себе інвестиційних, податкових і соціальних зобов'язань; – вилучення доходів від приватизації з державного бюджету та їхнє спрямування у спеціальний банк для нарощування централізованого інвестиційного потенціалу; – радикальне підвищення ефективності управління державним сектором економіки, для чого слід розширити відповідні функції і повноваження галузевих міністерств; – використання доходів від діяльності державних підприємств та частки державної власності у корпоратизованих підприємствах для забезпечення економічного зростання та структурної перебудови.

Ефективно працюючий державний сектор, необхідність якого для економіки України не викликає сумніву, має виконувати низку суспільно важливих функцій, зокрема регулятора процесів капіталотворення, що забезпечує певний рівень стабільності в умовах нестійкості світової економічної системи. Відновлення економічного зростання має починатися у галузях з нетривалим періодом обороту капіталу та зорієнтованих переважно на споживчий ринок. До таких галузей належать виробництво товарів народного споживання (ТНС) та пов'язаний з ним АПК. Вони насамперед зацікавлені у розширенні внутрішнього ринку, захисті його від надмірної іноземної конкуренції. При цьому йдеться не (або не лише) про надання пільг за галузевим принципом, а передусім про встановлення загальних параметрів економічної політики (монетарна, бюджетна, валютна, митна тощо) в інтересах зазначених галузей. Важливо, що завдяки короткому періоду обороту капіталу галузі з виробництва ТНС є менш чутливими до підвищення темпів інфляції, яка є, зазвичай, характерною для періоду відновлення споживчого попиту та початку економічного зростання після тривалої стагнації.

Важливо зазначити, що наявність розвиненої структури малих приватних підприємств з роздрібною торгівлею та громадського харчування дає змогу спрогнозувати досить оперативну реакцію споживчого ринку на зростання внутрішнього попиту, що послабить інфляційний вплив останнього. Зростання виробництва продукції зазначених галузей дозволить забезпечити первинне генерування фінансових ресурсів та поступово відновити відтворювальний процес на підприємствах та в народному господарстві загалом, виробити економічно обґрунтований механізм визначення ефективності виробництва та забезпечення їхньої конкурентоспроможності. Критеріями успішності економічної стратегії на даному етапі є зближення рівнів прибутковості виробничого та торговельно-фінансового капіталів, забезпечення достатніми ресурсами відтворювальних процесів,

зниження фіскального тиску на промислові підприємства, нормалізація платіжної дисципліни й процесів ціноутворення. Пріоритетне зростання згаданих галузей, крім того, має виконати кілька взаємопов'язаних завдань, які й становлять зміст першого етапу економічного відродження.

По-перше, завдяки їхній досить високій працездатності відбудеться швидке поширення ефекту від зростання у вигляді кумулятивного підвищення доходів зайнятих у цих галузях, а отже, збільшення місткості внутрішнього ринку.

По-друге, завдяки підвищенню платоспроможності значної кількості підприємств та населення суттєво поліпшиться становище базових галузей, зокрема – енергетики.

По-третє, відновлення зростання за рахунок підвищення рівня використання наявних потужностей, яке вимагає мінімальних капіталовкладень, досить швидко призведе до перенакопичення капіталу в галузі й утворення тимчасово вільних фінансових ресурсів як інвестиційного потенціалу для технологічного оновлення більш складних перспективних виробництв.

На наступному етапі нагромаджений інвестиційний потенціал повинен бути використаний для розвитку галузей, в яких Україна має перспективні порівняльні конкурентні переваги (переважно – галузі з високим рівнем доданої вартості, зокрема – ВПК), що надасть економічному розвитку інноваційно-технологічної спрямованості, сприятиме експортній експансії українських виробництв. Ці галузі отримають сприятливі умови у вигляді вже структурованого та місткого ринку, готового до споживання складних товарів тривалого користування, а також попиту на технологічне устаткування з боку підприємств груп ТНС та АПК, які дійшли до стадії оновлення виробничих фондів.

На даному етапі є підстави очікувати початку масштабного припливу іноземних інвестицій на ґрунті зростання, що розпочалося, насамперед – повернення до України її "тіньових" капіталів та приплив капіталів з країн СНД. Кваліфікований підхід до інвестування у цих сферах надає можливість прогнозувати пошук інвесторами передусім своєрідних "точок зростання", визначальною ознакою яких є зростання віддачі на капітал та зниження питомих витрат виробництва, і які є основою нового технологічного устрою в економіці [4].

Отже, реальна стабілізація досягається внаслідок довготривалих інституційних і структурних реформ. Здійснення максимально прозорої та послідовної стратегії економічного протекціонізму, що ґрунтується на максимальному узгодженні державних і корпоративних інтересів, є одним з важливих напрямів досягнення реальної стабілізації та суттєвим чинником поліпшення соціально-політичного клімату в країні, формування національного консенсусу щодо курсу економічних реформ.

1. Сменковский А.Ю. Малый бизнес и экономическая безопасность Украины / Экономика: тенденции недели. – 1999. – №29. – С. 7-8. 2. Стратегія економічного протекціонізму: концептуальні засади нової стратегії для України. – К.: Центр антикриз. дослідж., 1999. 3. Экономическая энциклопедия. Политическая экономия / Под ред. А.М. Румянцев. – М.: "Сов. энцикл."-1979. – Т. 3. – С. 390. 4. Ющенко В., Лисицький В. Гроші: розвиток попиту та пропозиції в Україні. – К.: Скарби, 1998. – С. 203-227.