

Вікторія ДЕРГАЧОВА

РИНОК ЦІННИХ ПАПЕРІВ: РОЛЬ У ЗАБЕЗПЕЧЕННІ КОНКУРЕНТОСПРОМОЖНОСТІ НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ В УМОВАХ СВІТОВОЇ КРИЗИ

Розкрито природу нинішньої кризи на основі аналізу збігу в часі довгих хвиль М. Кондратьєва і мега-хвиль І. Валлерстайна; обґрунтовано її відмінність від попередніх економічних спадів. Аргументовано, що вітчизняний ринок цінних паперів не вичерпав свого потенціалу. Запропоновано використовувати його потенціал як фактор фінансового насичення промислового і фінансового секторів національної економіки для забезпечення її конкурентоспроможності в умовах кризи.

The nature of current crisis on basis of Kondratiev's long waves and Vallerstain's mega waves clash is considered, the difference of it from previous economic recession is proved, it is argue, that national stock market has not exhausted all potential. It is suggested to use its potential as a factor of financial satiation of industrial and financial sectors for competitiveness of national economy under condition of world crisis.

Вже немає жодних сумнівів у тому, що сучасна економічна криза не обмежується тільки сферою фінансів і має не ситуативний, а системний і глобальний характер. Боротися з нею немає сенсу – зусилля й ресурси будуть витрачені даремно. Набагато ефективніше спрямувати зусилля на пом'якшення її наслідків, спробувавши вибудувати нову систему координат, новий порядок взаємодії в усіх сферах людського життя – від економіки фінансів до соціальних умов існування. Ця точка зору набула поширення в багатьох наукових і науково-популярних публікаціях: починаючи з обґрунтування “обнуління економічної пам'яті людства” [1] і до рекомендацій членів уряду щодо “скоординованості дій” [2] для підтримки дієздатності національної економіки.

Те, що економіка характеризується циклічністю розвитку, є загальновідомим і без-

заперечним фактом. Підтвердженням цього є те, що сучасна криза має багато спільного з минулими циклічними спадами, а також явно виражені особливості. Знаючи закономірності розвитку якогось явища, можна нівелювати його негативні наслідки та максимізувати позитивні результати (запобігти дії руйнівних сил). Чим нинішня криза відрізняється від попередніх, і які напрямки вітчизняної економічної політики необхідно активізувати для підвищення стабільності національної економіки та забезпечення її конкурентоспроможності в умовах цієї кризи – є предметом розгляду даної статті.

Природа сучасної світової кризи, на думку провідних науковців [3], полягає в тому, що після двадцятирічного піднесення економіки (з 1980-1985 рр.) уже до 2000 р. потенціал економічного розвитку п'ятого технологічного укладу було вичерпано (рис.1) .

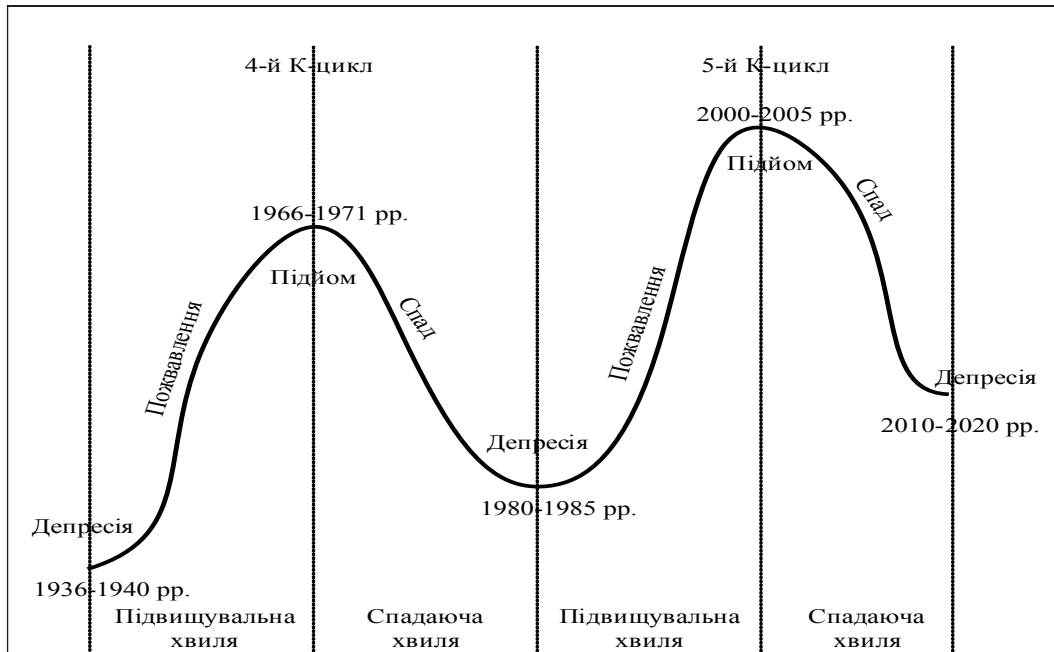


Рис. 1. Періодизація довгих хвиль М. Кондратьєва

Аналізуючи циклічність розвитку за даними рис. 1, бачимо, що для минулого століття були характерними Велика депресія у США на спадаючій хвилі К-циклу і перший дефолт долара 1933 р. Другий дефолт долара 1971 р. і нафтова криза 1973-1975 рр. припали на спадаючу хвилю четвертого К-циклу. Нині ми перебуваємо на спадаючій хвилі п'ятого кондратьєвського циклу [3]. При цьому зауважимо, що пошук виходу з Великої депресії, наприклад, вдихнув життя у четвертий технологічний уклад: велике машинобудування, високотехнологічне будівництво, промислову енергетику. Наступна системна криза підштовхнула до розвитку п'ятого технологічного укладу: мікроелектроніку, комп'ютерну техніку, Інтернет, мобільний зв'язок.

Водночас зазначимо, що сучасна системна криза має більш фатальний і необоротний характер. Тому, аналізуючи цикли і технологічні уклади, доцільно враховувати існування не тільки коротких, середніх і довгих хвиль (відповідно до теорії М. Кондратьєва [4]), а й триваліших мега-хвиль циклів

світового панування (відповідно до теорії І. Валлерстайна [5]). На відміну від перших, такі цикли характеризуються боротьбою між двома великими державами за те, щоби стати спадкоємцем колишньої панівної держави шляхом перетворення на основний центр нагромадження капіталу.

Злети й падіння великих держав більшою або меншою мірою нагадують життєві цикли окремих підприємств: монополії тримаються досить довго, але врешті-решт їхнє становище підривається тими самими заходами, що вживаються для їх підтримки. Наступні за цим "банкрутства" є свого роду очисними механізмами, що звільняють від баласту економічну систему тих країн, чий динамізм виснажився, і наповнюють її "свіжими силами". Завдяки цьому основні структури такої системи залишаються незмінними. Кожна монополія державної влади якийсь час зберігається, але, як і у випадку з економічною монополією, її основи підриваються саме тими заходами, що вживаються для її підтримки.

За прогнозом І. Валлерстайна, період з 1990 до 2025-2050 рр. характеризуватиметься нестійким миром і хиткою стабільністю. Почасти причиною тому буде занепад Сполучених Штатів Америки як панівної держави світової системи. Але ще більшою мірою це відбудеться через кризу світової системи як такої¹.

Гегемонія у світової системі означає, що у світі є одна країна, геополітична позиція якої забезпечує стабільний соціальний розподіл влади. Такі періоди справжньої гегемонії, коли всерйоз не заперечувалася здатність панівної держави нав'язувати власну волю і свій "порядок" іншим провідним країнам, в історії сучасної світової системи були досить нетривалими. Прикладів тому лише три: Сполучені провінції (Голландія) у середині XVII, Сполучене Королівство (Великобританія) – у середині XIX і Сполучені Штати (Амери́ки) – у середині XX ст.

Якщо такі періоди закінчуються, тобто якщо колишня панівна держава знову стає просто однією з провідних країн поряд з іншими (навіть якщо протягом якогось періоду вона ще продовжує зберігати перевагу перед ними у військовому відношенні), то зміна, що відбулася, мабуть, супроводжується зниженням стабільності економічної системи країни. У цьому розумінні нинішній період, який настає після епохи гегемонії США,

¹ "У найближчі п'ять років ми би вступили у нову фазу "А" кондратьєвського циклу, заснованого на новому процесі монополізації провідних виробництв, сконцентрованих у нових центрах. Найбільш очевидним із цих центрів є Японія, другим – Західна Європа, а третім – Сполучені Штати (не виключено, що цей третій може виявитися найбільш слабким). Поряд із цим ми стали би свідками початку нового процесу боротьби за панування. У міру ослаблення позицій США повільно, але вірно почали б заявляти про свої претензії два їх потенційних спадкоємці. У нинішній ситуації ними могли б стати тільки Японія і Європейське Співтовариство. Дотримуючись аналогії двох попередніх переходів такого роду спадщини – Англії, що боролася з Францією за голландську спадщину, і Сполучених Штатів, які боролися з Німеччиною за спадщину Великобританії, – теоретично ми могли б розраховувати на те, що не відразу, але протягом наступних п'ятдесятьох-сімдесятьох п'яти років морська і повітряна держава – Японія перетворила б раніше пануючу державу – Сполучені Штати – у молодшого партнера і вступила б у боротьбу з наземною державою – Європейським Співтовариством» (Валлерстайн І. После либерализма: Пер. с англ. / Под ред. Б.Ю. Кагарлицкого. – М.: УРСС, 2003. – 256 с.)

по суті, нічим не відрізняється від того, який настав після закінчення британського панування у середині XIX або голландського у середині XVII ст.

З огляду на вищезазначене, механізми змін в економічному розвитку світової системи мають циклічний характер, при якому основну роль відіграють як К-цикли, так і цикли світового панування, що на даному етапі розвитку зумовлене ще й збігом у часі нових хвиль таких циклів, а це, у свою чергу, робить сучасну кризу не просто системною, а глобально-переутворювальною.

Піднесення, яке тривалий час характеризувало світову економіку, обрушилося, ринки економічно розвинутих країн виявилися насиченими, а потенціал внутрішнього розширення – вичерпаним. Відчувши цю тенденцію, великий капітал почав перетікати до спекулятивних сфер – на іпотечні та фондові ринки, де без великих зусиль зміг одержувати надвисокі прибутки. Почав зростати величезний віртуальний капітал, який у грошовому еквіваленті дедалі більше відривався від реальних активів. На початку кризи цей розрив перевищив співвідношення 10:1 [3]. Іпотечна криза, яка сягала своїм корінням у США, стала початком світової фінансової кризи, яка згодом трансформувалась у глобальну економічну.

Таким чином, можна стверджувати, що обидва процеси реорганізації – світової економіки виробництва (за теорією М. Кондратьєва) і світового розподілу державної влади (за теорією І. Валлерстайна) – вже розпочалися, причому розвиваються вони за "традиційною" схемою. Стан світової економіки зазнає великих зрушень саме тому, що у просторі та часі ці два цикли зійшлися саме на найнижчій стадії спадаючої хвилі – стадії депресії (рис.2).

Втім, цей процес може бути перерваний або спрямований в інше русло – з огляду на виникнення нових процесів або векторів розвитку. Тому постає проблема визначення нових джерел фінансування і пріоритетів економічної політики держави з метою

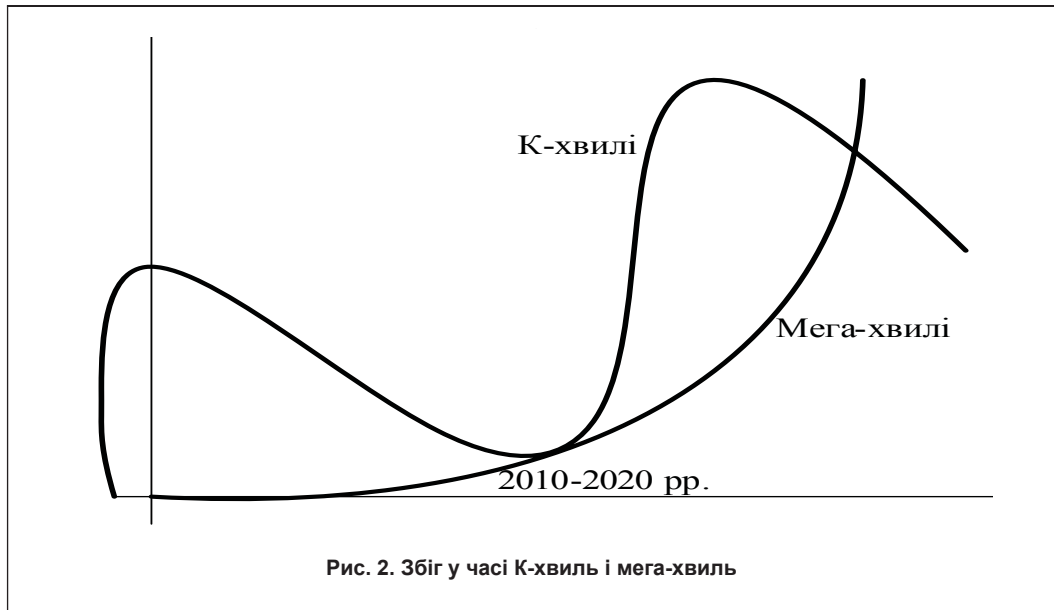


Рис. 2. Збіг у часі К-хвиль і мега-хвиль

виявлення механізмів для адаптації національної економіки до нових умов існування світової системи. Вирішувати цю проблему доцільно, насамперед, за рахунок перебудови світової валютно-фінансової системи, яка уже розпочалася з циклу зустрічей на рівні членів урядів “Великої двадцятки”. Але кожній державі окремо необхідно виробити власний шлях до стабілізації та свої умови його проходження.

Існуюча світова валютно-фінансова система, яка на попередньому етапі розвитку міжнародної економіки обслуговувала товарообмінні процеси, в умовах глобальної фінансово-економічної кризи виявилася неефективною, а в окремих випадках – і відверто безпомічною [2]. Не забезпечений реальними активами рух спекулятивного капіталу спочатку спричинив розігрів окремих сегментів фінансового ринку, що супроводжувалось інфляційними коливаннями. Після цього, як наслідок перегріву таких сегментів і “просідання” віртуального “мішура”, сталася фінансова криза, на що першим відреагував фондовий ринок. За українським фондовим ринком закріпився статус рекордсмена: у 2007 р. – за темпами зростання, у 2008 р. – за темпами падіння (за цей рік ін-

декс ПФТС втратив 74% своїх позицій, тобто знизився з 1160,34 до 301,42 пп., а за перші місяці 2009 р. – ще на 15,6%, тобто – з 301,52 до 290,63 пп.)

Зумовлено це було, насамперед, високим рівнем залучення короткострокових інвестицій нерезидентів, так званих “гарячих” грошей, які швидко розігрівають ринок, але так само миттєво залишають його. Іноземні покупці, чия ейфорія у 2007 р. спровокувала неадекватне подорожчання українських акцій, пішли з ринку, зафіксувавши свій прибуток. У результаті держава зіткнулася з проблемами недофінансованої економіки. Ситуація загострилася тим, що внаслідок падіння котирувань виводити кошти з ринку цінних паперів почали і вітчизняні інвестори, що, у свою чергу, ще більше поглибило кризу ліквідності.

Таким чином, незважаючи на докризові позитивні тенденції на фондовому ринку України (зростання обсягу торгів і відношення капіталізації до ВВП), сьогодні він є одним з найслабших елементів вітчизняної фінансової системи, що зумовлено не тільки наслідками глобальної фінансово-економічної кризи, а й інертністю розвитку та різноспрямованістю завдань, які він вирішує.

Для поживлення вітчизняного фондового ринку необхідно створити умови, щоб українські підприємства змогли залучити новий реальний (а не віртуальний або “приватизаційний”) капітал. Це є особливо актуальним тепер, коли ринок IPO у Європі та США завмер в очікуванні кращих часів, а потенціал розвитку вітчизняного ринку цінних паперів не тільки не вичерпано, але й не використано навіть на 10%. На попередніх етапах становлення фондового ринку України його організований сегмент виконував вузькі та специфічні функції – був одним із технічних засобів під час приватизації державних підприємств. Завдяки цьому в Україні виник первинний фондовий ринок, проте зі специфічними характеристиками, – він використовувався лише у приватизаційних процесах, тоді як первинне розміщення акцій там практично не відбувалося. Такий фондовий ринок не забезпечував підприємства реальними інвестиційними ресурсами. За сучасних умов функція перерозподілу прав власності поступово вичерпує своє початкове значення. Тому на сучасному етапі перед вітчизняним фондовим ринком необхідно поставити нові завдання, орієнтовані на вирішення проблеми забезпечення національної економіки фінансовими ресурсами в умовах їх глобальної нестачі.

Стабільно функціонуючий ринок цінних паперів є одним з чинників, який може допомогти промислового і фінансового секторам (саме вони є основними “потерпілими” в сучасному вимірі) національної економіки швидше адаптуватися до умов світової фінансово-економічної кризи, поліпшити інвестиційний клімат у країні, а також сприятиме залученню інвестиційного капіталу і його перерозподілу до сфер економіки, які найбільше потерпають від кризи. Фондовий ринок є важливим елементом мобілізації як іноземних інвестицій, так і вітчизняних заощаджень (які теж трансформуються в інвестиційні ресурси).

Для забезпечення ефективного функціонування ринку цінних паперів в сучасних

умовах існує проблема недостатнього рівня ринкової капіталізації підприємств реально-го сектора національної економіки, потенційно відкритої для інвестування. Саме це є підґрунтям для рішень світових аналітичних організацій (таких, наприклад, як Міжнародна фінансова корпорація – IFC) щодо належності вітчизняного фондового ринку до ринку типу “emerging markets” (високоризикових ринків). Фондові ринки, що належать до цієї категорії, різняться за правовою базою, рівнем капіталізації, оборотом, ліквідністю інструментів і за іншими характеристиками. Це є основою для їх подальшої класифікації на дві групи: інвестиційні ринки (investable markets) і “граничні” ринки (frontier markets), куди й відноситься фондовий ринок України [6]. Така оцінка рівня його розвитку міжнародними організаціями знижує інтерес потенційних інвесторів до вітчизняних об’єктів інвестування, що, у свою чергу, не сприяє надходженню до реального сектора національної економіки портфельних інвестицій (котрими, по суті, є гроші, залучені від продажу цінних паперів підприємствами), які мають істотну перевагу над іншими видами інвестування (наприклад, прямими іноземними інвестиціями), оскільки відповідні кошти надходять безпосередньо на об’єкти реальної економіки (що є виробниками 90% вітчизняного ВВП і 70% національного експорту [7]), а право розпоряджатися цими коштами, як і внутрішньою політикою цих суб’єктів господарської діяльності, залишається за їх власниками.

З огляду на це, першочерговими заходами щодо розвитку фондового ринку України мають стати підвищення якості ресурсної бази підприємств-емітентів, що позитивно позначиться на рівні їх потенційної ринкової капіталізації на національних і міжнародних фондових майданчиках. Для їх реалізації необхідно подолати депресію ресурсної бази національної економіки за рахунок послідовного реформування її балансової системи [8], що, у свою чергу, забезпечить підвищення інтересу потенційних інвесторів

до вітчизняного фондового ринку, а також зміцнити його конкурентоспроможні позиції на міжнародних фондових ринках в умовах сучасної фінансово-економічної кризи.

В економічній ситуації, що склалася в Україні, розвиток ринку цінних паперів, за допомогою якого можуть бути забезпечені умови для залучення інвестицій на підприємства, слід розглядати як один з реальних шляхів подолання кризового занепаду і спрямування значних фінансових ресурсів на розвиток промисловості. Іншими словами, фондовий ринок, як механізм переміщення коштів від інвесторів до емітентів, сприятиме ринковому перерозподілу капіталів і їх направленню до сфер пріоритетного використання.

Проте варто зазначити, що успішне функціонування фондового ринку передбачає наявність таких передумов як: свобода руху капіталу; забезпечення ліквідності цінних паперів; наявність розвинутої інфраструктури фондового ринку; чітка специфікація прав власності; інформаційна прозорість ринку; макроекономічна стабільність; високий рівень довіри до держави та її інституцій, а також між суб'єктами господарювання.

Лише за умови правового, організаційного й інституційного забезпечення цих передумов на вітчизняний ринок цінних паперів піде масовий внутрішній інвестор, що дозволить створити ліквідність та інвестиційну привабливість для іноземного інвестора. Але для цього необхідно реалізувати цілий комплекс заходів: посилити роль локальних інституційних інвесторів, завершивши пенсійну реформу; залучити на ринок кошти населення, зрівнявши оподаткування доходів від банківських вкладів і від операцій з цінними паперами; розвинути інтернет-трейдинг і скасувати ряд обмежень на валютному ринку, створивши умови для хеджування валютних ризиків для інвесторів-нерезидентів. Необхідно також реформувати українське корпоративне законодавство, у чому може допомогти новий Закон України "Про акціонерні товариства", який не тільки захистить

міноритаріїв, але й переведе усі цінні папери у бездокументарну форму.

Не менш важливим моментом є й реформування біржі ПФТС, яка акумулює до 90% операцій з цінними паперами в Україні. Необхідно найближчим часом запуснути ринок заявок та інтернет-трейдинг на ПФТС, розширити біржовий інструментарій, як мінімум, допустивши торгівлю деривативами. У Росії інтернет-трейдинг існує стільки, скільки й сама фондова біржа. Українській ПФТС уже понад десять років, але й дотепер практично не функціонує ринок заявок – працює лише ринок котирувань. Такі умови відсікають від біржі невеликих інвесторів. У фізичної особи є єдина можливість грати на біржі – укладаючи договір з брокером і надсилаючи йому заявки на купівлю-продаж цінних паперів у друкованому вигляді (у країні немає електронного документообігу) або купуючи цінні папери інвестиційних фондів.

Саме ці особливості функціонування біржі ПФТС зумовлюють той факт, що вона орієнтована тільки на великих іноземних інвесторів, які в нинішній кризовій ситуації в рамках світової економіки не інвестують у високоризикові ринки. У ПФТС немає ні розвинутої інфраструктури, ні можливості її створити на даному етапі, щоб дати доступ до біржової торгівлі широким верствам населення.

Довго така ситуація тривати не може. Або ПФТС має бути реформована, або на її місце прийде інша структура. Зокрема, на вітчизняний ринок виходить Українська біржа, яку створила РТС (Російська торгова система) спільно з найбільшими українськими операторами [9]. Росіяни обіцяють відразу запуснути ринок заявок та інтернет-трейдинг, тим самим підштовхуючи вітчизняні підприємства до активного залучення капіталу через біржу.

Таким чином, дієвий ринок цінних паперів має стати основою для забезпечення фінансової незалежності та самостійності національної економіки в умовах фінансового "голоду" світової економіки, оскільки є явні

переваги внутрішнього і зовнішнього інвестування через інструменти фондового ринку над іншими видами інвестування, і зокрема:

1. Переваги внутрішнього інвестування: на відміну від акумулювання й перерозподілу коштів через банківську систему, фондовий ринок повинен орієнтуватися на перерозподіл довгострокових і відносно дешевих фінансових ресурсів, що має зробити його альтернативним і більш конкурентоспроможним джерелом фінансування національної економіки;

2. Переваги іноземного інвестування: залучення іноземних інвестицій саме через фондовий ринок вбачається найпривабливішою формою іноземного інвестування, оскільки правила функціонування цього ринку забезпечують мобільність руху капіталів і ліквідність вкладів; за наявних нестабільних умов функціонування національної економіки ліквідність вкладів можна вважати одним із вирішальних факторів, які зможуть вплинути на поліпшення інвестиційної діяльності в Україні.

Отже, ліквідний і прозорий фондовий ринок повинен забезпечити реалізацію національних інтересів України в умовах світової фінансово-економічної кризи, а також сприяти підвищенню конкурентоспроможності національної економіки шляхом: акумулювання та перерозподілу інвестиційних ресурсів між різними галузями та підприємствами, що потерпають від кризи та потребують додаткового фінансування; формування коректної ринкової вартості підприємств; розробки і запровадження достовірних інформаційних індикаторів для інвесторів; моніторингу загального стану економіки для всіх суб'єктів господарювання; залучення додаткових коштів для покриття дефіциту державного й місцевих бюджетів.

Література

1. Двойних К. 2012 рік: інвестиція наприкінці цивілізації? // *Дзеркало тижня*. – 2009. – № 2 (730). – С. 8.

2. Данилишин Б. Путь к преодолению кризисных явлений – макроэкономическая стабильность и скоординированность действий // *Зеркало недели*. – 2008. – № 47 (726). – С. 4.

3. Зеуровський М. Болісне одужання через кризу // *Наука Національного технічного університету України "КПІ" – 2008 / За заг. ред. М. Ю. Ільченка*. – К.: ТОВ "ВД "ЕКМО", 2009. – С. 199–2005.

4. Кондратьев Н. Д. Большие циклы конъюнктуры и теория предвидения: Избр. тр. – М.: Экономика, 2002. – 784 с.

5. Wallerstein Immanuel. *The Three Instances of Hegemony in the History of the Capitalist World-Economy* // *The Politics of the World-Economy: The States, the Movements and the Civilizations*. – Cambridge: Cambridge University Press, 1984.

6. Гаршина О. К., Волошина Е. А. Развивающиеся фондовые рынки: сущность и рейтинги // *Актуальні проблеми економіки*. – 2006. – № 12 (66). – С. 22–30.

7. Статистичний щорічник України за 2007 рік. *Держкомстат України / За ред. О. Г. Осаулєнка; відп. за вип. П. П. Забродський*. – К.: Видавництво "Консультант", 2008. – 572 с.

8. Дергачова В. В. Міжнародна конкурентоспроможність національної економіки в контексті забезпечення економічного зростання. *Монографія*. – Донецьк: ДДЕУТ, 2006. – 392 с.

9. Шпола С., Сыченко Е. Паралич фондового казино // *Експерт*. – 2008. – № 40 (183). – С. 16–22.