

УДК 330.322(477)

*Терещенко Г.М., Науково-дослідний фінансовий інститут
при Міністерстві фінансів України*

ІНВЕСТИЦІЙНА КРИЗА ТА ПРОБЛЕМИ НАКОПИЧЕННЯ ГРОШОВОГО КАПІТАЛУ В ЕКОНОМІЦІ УКРАЇНИ

В статті розглянуто причини зменшення накопичення капіталу в Україні. Зазначено пропозиції щодо поліпшення ситуації на фінансовому ринку та забезпечення підприємств капіталовкладеннями.

Ключові слова: інвестиційна криза, грошовий капітал, ринок цінних паперів.

Головним наслідком та причиною фінансової кризи в нашій країні став спад виробництва. Промисловий спад веде до скорочення доходів підприємств, тоді як загальна маса витрат та зобов'язань по фінансуванню визначених обсягів виробництва зберігається головним чином на тому самому рівні. Такий процес зумовлений стагфляцією. Стагфляція – це стан економіки держави, який характеризується застоєм (депресією) у виробництві, торгівлі та інших галузях економіки при одночасному розвитку інфляційних процесів [1].

Перехід в умовах ринкової трансформації підприємств на самофінансування призвів до зниження виробничих інвестицій. Накопичені грошові кошти використовувалися і зараз використовуються не за цільовим призначенням. Відбувається маніпулювання безготівковими та готівковими коштами, виробничі площі здаються в оренду, а кошти від неї також використовуються не на розвиток виробництва, а, здебільшого, на особисте збагачення менеджменту підприємств. Все це призвело сьогодні до того, що передові підприємства, які акціонувалися, перетворилися на банкрутів.¹

Відсутність теоретичного обґрунтування принципів та механізму самофінансування в перехідній економіці перетворила цей процес в некерований, внаслідок чого постійно зростають неплатежі, формується заборгованість, збанкрутілі підприємства продовжують функціонувати. Таким чином, економіка України опинилася в затовпій ситуації: відсутність коштів веде до призупинення виробництва, а спад обсягів виробництва зменшує фінансові надходження. Гостро стоїть проблема самофінансування виробництва. На наш погляд, необхідно проаналізувати способи вирішення зазначених проблем, спираючись на досвід інших країн, що дозволять розкрити хоча б теоретико-методичні підходи.

Розвинуті країни мають великий досвід в організації самофінансування підприємств. Розширення виробництва на підприємстві відбувається на основі власних фінансових джерел накопичення, перш за все, за рахунок амортизаційних відрахувань. Однак, треба б'єктивно визнати, що підприємство не може повністю покладатися тільки на власні накопичення у вигляді прибутку та амортизації. Фінансування виробничих інвестицій тісно пов'язано з використанням банківського кредиту та емісією цінних паперів.

¹ До цього призвела і концепція приватизації державних підприємств, згідно з якою нерентабельні підприємства повинні підлягати приватизації.

Зазначимо, що доход підприємств залежить, головним чином, від конкурентоспроможності продукції, що випускається. Підвищення конкурентоспроможності продукції можливе тільки шляхом збільшення капіталовкладень. Тому підприємства не можуть розвиватися незалежно від банківського кредиту і ринку цінних паперів. Вільні інвестиційні ресурси підприємства вкладають в кредитно-фінансові інститути для того, щоб отримувати прибуток з капіталу у вигляді процентів або дивідендів. Внаслідок цього відбувається нагромадження грошового капіталу через фінансово-кредитну систему та фондовий ринок в фінансово-кредитних та інвестиційних організаціях.

Ефективний розвиток самофінансування в умовах ринку передбачає використання залучених коштів. Нагромадження грошового капіталу знаходиться у прямій залежності від величини прибутку у промисловості. Це зумовлено тим, що більша частина довгострокових кредитів іде на фінансування виробничих інвестицій.

Головна роль в процесі становлення світового ринку належить накопиченню капіталу. Фінансово-кредитна система країн Західної Європи акумулювала більшу частину накопиченого грошового капіталу, що призвело до зниження процентної ставки. Низька процентна ставка сприяла розвитку промисловості та збільшенню виробництва товарів та послуг. Завдяки цьому підприємства одержали стабільні доходи, що дозволило їм функціонувати в умовах самофінансування, а у фінансово-кредитних установах відбувалося нагромадження капіталу.

В Україні сьогодні значна частина нагромаджених фінансових ресурсів підприємств не використовується на розвиток виробництва. Банківська система України розвивається незалежно від промисловості, тому що основну частину доходів банки отримують на грошовому ринку. До того ж, криза банківської системи України не дозволяє банкам повноцінно функціонувати на фондовому ринку. І сам фондовий ринок не виконує покладених на нього функцій: мобілізації капіталу та переливу цього капіталу з однієї галузі в іншу, залучення інвестицій у виробництво. Сьогоднішній фондовий ринок України займається обслуговуванням приватизаційних процесів і головна його функція – це залучення коштів до Державного бюджету. Не спрацьовує ринковий механізм попиту і пропозиції на ринку цінних паперів, а лише відбувається механічний перерозподіл державної власності між олігархічними групами.

Варто зауважити, що зменшення накопичення капіталу відбувається і внаслідок вивозу його за кордон. Це призводить до негативних наслідків для формування ринку капіталів в Україні. У зв'язку з цим знижується конкурентоспроможність промислової продукції, через що зменшуються надходження грошових коштів підприємствам. В цих умовах найкращим є зростання виробничих інвестицій, яке передбачає збільшення довгострокових кредитів з боку комерційних банків, а з боку підприємств – випуск цінних паперів, таких як облігації підприємств та емісії акцій.

Емісія акцій є важливою функцією процесу залучення інвестицій. Також треба зазначити, що іноземні інвестиції не стануть вирішальними у поживленні економіки, ці фінансові ресурси слід шукати в Україні. Але зараз існує ряд проблем, які роблять попит на акції майже нульовим з боку населення. До цих проблем слід віднести: невивплату дивідендів власникам акцій; відсутність контролю з боку акціонерів над управлінням акціонерним підприємством, низький рівень платоспроможності населення. Численні факти свідчать, що голови та члени правління акціонерних товариств зосередили головну свою діяльність не на організації виробничої та інвестиційної діяльності, а на посередницькій і орендній діяльності. Тому механізм ринку цінних паперів не спрацьовує. Гостро стоїть проблема захисту інвесторів, яка може бути вирішена шляхом створення державної та напівдержавної системи захисту інвесторів в цінні папери від втрат. Першочерговим завданням держави є заохочення населення до інвестування економіки країни, а для цього необхідно повернути довіру до себе шляхом гарантування захисту прав інвесторів.

Досвід розвинутих країн свідчить, що заощаджені кошти домашніх господарств несуть в собі величезний інвестиційний потенціал. Сьогодні в світі акціонерні товариства – це домінуючий вид серед інших видів підприємств, таких як командитні товариства, товариства з обмеженою відповідальністю та інші. Особливість акціонерного товариства полягає у тому, що воно створює умови для перетворення недіючого капіталу в функціонуючий, а власника вільного капіталу – у володаря акцій, тобто володаря частини капіталу акціонерного товариства.

Одна з особливостей економіки США – висока питома вага населення у володінні акціями. Це характерно для усіх англосаксонських держав, але для США – в першу чергу. За період з 1975 по 1990 р. загальна кількість акціонерів збільшилася з 25 до 51 млн., однак частка приватних власників в акціонерному капіталі знизилася з 70 % в 1975 р. до 50 % в 1992 р. (табл. 1).

Одночасно збільшилася частка інституційних інвесторів (інвестиційних компаній, пенсійних фондів і страхових компаній) – з 30 до 50 % [2]. Збільшення загальної кількості акціонерів пов'язане зі зростанням частки інституційних інвесторів, в їх число входять акціонери взаємних фондів, кількість яких за цей період зросла майже втричі. Найбільше зростання характерне для взаємних і пенсійних фондів.

В 1954 та 1959 рр. NYSE¹ провела дослідження з метою вивчення питання про те, що люди думають про володіння акціями. Не дивлячись на зміни умов, вірогідно, що багато з тих, хто купує і держить звичайні акції, керуються тими самими причинами, що й 30 років тому: довгостроковий приріст капіталу, дивіденди і надійний захист від інфляції.

Таблиця 1

Власники акціонерного капіталу в США*

	Роки	
	1975	1992
Курсова вартість акцій, трлн. дол.	0,85	5,13
Частка, %		
Населення	70,5	49,4
Юридичні особи,	29,5	50,6
у тому числі:		
приватні пенсійні фонди	12,7	20,5
взаємні фонди	4,0	9,1
державні пенсійні фонди	2,9	9,1
іноземні інвестори	4,2	6,4
компанії страхування життя	3,2	2,4
інші страхові компанії	1,7	2,5
Інші	0,9	0,6

* Market 2000. An Examination of Current Equity Market Development. SEC, Washington, 1994, exhibit 1.

Таблиця 2

Структура ліквідних активів населення*

	Роки		
	1970	1980	1992
Всього млрд. дол.,	1453	3115	8164
З них, %:			
депозити в банках	37,4	48,6	35,4
акції корпорацій	47,0	35,7	31,1
облігації федерального уряду	6,9	7,7	11,0
акції взаємних фондів	3,1	1,7	8,0
муниципальні облігації	3,2	3,3	7,3
взаємні фонди державного ринку	-	2,1	5,7
облігації корпорацій	2,3	1,0	1,6

* Market 2000. An Examination of Current Equity Market Development. SEC, Washington, 1994, exhibit 2.

Норма прибутку на рівнозначений портфель усіх акцій, що зареєстровані на NYSE, якими володіли з 1925 по 1976 р., склала 9,0 % в середньому на рік. В той час норма прибутку на довгострокові державні цінні папери складала 3,4 % на рік [3].

¹ New York Stock Exchange – Нью-Йоркська фондова біржа.

Таблиця 3

Фінансові і матеріальні активи: середні щорічні норми доходу (станом на 1 червня 1991 р.)*

	Норма %, місце			
	20 років	10 років	5 років	1 рік
Картини	12,32 (1)	15,84 (2)	23,36 (1)	6,53 (5)
Акції	11,65 (2)	16,03 (1)	13,33 (3)	11,77 (3)
Китайський фарфор	11,59 (3)	8,07 (5)	15,12 (2)	3,64 (8)
Золото	11,50 (4)	-2,89 (12)	0,98 (12)	-0,73 (12)
Діаманти	10,46 (5)	6,38 (6)	10,23 (4)	0,00 (11)
Поштові марки	10,03 (6)	-0,73 (10)	-2,43 (13)	-7,67 (13)
Облігації	9,35 (7)	15,15 (3)	9,66 (5)	13,20 (2)
Нафта	8,85 (8)	-5,92 (13)	8,50 (6)	20,66 (1)
Казначейські векселі	8,62 (9)	8,79 (4)	7,02 (7)	7,13 (4)
Житло	7,27 (10)	4,37 (7)	4,55 (9)	4,70 (7)
Індекс цін на споживацькі товари	6,29 (11)	4,30 (8)	4,52 (10)	5,04 (6)
Земля США, що обробляється	6,25 (12)	-1,81 (11)	1,28 (11)	2,10 (9)
Срібло	4,99 (13)	-9,27 (14)	-4,80 (14)	-18,87 (14)
Іноземна валюта	4,49 (14)	3,61 (9)	5,44 (8)	0,24 (10)

*За даними: нафта – Міністерства енергетики США; поштові марки США – “Scott, Inc.”; китайський фарфор і картини старих майстрів – “Sotheby’s”, діаманти – реєстру діамантів; житло – Національної асоціації агентів з продажу нерухомості.

Лише деякі види інвестицій наближаються до звичайних акцій по легкості інвестування та ліквідності. Для більшої частини цінних паперів, за якими здійснюються публічні угоди, легко доступна точна інформація про поточні ціни. Незважаючи на те, що не можна дати ніяких цінних гарантій, здатність легко перевести інвестиції в готівкові кошти показує такий ступінь ліквідності, який не зустрічається ні при якому іншому виді інвестування. Власники предметів мистецтва, нерухомості або інших інвестицій іноді вимушені вичікувати місяці, а іноді й роки реалізації за підходящою ціною.

В середині 1990 р. дослідження питання володіння акціями провела NYSE. Відповідно до цього дослідження приблизно 51 млн. американців володіли акціями публічних акціонерних компаній або акціонерних інвестиційних фондів відкритого типу – кожний четвертий дорослий американець. Якщо рахувати непрямі власників акцій, наприклад, учасників пенсійних фондів, їх кількість буде значно вищою [4].

Середній дохід домашніх господарств власників акцій складав 43800 дол., а середній портфель акцій – 11400 дол. [5]. Це говорить про те, що середній власник акцій не є фінансовим гігантом, хоча його становище й краще, ніж у середнього американця.

Вивчаючи досвід інших розвинутих країн, зокрема, країн Європи, ми бачимо загальну тенденцію до зростання кількості акціонерів. Наприклад, загальна кількість акціонерів Великобританії збільшилась з 3 млн. в 1980 р. до 10 млн. в 1993 р., що складає приблизно 22% дорослого населення країни [6].

Головна причина зростання кількості індивідуальних акціонерів – приватизація державних компаній, що проводилася кабінетом М. Тетчер. У 80-ті роки були

приватизовані “Брітіш Телеком”, “Брітіш Гес”, “Брітіш Петролеум”, “Брітіш Ейруейз”, “Роллс Ройс”, “Брітіш Стіл” та інші компанії.

У Франції також завдяки програмі приватизації кількість інвесторів в акції зросла з 1,7 млн. в 1978 р. до 10 млн. в 1992 р. [2]. Фондовий ринок Франції не має таких масштабів, як в США та Великобританії, що пов'язано з правами акціонерів і роллю інвестування за рахунок випуску акцій. Сюди ж можна віднести фондові ринки Німеччини та Японії. Особливістю фондового ринку Німеччини залишається значний розрив між обсягом пайових та боргових цінних паперів з переважанням останніх. Традиційно у порівнянні з англосаксонськими країнами в Німеччині за рахунок випуску акцій фінансувалась низька частка капіталовкладень. Причина такого явища – особлива роль банків в економіці країни: вони задовольняють більшу частину потреб великих підприємств у довгостроковому капіталі. Крім цього, в Німеччині існує значно більше обмежень на придбання контрольних пакетів акцій. Акції знаходяться в руках стабільних інвесторів. Тільки 6% населення володіють акціями. Незначний і ринок облігацій акціонерних товариств.

Структура акціонерної власності в Німеччині характеризується переважанням великих інституційних власників. Схожа структура акціонерної власності й у Японії, з перевагою інституційних інвесторів.

Можна виділити дві головні моделі функціонування економіки та організації ринку цінних паперів. Одна з них передбачає панування на ринку комерційних банків (Німеччина, Франція, Японія), інша – активну роль як банківських установ, так і небанківських фінансово-кредитних інститутів (Великобританія, США). Тобто в першому випадку перевага надається фінансуванню

підприємств за рахунок банківського кредитування, в другому – за рахунок емісії цінних паперів.

Таблиця 4

Питома вага окремих категорій інвесторів в акціонерному капіталі Германії в 1989 р., % *

Категорії інвесторів	Питома вага інвестора в акціонерному капіталі
Фізичні особи	19,4
Компанії	39,3
Банки й інвестиційні фонди	11,4
Страхові компанії	2,7
Держава	7,1
Іноземні інвестори	20,0

*The Guide to Equity Markets 1993. – L., 1993. – P. 178.

Таким чином, і ринок цінних паперів, і банки (як кредитні установи і як учасники ринку цінних паперів) являють собою ефективний механізм функціонування ринкової економіки, інструмент мобілізації фінансових ресурсів та заощаджень населення, оптимального перерозподілу коштів, підвищення активності людини як реального власника.

Україна ж на сьогоднішній день не має розвинутої банківської системи, а фондовий ринок не виконує свої функції. Банки, як вже зазначалося вище, більшу частину своїх доходів отримують на грошовому ринку і не виконують головних функцій по мобілізації вільних грошових коштів і кредитування виробничих інвестицій.

Щодо фондового ринку, то, на наш погляд, до його появи Україна підійшла абсолютно непередготовлено ні з точки зору кадрового складу професійних учасників ринку, ні з точки зору знань і розуміння суті тих процесів, які відбуваються на фондовому ринку. Але що виявилось особливо неприпустимим і викликало найбільш негативні наслідки для процесу формування ринку цінних паперів, так це некомпетентність у питаннях ринку цінних паперів більшості чиновників і політиків всіх рівнів. Як результат – недосконала законодавча база для функціонування ринку цінних паперів.

Виходячи з досвіду розвинутих країн, можна зазначити наступні шляхи поліпшення ситуації на фінансовому ринку та забезпечення підприємств капіталовкладеннями:

- визначення ролі держави як головного інституту по формуванню умов розподілу та відтворення фінансових ресурсів, реалізації прав власності та дотримання їх;
- вдосконалення законодавчої бази, а також визначення банкрутства підприємств як економічного механізму граничної доходності акцій;
- реалізація прав власників, приватних інвесторів щодо участі в управлінні підприємством і, насамперед, в отриманні доходу;
- реалізація принципу відкритості інформації та прозорості приватизаційних та інвестиційних процесів;
- переорієнтація фондового ринку з першочергового обслуговування фінансових потреб держави та перерозподілу великих пакетів акцій на виконання своєї головної функції – використання вільних грошових коштів на відтворення основного капіталу та подальший розвиток виробництва в Україні.

Таблиця 5

Структура акціонерного капіталу Японії за видами власників, (%)*

	Роки	
	1970	1993
Фінансові установи	30,9	43,8
Банки	-	16,0
Довірчі банки	-	10,1
Інвестиційні трасти	-	3,0
Пенсійні трасти	-	1,4
Компанії страхування життя	-	12,7
Компанії спільного страхування	-	3,8
Інші фінансові установи	-	1,2
Нефінансові корпорації	23,1	23,9
Брокерсько-дилерські фірми	1,2	1,3
Громадяни	39,9	23,7
Іноземні інвестори	3,2	6,7
Інші	0,3	0,6

- The Guide World Equity Markets 1992 Euromoney Books. – L., 1993. – P. 274;
- Securities Market in Japan 1996. Tokyo, 1996.

Список літератури

1. Золотогоров В.Г. Энциклопедический словарь по экономике. – Минск: Полюмя, 1997.
2. Рубцов Б.Б. Зарубежные фондовые рынки. – М.: ИНФРА-М, 1996.
3. Lawrence Fisher and James H. Lorie, A Half Century of Returns on Stocks and Bonds (University of Chicago Graduate School of Business, 1977). – P. 1.
4. NYSE Fact Book, 1991. – P. 64-66.
5. Тьюлз Р.Д., Бредли Э.С., Тьюлз Т.М. Фондовый рынок. – М.: ИНФРА-М, 1999.
6. London Stock Exchange Fact Book, 1995. – P. 36.

Summary

The article underlines the reasons of the capital accumulation decreasing in Ukraine. The offers concerning the improvement of the situation at the financial market of Ukraine are made.