

Роман БЕРЕЗЮК, Петро СЕМ'ЯНЧУК

МЕХАНІЗМИ РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ У СТРАХУВАННІ РИЗИКІВ ІННОВАЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ ВІТЧИЗНЯНИХ ФІРМ

Обґрунтовано напрямки і способи побудови в Україні "економіки знань" на основі інтелектуалізації праці. Проаналізовано функціонування вітчизняного ринку цінних паперів і визначено механізми його впливу на формування в нашій державі ринково-комунікаційної моделі інноваційного розвитку.

Світова спільнота увійшла у третє тисячоліття, вирішуючи проблеми трансформації "традиційної економіки" у "нову економіку". Саме на цій основі прискореними темпами змінюються якості і контури світового господарювання й міжнародних та суспільних відносин. Україна не має бути осторонь сучасних глобалізаційно-інтеграційних процесів. Саме тому реалізація стратегічної моделі інноваційно-інвестиційного розвитку є основним та першочерговим завданням вітчизняної економіки.

Не випадково ця проблема стала предметом дослідження вітчизняних та зарубіжних учених.

Її вирішення може відбутися як шляхом поступових, еволюційних перетворень, так і на основі швидких та радикальних реформ. Еволюційний напрямок, незважаючи на його зваженість та низький рівень ризикованості, є неприйнятним для вітчизняної економіки з огляду на такі обставини:

- по-перше, технологічна структура економіки України тільки на 5% відповідає вимогам господарювання сучасного постіндустріального суспільства [20, 217], а подальші зволікання при випереджальному розвитку світових лідерів поглиблюватимуть розрив, відкидаючи вітчизняну економіку на узбіччя світової цивілізації;
- по-друге, зношеність основного капіталу в середньому по Україні становить 60%. а в окремих галузях вона наближається до 100% [20, 222], що також потребує радикальних та швидких дій;
- по-третє, економіка України характеризується одним з найвищих рівнів енергоємності й матеріаломісткості при швидких темпах зростання цін на матеріальні ресурси. Кошти, отримані у результаті економії використання цих ресурсів, могли би вже зараз спрямовуватись на власні наукові розробки й залучення новітніх результатів світового прогресу;
- по-четверте, зростання обсягів імпорту, здебільшого готової продукції, з одночасним нарощуванням експорту сировини дедалі більше перетворює Україну на ресурсну базу високорозвинених країн;
- по-п'яте, масові "відпливи мізків" у доволі короткий час можуть завдати нищівного удару по інтелектуальній безпеці України. Змінювати ситуацію необхідно вже сьогодні.

Отже, єдино прийнятними для вітчизняної економіки є радикально-докорінні заходи, які, ґрунтуючись на *технологічній формі інновацій*, дають змогу окреслити стратегічний напрямок побудови "нової економіки" й водночас отримати низку переваг, зокрема:

- оптимізувати пропорції виробничих факторів з метою мінімізації дії закону спадної віддачі ресурсів;
- модернізувати виробничі потужності і підвищити продуктивність праці;
- винайти та впровадити енергозберігаючі технології й заміники рідкісних природних ресурсів;
- підвищити якість та розширити асортимент продукції;
- забезпечити покращення умов праці персоналу;
- зменшити шкідливі викиди в атмосферу.

Варто зазначити, що технологічна інновація мірилом своєї реалізації повинна мати *інноваційну працю*, яку ми розуміємо як комплекс взаємопов'язаних між собою науково обґрунтованих заходів, що ставлять за мету розробку та безперервне генерування нововведень на всіх етапах і в усіх сферах суспільного виробництва. Остання ж передбачає радикалізацію змін у змісті праці, що відображається у процесі інтелектуалізації праці, тобто у безперервному вдосконаленні навичок та здібностей персоналу, підвищенні якісних характеристик засобів і предметів праці, використанні творчого підходу до організаційних, виробничих та маркетингових процесів. Інтелектуалізована праця завдяки процесам креативізації, сайнтифікації і підвищення кваліфікації, що поетапно взаємоперетворюються та підсилюють одна одну, створюючи безперервний ланцюг "фактор-процес-результат", зумовлює виникнення, застосування й масове поширення технологічних новинок, а також підвищення ефективності використання залучених ресурсів, покращення умов праці та створення інноваційної продукції.

Наголосимо, що традиційна модель впровадження досягнень НТП, яка вирізнялась лінійно-послідовним характером, не в змозі сприяти радикально-докорінному науково-технічному оновленню виробництва, тому що вона не відповідає вимогам постіндустріального суспільства. Потрібна нова ринково-комунікаційна модель інноваційного розвитку вітчизняної економіки (рис. 1), яка базувалася би на єдності генерування, апробації та комерціалізації технологічних новинок.

Так, основна функція креейтера полягає у розробці ідей та їхня апробації. Власне кажучи, креативну та сайнтифікаційну функції виконує креейтер. Основна ж роль провайдера полягає у піонерному практичному застосуванні новинок. Таким чином, креейтер і провайдер виступають новаторами господарської діяльності, оскільки саме вони вносять та реалізують технологічні інновації у формі прогресивних ідей, принципів, методів і засобів різних типів та видів. Імітатори під'єднуються до цього процесу залежно від успішності інноваційного проекту, надаючи йому широкого визнання та створення можливості для масового впровадження.

В Україні цей ланцюжок розірваний, тому що провайдери реально застосовують до 10% продукції креейтерів, побоюючись ризику, адже будь-яке нововведення характеризується високим рівнем невизначеності. Креейтери ж, позбавлені джерел фінансування, згортають свою діяльність, емігруючи за кордон, або ж вдаються до інших видів господарювання. Отже, розкручується спіраль у бік деінтелектуалізації праці, деінтенсифікації виробництва й економічного регресу, водночас посилюючи імпорتنу квоту постачальників морально застарілої техніки й технології та збільшуючи розрив між Україною і високорозвиненими країнами. Імітатори ж, за відсутності креейтерів та провайдерів автоматично трансформуються у рядових бізнесменів. Крім цього, всі намагання розробити і втілити оптимальну

модель Національної інноваційної системи не приділяли належної уваги одній винятково важливій деталі, а саме ринку цінних паперів, який міг би створити міцне фінансове підґрунтя для інтелектуального прориву України.

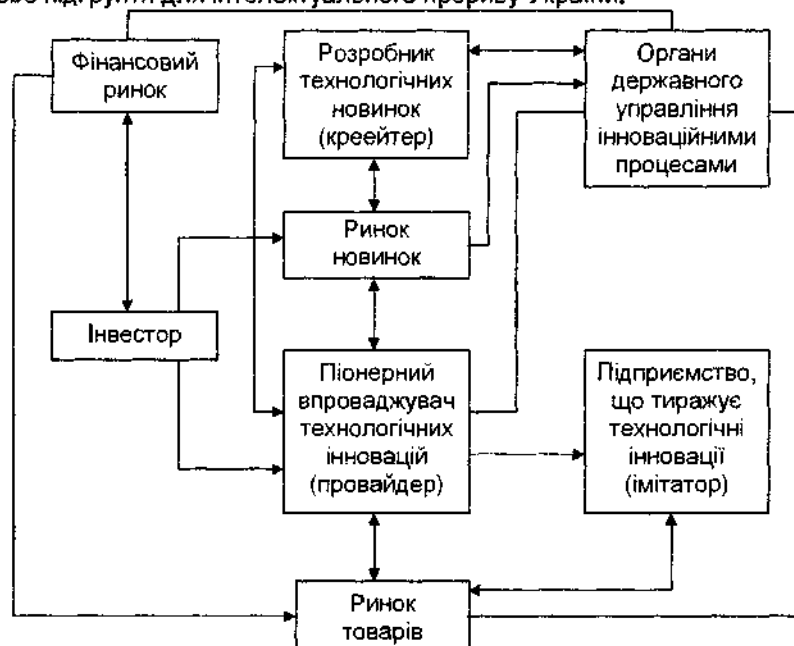


Рис. 1. Ринково-комунікаційна модель інноваційного розвитку вітчизняної економіки [2, 106]

Щоб забезпечити перехід до інвестиційно-інноваційного розвитку та досягти рівня "нової економіки" в Україні, потрібно здійснити фундаментальну структурну перебудову активної частини основного капіталу, оскільки вона не відповідає викликам технічного і технологічного розвитку XXI ст. Для реалізації цієї мети потрібні колосальні кошти. Банківські установи не зможуть здійснити обслуговування суб'єктів господарювання у повному обсязі, адже одержати в українському банку великий довгостроковий кредит практично неможливо (максимальна сума фінансування – 50 млн. грн. [26, 24]). Слід зважати й на те, що життєвий цикл технологічної інновації з моменту зародження ідеї до масового впровадження може бути тривалим і ризиковим. Саме тому оптимальний шлях залучення коштів – це ефективно діючий ринок цінних паперів як джерело довгострокових (облігації) та безстрокових (акції) інвестицій.

Оновлення технічної і технологічної баз та якісне покращення на цій основі результатів виробництва детермінуватиме зростання прибутків фірм завдяки інтелектуальній (інноваційній) ренті (R_{in}). Адже переваги, отримані в результаті практичного застосування технологічних новинок, зумовлюватимуть збільшення як товарних потоків, так і грошових надходжень. Інакше кажучи, виникатиме надлишок чистого прибутку фірми-інноватора ($NP_{es(i)}$) над нормальним прибутком підприємств цієї галузі (NmP_s):

$$R_{in} = NP_{es(i)} - NmP_s, \quad (1)$$

Отримуючи інтелектуальну ренту, компанія стає привабливою для інвесторів, у результаті чого відбувається розширення виробництва. До того ж, інші підприємства цієї галузі також масово впроваджують технологічні новинки, таким чином самим збільшуючи попит на продукцію креейтерів, провайдерів та імітаторів. Отже,

останні отримують інтелектуальну ренту, але переливання капіталу й нарощування пропозиції високоякісних товарів зрівнюють нормальний прибуток цієї галузі з чистим прибутком від кожного підприємства, зводячи через це отриманий інноваційний гешефт до нуля. Отже, зникає інтелектуальна рента і в суб'єктів ринково-комунікаційної моделі. Інакше кажучи, цей надприбуток є тимчасовим та нетривким, як і сама інновація. Саме тому, технологічна форма інновацій має характеризуватись безперервним прогресом, не даючи змоги інтелектуальній ренті нівелюватись, а інноваціям – перетворюватись на традиції. Адже наявність надприбутків сприятиме підвищенню дохідності цінних паперів учасників інноваційного процесу та підвищуватиме попит на них. Надалі поступово активізовуватиметься вітчизняний ринок цінних паперів з одночасною інтелектуалізацією виробництва й підвищенням конкурентоспроможності національної економіки, в результаті чого відбудеться органічна, а не формальна інтеграція України у світове співтовариство.

Проблематика функціонування та реорганізації ринку цінних паперів в умовах економічної нестабільності й підвищеної ризикованості доволі глибоко розкрита у працях О. Елдера, Н. Калдора, Дж. М. Кейнса, А. Кофмана, З. Луцишин, М. Назарчука, Л. Примостки, С. Радзімовської, Дж. Сороса, О. Сохацької, А. Фельдмана, Дж. Хікса, Ф. Хорна, Л. Червоної, В. Шапрана, Ф. Шварца та ін.

Зокрема, О. Сохацька стверджує: "В Україні досі не створена біржа, яка відповідала б своїй ролі регулятора стихійних процесів ціноутворення базових активів, а жодна із функціонуючих в Україні бірж не відповідає за своєю суттю класичному поняттю біржі ні в економічному, ні в організаційному аспектах... а біржова лихоманка відбувається на неіснуючому ринку" [21, 43–49]. Ціла низка негативних явищ на зразок вітчизняної біржової кризи 1996 р., припинення діяльності Національної асоціації бірж України у 2006 р., постійний процес реорганізації цих структур (понад 40% вітчизняних бірж зовсім не функціонують) та ін. істотно гальмують формування й розвиток класичного ринку строкових контрактів (форвардних, ф'ючерсних, опціонних), який за умов економічної та політичної дестабілізації дає змогу мінімізувати фінансові ризики шляхом хеджування. Слід зазначити, що за класифікацією міжнародного рейтингового агентства "Standard & Poor's", фондовий ринок України належить до групи Frontier 1 (граничний ринок), який за рівнем капіталізації займає перше місце, випереджаючи Румунію, Хорватію, Литву, Словенію, Болгарію, Словаччину, Естонію і Латвію. Крім цього, вперше чотири українські підприємства внесено до переліку 50 найбільших за капіталізацією підприємств групи Frontier (BAT "Укрнафта" – 6 місце, BAT "Нижньодніпровський трубопрокатний завод" – 36 місце, BAT "Укртелеком" – 47 місце, BAT "Маріупольський металургійний комбінат ім. Ілліча" – 50 місце) [21, 213]. Однак попри вказаний позитив у прогнозованому періоді розвитку вітчизняного ринку цінних паперів на період 2007–2011 рр. зберігатиметься колосальна дистанція між організованим ринком цінних паперів України й фондовими ринками Росії та Польщі, а також виявлятиметься істотне відставання від Румунії і Болгарії. Невеликі обсяги біржових торгів (їхня частка у структурі вітчизняного ринку цінних паперів становить всього 6,5%, а співвідношення укладених угод "біржа – позабіржовий ринок" становить – 1:14,3) на фоні прискореної фінансової глобалізації, на думку Л. Червоної, "...створюватимуть загрозу його поглинання зарубіжними фондовими майданчиками, перш за все, Варшавською фондовою біржею, яка вже зараз виявляє експансіоністські наміри на ринку цінних паперів України" [24, 30]. Подібна загроза існує також з боку іншого фінансового центру Східної Європи – Москви, основні показники якого (капіталізація ринку акцій, середньомісячний обсяг торгів акціями, обсяг проведених первинних публічних розміщень акцій – IPO) перевищують вітчизняні аналоги в десятки разів. Саме з цієї

причини згідно з глобальним індексом конкурентоспроможності за статтею "Вдосконалення фінансового ринку" Україна займає 85 позицію серед 131 країни світу, залишаючись позаду таких молодоринкових систем, як Естонія, Латвія, Литва, Словаччина, Словенія, Чорногорія, Хорватія, Польща, Боснія та Герцеговина, Румунія, Македонія, Казахстан і Грузія, таким чином перебуваючи на переході від 1-го до 2-го етапу розвитку серед трьох можливих [22, 498–507].

Ось чому швидке та якісне формування вітчизняного ринку цінних паперів на шляху фінансової й інтелектуальної євроінтеграції України слід розглядати в таких площинах:

- по-перше, розвинути ринок похідних фінансових інструментів шляхом побудови національної моделі хеджування новаційних ризиків;
- по-друге, вдосконалити ринок акцій, спрямувавши його в русло пріоритетних галузей для світового співтовариства загалом і для України зокрема;
- по-третє, активізувати ринок державних і корпоративних облігацій;
- по-четверте, створити сприятливе законодавче поле й ефективно діючу інституційну базу на основі досвіду передових економік.

Так, щодо побудови національної моделі хеджування новаційних ризиків слід зазначити, що інтелектуалізація праці як фактор, процес чи результат завжди характеризується певним рівнем новизни, яка тягне за собою певний ступінь невідомості й ризикованості, а саме:

- невпровадження ідеї, винаходу (креейтер);
- недосконалість проекту (креейтер);
- одночасне впровадження цієї ідеї іншим економічним агентом (провайдер);
- виникнення ускладнень під час науково-дослідних розробок, практичного застосування й освоєння новинок (креейтер, провайдер, фірма-імітатор, венчурне підприємство);
- порушення й затягнення строків науково-дослідних розробок, поставок та експлуатації нововведень (креейтер, провайдер, імітатор);
- неочікувані зміни цін на цю новацію (імітатор); прикладом може стати перша біржова криза 1637 р. у Голландії, що відома як "тюльпаноманія" [8, 19];
- нездатність освоїти залучений капітал і реалізувати власні ідеї (провайдер) на зразок нещодавньої фондової кризи, так званої "дот-комівської" економіки 2000–2001 рр. у США [8, 19];
- відсутність прогнозованого попиту на цю новацію (імітатор);
- недоотримання очікуваних результатів, збої у господарській діяльності, загроза банкрутства (провайдер, фірми-інноватори і венчурні підприємства).

Існування цілої низки ризиків викликає нагальну потребу в їхньому запобіганні, що й зумовлює виникнення нового виду страхування – новаційного. Цей вид страхування надто ризиковий і для самих страхових компаній, саме тому останнім, щоб займатися такою діяльністю, потрібен також певний рівень захищеності, який можливий у трьох випадках: співстрахування, перестрахування й хеджування. Перші два варіанти не надто надійні, оскільки не кожна страхова компанія захоче брати участь у розподілі таких ризиків, а от вихід на ринок похідних цінних паперів зі спекулянтами, арбітражерами і хеджерами, сферою діяльності яких є постійний ризик, – оптимальний варіант.

Хеджування як особливий вид фінансових послуг доповнює послуги страхових компаній, страхує ризики зміни цін та курсів на будь-які активи в майбутньому за допомогою укладення строкових контрактів: форвардних, ф'ючерсних, опціонних. З подальшим розвитком фондового ринку виникли гібридні й синтетичні комбінації деривативів на зразок гібриду відсоткових і валютних інструментів та опціонів на ф'ючерсний або форвардний контракт із пшеницею чи з індексом акцій, комбінова-

ні боргові продукти (наприклад, облігації з варіантами й конвертовані облігації), а також екзотичні строкові фінансові інструменти (на зміну погоди). За умов, коли все стає товаром і все страхується, цілком логічним буде запровадження таких деривативів, як ф'ючерс на творчу ідею, ф'ючерс на наукову розробку, ф'ючерс на новаторство, ф'ючерс на зміну ціни новинки та ін. Таким чином, кожен із суб'єктів отримує свої переваги: страхові компанії уникають кризи ліквідності; креєйтери, провайдери, імітатори, фірми-інноватори й венчурні підприємства запобігають імовірним ризикам невпровадження новизни, недоотримання бажаних фінансових результатів, зміни цін, відсутності очікуваного попиту та ін.; біржові спекулянти, арбітражери й хеджери розширюють поле діяльності з новими каналами отримання прибутку; інституційні інвестори диверсифікують свій кошик; національна економіка створює міцне фінансове підґрунтя для інноваційного розвитку. Вартим уваги є і те, що обсяги торгів тільки на світовому товарному ринку похідних цінних паперів перевищують 100 млрд. дол. США [16, 9], а у структурі вітчизняного ринку цінних паперів частка деривативів (переважно опціонів) становить всього 0,26% [6, 181] при тому, що "...за умов глобалізації процесу торгівлі фінансовими інструментами сучасний виробник або споживач практично кожного товару (від золота і нафти до бананів і кави) може спокійно заходжувати свій технологічний процес" [6, 181].

Можливий і такий сценарій розвитку, за яким креєйтери, провайдери, імітатори, венчурні компанії та фірми-інноватори безпосередньо виходили би на ринок похідних цінних паперів. Проте на заваді може стати одна проблема – брак капіталу. Остання ж також має кілька напрямків вирішення, а саме: залучення до співучасті в розкручуванні інноваційно-інвестиційної спіралі коштів комерційних банків чи небанківських фінансово-кредитних установ, випуск акцій, корпоративних облігацій, інших цінних паперів або ж об'єднання своїх зусиль за допомогою держави шляхом формування регіональних інтелектуальних центрів – кластерів.

Для страхування новаційних ризиків в обов'язковому порядку слід враховувати й використовувати хеджувальні стратегії, що поєднують як операції із самими опціонами, так і комбінації опціонів з основними активами або ф'ючерсними контрактами. Як вже зазначалось, результати інтелектуальної праці (ідеї, розробки, новації) в сучасних умовах прогресу науки і техніки швидко зазнають морального старіння. Це означає, що простежується така ситуація, коли ціни на найближчі місяці вищі, ніж надалі, тобто повністю відповідає структурі ринку цінних паперів беквордейшн ("ринок у переверненому розумінні"), яка діє за принципом: продавайте швидше і купуйте пізніше. Варто наголосити, що цей аргумент відіграє ключову роль в діяльності біржових спекулянтів та хеджерів, з якими вони перебувають у більшому або меншому симбіозі. До того ж, що спекулянти також беруть на себе функції страхових органів для тих, хто страхується від цінних ризиків.

Таким чином, ми підходимо до національної моделі прямого та опосередкованого хеджування новаційних ризиків (рис. 2), функціонування якої в Україні створить ефект симбіозу страхового і фондового бізнесу.

Це, на наш погляд, підвищить ступінь взаємодії всіх структурних компонентів фінансового ринку на якісно новому рівні та посилить взаємозв'язки економічної системи на умовах ринкової конкуренції. Таким чином, відбуватиметься органічна імплементація вітчизняної економіки в русло "нової економіки", а також здійснюватиметься фінансова та інтелектуальна євроінтеграція на правах рівноправного партнерства і співробітництва.

Щодо вдосконалення вітчизняного ринку акцій, спрямувавши його в русло пріоритетних галузей, варто зазначити, що з точки зору європейської спільноти всі можливі види вітчизняних товарів необхідно розподілити на три групи:

- індиферентні (нейтральні) – це ті товари, продукування яких ніяк не впливає на комерційні інтереси Європи;
- контрадикторні (суперечні) – такі товари, оферування яких викликає гострі розбіжності між Україною та Євросоюзом;
- комплементарні (доповнювальні) – це товарні групи, розвиток яких гармонійно співіснує та сприяє економічному розвитку європейської спільноти.

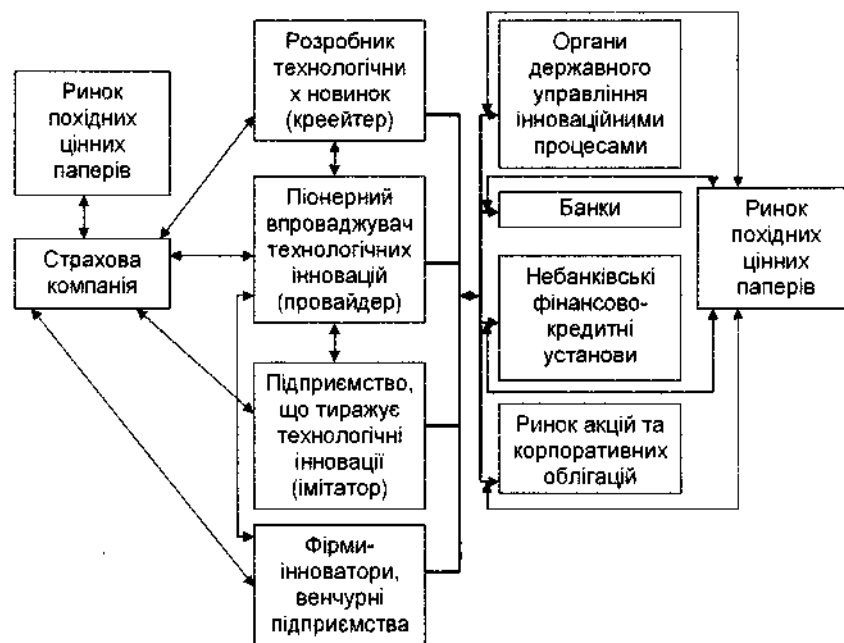


Рис. 2. Модель прямого та опосередкованого хеджування інноваційних ризиків

Щоб інтегруватися до Євросоюзу, Україні необхідно здійснювати інноваційний прорив саме у комплементарних й індиферентних товарних групах. Традиційними для вітчизняної економіки і комплементарними для Євросоюзу є металургія, хімічна промисловість, сільське господарство, виробництво зброї, транспортна авіація та ракетобудування – саме ці галузі й визначатимуть ефективну спеціалізацію України в контексті реалізації євроінтеграційного вектора розвитку. Хоча перші три сектори економіки за своєю природою і належать до галузей первинної індустріалізації, але саме тут мають бути сконцентровані основні інтелектуальні зусилля нашої держави.

Підтвердженням цієї думки є те, що зараз світ переживає чергову фінансову кризу і багатьом компаніям дуже складно залучити фінансування на розвиток інвестиційних проєктів шляхом IPO внаслідок кризи ліквідності. Не зазнають подібних труднощів аграрні та харчові компанії, а також виробники добрив. Причина полягає у високому світовому попиті на продукти харчування та зростанні ціни на зерно і м'ясо. Металургійні та сировинні компанії також популярні серед інвесторів. До того ж, аналітики вважають, що в найближчі два-три роки акції виробників зерна і зернотрейдерів, м'ясопереробних компаній та маслозаводів будуть найпопулярнішими об'єктами для інвестицій. Для України з її родючими ґрунтами й багатими покладами руд чорних і кольорових металів з'явився унікальний шанс отримати своєрідний ґешефт у вигляді інтелектуальної ренти. Саме тому слід робити ставку

на інтелектуалізацію праці в галузі тваринництва, вирощування злакових, зернобобових, коренеплодів, виробництва рослинної олії, продуктів харчування, спецталей, особливого прокату, предметів праці й напівфабрикатів з наперед закладеними властивостями, яких природа не дає, – акції саме таких холдингів найбільш запитані в інвесторів із Заходу. Наукові розробки й новітні досягнення селекції, генної інженерії, ґрунтознавства, агрохімії, нанотехнології та збагачення руд зумовляють якісне і кількісне зростання товарооборотів цих компаній. Це підвищить рейтинг фінансових інструментів власної емісії й активізує вітчизняний ринок цінних паперів, адже "...більшість країн-виробників сільгосппродукції вже вичерпали свій потенціал розширення сільськогосподарських земель, а Україна поки що має багато можливостей для підвищення урожаїв" [7, 26].

Вартим уваги та винятково важливим є і той беззаперечний факт, що вітчизняні високоякісні товари не будуть користуватись на міжнародній арені належним попитом з тієї причини, що вихід на світовий чи регіональний ринок потребує дещо іншої плати, а саме частка українських компаній має належати іноземцям. Яскравим прикладом виступає 47-й Міжнародний аерокосмічний салон "La Bourget" – місце утвердження нових ідей, маркетингова стратегія якого зводилась ось до чого: "Покажіть покупцеві грані його довгострокового інтересу, зробіть його партнером, співвласником і учасником виробництва, і він вибере Ваш товар попри те що його вартість на 30–50% перевищує ціну конкурентів, а ґатунок – на порядок нижчий" [1, 4]. Росія вже зробила низку рішучих кроків у такому напрямку. Представники найбільшої світової біржі NYSE Euronext виявили публічну активність взяти участь як посередники при приватизації великих вітчизняних держкомпаній, що свідчить про привабливість українського бізнесу для світових інвесторів. Саме тому платою, а водночас і запорукою фінансової та інтелектуальної євроінтеграції для України має стати співучасть іноземних компаній у володінні вітчизняними стратегічно важливими підприємствами.

Що ж стосується становлення вітчизняного ринку корпоративних облігацій, то ситуація на ньому внаслідок світової фінансової кризи є вкрай негативною. Банки як найбільші власники боргових цінних паперів за умов дефіциту коштів почали продавати облігації або пред'являти їх до оферти, внаслідок чого ставки рендиту за паперами окремих підприємств зросли до 20%, а інші компанії просто змушені вдаватись до підвищення рендитів – інакше вони ризикують одержати значний обсяг облігацій до викупу. Крім цього, український ринок корпоративних облігацій практично зупинився – інвесторам немає сенсу купувати незабезпечені папери під 14–15% річних, коли ставки на вітчизняному міжбанківському ринку становлять понад 20%, а закордонні інвестори не розглядають вкладення з дохідністю нижчою, ніж 30% [26, 21–22]. За оцінками експертів, вітчизняний облігаційний ринок відновиться, ніж на не раніше початку 2009 р.

Випуск та успішна реалізація корпоративних облігацій можливі за такої умови:

$$R_{ko} \geq i, \quad (2)$$

тобто норма дохідності за облігацією (R_{ko}) має, як мінімум, дорівнювати банківській відсотковій ставці (i) або перевищувати її, тому що позики за облігаціями за економічною природою рівнозначні банківським кредитам. За інших умов такі цінні папери не будуть реалізовані. Рендит переважатиме банківський відсоток у тому разі, коли норма рентабельності за чистим прибутком (R_{np}) переважатиме над середньою нормою прибутковості по всій економіці – нормою так званого нормального прибутку ($\bar{R}$):

$$R_{np} > \bar{R}. \quad (3)$$

Така ситуація можлива тільки у тому разі, коли різниця між чистим і нормальним прибутком у вигляді економічного зиску (EP) більша за нуль, тобто існує надприбуток:

$$EP > 0. \quad (4)$$

Надприбуток наявний за двох обставин: по-перше, в умовах домінування монополії і, по-друге, за рахунок зниження середніх валових витрат, чого можна досягти, інтенсифікувавши виробництво. Оскільки монополієне становище часто суперечить чинному законодавству й потребує тривалого часу для свого утвердження, то найбільш прийнятним є другий варіант – інтенсифікація виробництва. Останньої можна досягти тільки за рахунок інтелектуалізації праці шляхом повноцінного функціонування креативно-науково-інноваційного ланцюга з повним та безперервним циклом, починаючи від "фабрики ідей" крейтерів і закінчуючи масовим поширенням новинок імітаторами, де фактор поступово переходить у процес, а процес – у результат, який знову ж таки стає фактором. Власне, ця модель господарювання забезпечить дохідність облігацій не нижчою за банківську відсоткову ставку, таким чином автоматично забезпечуючи повноцінну субституційність банківського бізнесу й облігаційного ринку, а покупцями корпоративних облігацій, крім кредитно-банківських установ та підприємств, стане населення. Незважаючи на все сказане, варто також наголосити й на тому, що кошти від облігацій внутрішніх державних позик (ОВДП), облігацій зовнішніх державних позик (ОЗДП) і казначейських векселів, призначені для фінансування бюджетного дефіциту, в обов'язковому порядку мають перетворюватись на інвестиції інтелектуалізації праці, адже:

- по-перше, колосальна віддача у перспективі;
- по-друге, випереджальний розвиток "нової економіки";
- по-третє, підвищення національної конкурентоспроможності;
- по-четверте, нарощування дохідної частини бюджету;
- по-п'яте, кумулятивний ефект інтелектуального мультиплікатора-каталізатора-акселератора.

Таким чином, в Україні не тільки набуватиме дедалі більших обертів облігаційний ринок, а й розкручуватиметься інноваційно-інвестиційна спіраль.

У площині нормативно-правового забезпечення та вдосконалення інституційної бази на шляху побудови в Україні "нової економіки" і євроінтеграції вітчизняного ринку цінних паперів слід здійснити низку заходів, а саме:

- воєдино структурувати термінологічний апарат щодо видів фінансових інструментів, біржових і позабіржових гравців; визначити порядок емісії цінних паперів та їхньої реалізації; встановити види відповідальності за порушення Правил біржової і позабіржової торгівлі; розробити прозору та швидку процедуру судового оскарження, арбітражу та апеляції відповідно до передового європейського законодавства. Така уніфікація вітчизняної нормативно-правової бази дасть змогу уникнути різних юридичних суперечностей, розбіжностей і плутанини на шляху до фінансової євроінтеграції українського ринку цінних паперів;
- створити чітку систему захисту прав інвесторів, дилерів, брокерів, хеджерів, арбітражерів і здійснення розрахунково-клірингових операцій. Цей захід розширить інвестиційні потоки в інноваційну сферу на тривалу перспективу й дасть змогу біржовим гравцям більш повно та ефективно хеджувати новітні ризики;
- затвердити порядок розвитку інструментів і розкриття інформації ринку цінних паперів, що мінімізує інноваційно-інвестиційні ризики;
- розпочинати впровадження та рух похідних фінансових інструментів саме з біржових ринків з ефективно діючим розрахунково-кліринговим механізмом,

- оскільки відсутність чіткої системи гарантійних маржевих внесків та обмежень кількості ринкових позицій для спекулянтів у позабіржовій торгівлі, на відміну від попередніх, може спричинити колосальні збитки своїх учасників;
- будувати державний контроль біржової діяльності на основі таких загально-визнаних принципів, як громадська користь, гласність та відкритість біржових торгів, довіра, саморегулювання і гарантія прав учасників біржової торгівлі, адже "...зараз на світовому фінансовому ринку спостерігається криза довіри, а на світовому інвестиційному ринку мають попит лише прозорі компанії з позитивною історією діяльності та високими міжнародними рейтингами" [26, 20]. Законодавче поле — це той мінімум, який держава зобов'язана забезпечити для функціонування ринку цінних паперів відповідно до міжнародних стандартів, оскільки бізнес не в змозі самостійно долати бар'єри на шляху до світових торгових майданчиків. Українське законодавство не узгоджене з міжнародним, тому вітчизняні компанії не можуть "напрямую" виходити на іноземні фондові біржі. Для цього їм потрібно, наприклад, реєструватися в офшорних зонах з прозорою системою управління. Так, у 2005 р. молочна компанія "Укрпродукт" вийшла на Лондонську біржу через свою дочірню британську фірму "Ukrproduct Group" [19, 8];
 - окреслити комерційну діяльність біржі (організація біржових торгів, транспортно-експедиційна, складська, інформаційно-видавнича, рекламна та ін.), що забезпечує біржові торги, ціноутворення, а також спекулятивні, хеджувальні й арбітражні операції;
 - структурувати вертикально (спотовий та ф'ючерсний) і горизонтально (чітка взаємодія біржового й позабіржового) вітчизняний ринок цінних паперів, а також чітко визначити біржовий товар, зробити можливим розрахунково-клірингові операції, запровадивши систему відчутних грошових задатків (депозитів і підтримувальної маржі), таким чином запобігаючи масовому шахрайству на зразок виставлення одного і того ж самого товару на різних біржах та поза біржами, обираючи найкращий варіант реалізації;
 - "йти в ногу" та відповідати викликам ХХІ ст., тобто створювати біржі у вигляді ринків цінних та курсових ризиків, що функціонують окремо від ринків реальних активів. Це дасть змогу ефективно управляти фінансовими потоками на макро-, мезо- і мікрорівні в умовах економічної та політичної нестабільності, адже все зводиться до того, що строковий форвардний та ф'ючерсний ринки мають стати основним сегментом національного ринку цінних паперів (сучасна концепція створення строкового ринку всіх основних активів через становлення ф'ючерсної біржі полягає, власне, не у забезпеченні економіки сировиною, капіталом і валютою, а для організації самих ринків сировини, капіталу й валюти. До того ж ф'ючерсні ціни містять інформацію про майбутню кон'юнктуру, допомагають приймати рішення про обсяги виробництва і величину товарних запасів, найбільше впливають на попит та пропозицію на спотовому ринку, роблять їх більш гнучкими, зменшується амплітуда коливань останніх, що дає змогу більш цілеспрямовано вести бізнес і планувати його на перспективу [21, 358–359]);
 - запозичити й освоїти новітні технології управління фінансовими ризиками в умовах різкого коливання цін, визначити місце і роль строкових фінансових ринків у прогнозуванні контурів національної економіки, а також розширити наукову школу з підготовки й сертифікації спеціалістів ринку цінних паперів (брокерів, хеджерів, спекулянтів, арбітражерів та ін.). Це дасть змогу дифе-

ренціювати операції новаційного страхування та посилить інноваційну стратегію України в контексті реалізації євроінтеграційного вектора розвитку;

- налагодити діяльність рейтингових агентств з прозорою організаційною структурою, транспарентним ринком рейтингових послуг, водночас забезпечуючи здорову конкуренцію. Основні критерії технології їхнього рейтингування мали би враховувати стратегічні пріоритети й вимоги ери знань – “нової економіки”, ступінь ризикованості фінансових інструментів, рівень капіталізації. Таким чином, здійснювався би “природний відбір” серед вітчизняних компаній на предмет конкурентоспроможності у перспективі. Адже, ігноруючи впровадження технологічних інновацій поряд з успішно функціонуючими конкурентами, ці фірми ризикують втратити своїх клієнтів та ставлять під загрозу отримання прибутку, таким чином зумовлюючи падіння курсу цінних паперів власної емісії і зниження рейтингу. Уникаючи такої перспективи, кожен економічний агент намагатиметься якомога швидше застосовувати технологічні новації й інтелектуалізувати виробничі процеси;
- запровадити диференційований підхід у сфері оподаткування й кредитування діяльності хеджерів, спекулянтів, арбітражерів відповідно до питомої ваги новаційних ризиків у структурі хеджувальних операцій. Як вже було сказано, інноваційна діяльність є життєво необхідною умовою євроінтеграційного напрямку розвитку економіки України, водночас характеризуючись високим ступенем ризикованості. Саме тому всі учасники цього процесу мають отримувати низку пільг, незважаючи на високі прибутки, таким чином стимулюючи розкручування інноваційно-інвестиційної спіралі на шляху побудови “нової економіки”;
- розширити права у фондових операціях та біржовій торгівлі тим страховим компаніям, які займаються страхуванням новаційних ризиків, таким чином заохочуючи їх сприяти більш інтенсивній реалізації творчих ідей та наукових відкриттів провайдерами, венчурними підприємствами та фірмами-інноваторами.

Отже, запровадження цієї моделі розвитку вітчизняного ринку цінних паперів не тільки зробить можливим фінансову та інтелектуальну євроінтеграцію України, а й, вибравши свою ефективну спеціалізацію, зміцнить засади національної фондової, енергетичної та інтелектуальної безпеки.

Література

1. Бадрак В. Європейські перспективи української оборонки // *Дзеркало тижня*. – 2007. – № 24. – С. 4.
2. Березюк Р. М. Економічний розвиток постсоціалістичних країн: виклики XXI століття / *Економічні проблеми XXI століття: міжнародний та український виміри*. / За ред. С. І. Юрія, Є. В. Савельєва. – К.: Знання, 2007. – С. 86–120.
3. Вон Романов Кріспін О. Моделі організації ринків цінних паперів та участь банків у їх формуванні // *Регіональна економіка*. – 2006. – № 4. – С. 172–179.
4. Гайдучкий А. П. Роль міграційного капіталу у забезпеченні макроекономічної стабільності країни // *Фінанси України*. – 2007. – № 7. – С. 20–34.
5. Грошово-кредитна та банківська статистика // *Бюлетень Національного банку України*. – 2008. – № 4. – С. 54–65.
6. Долішня М. Проблеми розвитку ринку цінних паперів в Україні // *Регіональна економіка*. – 2006. – № 4. – С. 180–185.
7. Дружерученко К. Золоте зерно // *Контракти*. – 2008. – № 21. – С. 26–27.

8. Дубогриз Є., Музиченко О. Криза жанру // *Контракти*. – 2006. – № 33–34. – С. 18–19.
9. Економічна енциклопедія: У 3-х т. Т. 1. / Редкол.: С. В. Мочерний (відп. ред.) та ін. – К.: Академія, 2000. – 864 с.
10. Економічна енциклопедія: У 3-х т. Т. 2. / Редкол.: С. В. Мочерний (відп. ред.) та ін. – К.: Академія, 2001. – 848 с.
11. Економічна енциклопедія: У 3-х т. Т. 3. / Редкол.: С. В. Мочерний (відп. ред.) та ін. – К.: Академія, 2002. – 952 с.
12. Економічний словник: банківська справа, фондовий ринок (українсько-англійсько-російський тлумачний словник). – К.: Максимум, 2000. – 592 с.
13. Іващук Н. Л. Особливості застосування одинарних опціонів // *Актуальні проблеми економіки*. – 2007. – № 4. – С. 86–96.
14. Кабанов В. Г. Міжнародні стандарти регулювання на ринку цінних паперів // *Формування ринкових відносин в Україні*. – 2007. – № 4. – С. 181–185.
15. Кобзар Г. Проблеми становлення та регулювання ринку цінних паперів в Україні // *Вісник інституту бізнесу та технологій*. – 2006. – № 2. – С. 97–100.
16. Марченко Р. Шляхи розвитку українського ринку товарних похідних цінних паперів // *Цінні папери України*. – 2005. – № 23. – С. 8–9.
17. Радзімовська С. Фінансовий сектор України на шляху інтеграції до Європейського Союзу // *Вісник Національної академії державного управління при Президентові України*. – 2006. – № 2. – С. 246–251.
18. Рюмянцев С. Державна політика у сфері інвестиційного бізнесу // *Цінні папери України*. – 2006. – № 25. – С. 10–11.
19. Самохіна С. Найбільша міжнародна біржа зазиває до себе українські компанії // *Дзеркало тижня*. – 2007. – № 23. – С. 8.
20. Сем'янчук П. М. Проблеми інтелектуалізації праці в Україні та шляхи їх вирішення // *Науковий вісник Національного лісотехнічного університету України*. – 2008. – Вип. 18.4. – С. 215–225.
21. Сохачька О. М. Біржова справа. – Тернопіль: Карт-бланш, К.: Кондор, 2008. – 632 с.
22. Статистика // *Журнал європейської економіки*. – 2007. – Т. 6, № 4. – С. 491–507.
23. Тенденції // *Контракти*. – 2008. – № 21. – С. 28.
24. Червова Л. Г., Назарчук М. И. Анализ особенностей и прогноз развития фондового рынка на период с 2007 по 2011 г. // *Економіка промисловості*. – 2007. – № 2. – С. 3–31.
25. Шапран Н., Шапран В. Рейтингові послуги: світова практика вимагає посилення регулювання // *Цінні папери України*. – 2006. – № 19. – С. 9–10.
26. Шкарпова О. Подайте на процвітання // *Контракти*. – 2008. – № 21. – С. 20–24.