

Ще однією позитивною стороною Закону є посилення ролі наглядової ради. Слід мати на увазі, що ефективно захищати інтереси акціонерів наглядова рада може лише тоді, коли її склад максимально відображає реальний розподіл сил серед акціонерів. Тому, згідно Закону, члени правління АТ обиратимуться шляхом кумулятивного голосування, що сприятиме дотриманню справедливої пропорції представництва акціонерів в органах управління товариства. Поряд із цим, у Законі передбачена норма, яка забороняє консолідацію контрольного пакета акцій без відома інших акціонерів. Для того щоб купити пакет акцій розміром від 10 % і більше, необхідно за 30 днів до його придбання письмово сповістити про це АТ та Державну комісію з цінних паперів та фондового ринку (ДКЦПФР), а також опублікувати цю інформацію в офіційних друкованих органах [1]. Важливим є те, що при такій консолідації контрольного пакета Законом передбачено право міноритарних акціонерів вимагати в крупного акціонера викупу їхніх акцій за реальною ринковою вартістю.

Крім позитивних сторін, Закон має і деякі негативні. Невдалою залишається конструкція щодо необхідності ліквідації АТ в разі невідповідності розміру чистих активів мінімальному розміру статутного капіталу протягом 10 місяців. На наш погляд, в умовах світової кризи та загальної нестабільності нашої економіки дотримання такої норми може призвести до значної кількості банкрутств. Вважаємо, що прийняття рішення про ліквідацію в такому випадку може мати місце лише в разі виникнення стійкої неспроможності виконувати взяті на себе зобов'язання. Якщо ж АТ зі зменшеною вартістю активів продовжує нормально функціонувати, то припинення його діяльності є взагалі безглуздом.

На завершення, слід звернути увагу ще на одну проблему економіки нашої країни, яка теж є поки законодавчо нерегульованою. Це є рейдерство, яке останнім часом набрало обертів в Україні. На думку автора, в Законі можна виділити три основні норми, які повинні обеззброїти рейдерів: 1) обов'язкове попереднє повідомлення від особи, яка хоче купити значний пакет акцій (10 % і більше); 2) зменшення можливості підробки,

фальсифікації резолюцій, протоколів зборів за рахунок обов'язкової наявності бюлетеня при голосуванні на зборах акціонерів; 3) проведення зборів тільки за місцем перебування підприємства [1]. При цьому, він також поділяє думку вітчизняних експертів, що можливості рейдерів у зв'язку з прийняттям Закону будуть обмежені, але перехідний період дозволить їм завершити всі розпочаті сьогодні справи [2].

Висновки. Дослідивши дану проблему, ми дійшли висновку, що поява в корпоративному законодавстві нашої країни закону "Про АТ" є важливим і позитивним кроком на шляху до його розвитку. Цей нормативний документ повинен кардинально змінити майже усі існуючі наразі правила створення та діяльності АТ в Україні. Також звзвучити можливості рейдерів і захистити права інвесторів. Це в свою чергу дозволить поліпшити інвестиційний клімат у нашій країні та залучити додаткові інвестиції, у тому числі й іноземні, що сприятиме розвитку економіки України. Проте, стверджувати, що Україна стане більш привабливою для капіталовкладень із введенням нових правил гри, неможливо. Це буде залежати, на жаль, не тільки від чітко скоординованої роботи АТ, але й від високого рівня корупції та загальної політичної ситуації в країні.

Перспективи подальших розробок у цьому напрямку. Вищевказане свідчить, що існує ще багато аспектів у даній проблематиці, які потребують подальшого наукового дослідження. Автор вважає, що виявлені прогалини у Законі потрібно усунути через внесення певних уточнень та змін. Будемо сподіватися, що зазначена редакція не буде останньою і подальші зміни призведуть до встановлення в нашій державі прозорих корпоративних відносин.

1. Закон України "Про акціонерні товариства" від 17.09.2008 р. № 514-VI.
2. Лібанов М. Кому і чому потрібен закон України "Про акціонерні товариства"? // "Дзеркало тижня". – 2008.
3. Румянцев С. Переваги Закону "Про акціонерні товариства" // "Цінні папери України". – 2008.
4. [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua>.
5. [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua>

Надійшла до редколегії 25.12.2008

В. Шелудько, канд. техн. наук, доц.,
О. Вірченко, маг.

ОЦІНКА ПРАКТИКИ ЗАСТОСУВАННЯ ІНСТРУМЕНТІВ ФІНАНСОВОЇ ТА ГРОШОВОЇ ПОЛІТИК В УКРАЇНІ

Дана стаття присвячена проблемі ефективного застосування фінансової та грошової політики в Україні. Враховуючи основні положення теорій фінансового та монетарного регулювання, в даній роботі проводиться оцінка ефективності економічної політики в Україні на базі економетричного аналізу; визначені основні суперечності застосування інструментів цих політик.

This article is devoted to issue of effective application of finance and monetary policies in Ukraine. Taking into account main points of financial and monetary regulation theories, there is estimation of economic policy effectiveness in Ukraine, made in this article on basis of econometric analysis; main controversies of these instruments application are defined.

Постановка проблеми. Сучасна ситуація, яка склалась в економіці України, і яка включає в себе як структурну так і політичну складову, наочно ілюструє той факт, що нині існують значні проблеми в галузі державного управління економікою в розрізах різних напрямків економічної політики в руслі економічної стратегії. Зазвичай уряди розвинених країн намагаються обрати серед існуючих економічних теорій ту, яка найбільш адекватно описує економіку даної країни. У випадку неефективності уряд коригує політику в бік залучення нових елементів інших теорій і створення іншої, якісно нової економічної політики – фінансової, грошової, кредитної, інвестиційної, інноваційної, соціальної, зовнішньоекономічної тощо.

Історія регулювання української економіки демонструє такі тенденції, що дозволяють зробити наступний висновок – в Україні логічно і послідовно не використовувались жодна теорія, жодна концепція, жодний підхід. Зазвичай використання було або неповним, або переключеним. В роки кризи використовувалась монетаристська концепція – але лише частково, що призвело до ще більшої інфляції. Державне регулювання економіки зазвичай приводило лише до застосування адміністративних важелів для реалізації лобістських проектів. Після переломного 2000-го року українська економіка почала демонструвати тенденції до економічного зростання, однак паралельно були запущені механізми по розкручуванню інфляції, поглиблення майнової диференціації,

зростання темпів маргіналізації, що пояснювалось безсистемністю у впровадженні економічної політики.

Нинішня ситуація в економіці України – панування інтересу обмеженого кола представників великої приватної власності та капіталу. Тому і грошова, і фінансова політика спрямовані на підпорядкування даним інтересам. Саме тому виникає необхідність перегляду альтернативних варіантів та розробки рекомендацій по стабілізації та вирівнюванню економічної ситуації в Україні. Зрозуміло, що існуючі класичні підходи не можуть бути застосовані в повній мірі до української економіки. Однак можливим є їхнє ефективне поєднання, що дозволить ліквідувати ті значні диспропорції суспільного відтворення, що склались станом на сьогоднішній день в Україні.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Проблемами поєднання фінансової та грошової політики займаються: Гальперін В.М., Кваснюк Б.Є., Кораблін С.О., Міщенко В.І., Радіонова І.Ф., Єщенко П.С.; та західні вчені: Б. Фельдерер, С. Хомбург, Лінвуд Т. Гайгер, Девід Л. Веймер, Ейден Р. Вайнінг та ін.

Невирішені раніше частини загальної проблеми. Незважаючи на науковий доробок зазначених вчених багато питань у цій сфері залишаються невирішеними.

Формулювання завдань та цілей статті. Мета даної публікації полягає у наступному: виявити особливості різних теоретичних концепцій застосування інструментів фінансової та грошової політик; з'ясувати основні особливі риси передавальних механізмів фінансової та грошової політик за умови застосування їх інструме-

нтів у перехідній економіці; дослідити міру впливу важелів економічної політики на результуючі показники економічного розвитку країни і на основі цього дослідження оцінити дані напрями економічної політики та розробити основні рекомендації.

Виклад основного матеріалу. Для початку кількісного аналізу необхідно з'ясувати якісну основу даного питання. З цією метою було проведене дослідження концепцій монетарно-фінансового регулювання різних економічних шкіл та напрямів економічної думки. Виходячи з факту існування великої кількості економічних теорій був здійснений відбір тих течій економічної теорії, для яких дослідження проблем фінансової та грошової політик або як інструментів економічної політики, або як предмету дослідження було пріоритетним [2; 5; 6; 8].

Таким чином були відібрані для аналізу такі напрями в економічних дослідженнях, як кейнсіанство, кейнсіансько-неокласичний синтез, монетаризм та його сучасна модифікація – новий монетаризм. Нове кейнсіанство було обрано за методологічну основу дослідження, тобто були прийняті за адекватні сьогоднішній ситуації в Україні вихідні положення деяких економічних моделей нового кейнсіанства.

В результаті всі висновки були зведені до структурно-логічної схеми. Еволюцію поглядів на грошово-фінансове регулювання було схематично представлено як послідовну появу нових особливих підходів до економічної політики (рис. 1).



Рис. 1. Еволюція поглядів на грошово-фінансове регулювання в економічній політиці

Наступним логічним етапом дослідження є з'ясування суперечностей застосування фінансової та грошової політики у перехідній економіці. Загально визнаними у науковій літературі є наступні недоліки застосування інструментів цих політик [3; 4; 8]. До *недоліків фінансової політики* відносяться:

- ✓ виникнення диспропорцій в економіці внаслідок незбалансованої державної політики субсидування галузей економіки;
- ✓ соціальна несправедливість, що виникає внаслідок дестимулюючого або необґрунтованого оподаткування;

- ✓ опортуністичні настрої в суспільстві, які можуть стимулюватись діючою системою соціальних трансфертів;
- ✓ можливі протиріччя в цілях з грошовою політикою;
- ✓ прийняття рішень в даній сфері державою носить суб'єктивний, потенційно відкритий для лобізму, централізований характер;
- ✓ можливість значного викривлення результатів державного субсидування внаслідок слабого або свідомо-обмеженого контролю використання субсидій.

Щодо грошової політики, то можна вказати на такі *недоліки*, що особливо рельєфно проявляються в перехідній економіці:

- ✓ неефективність або низька ефективність за умов фіксованого валютного курсу;
- ✓ неспроможність або низька ефективність застосування з метою врегулювання ліквідної чи інвестиційної пастки;
- ✓ можливість лобізму в сфері регулювання валютного курсу;
- ✓ значний інфляційностимулюючий потенціал застосування важелів грошової політики – зростання пропозиції грошей, зміна відсоткової ставки;
- ✓ реальна довгострокова дія – в короткостроковому періоді зазвичай проявляються лише номінальні та функціонально-залежні зміни.

Загальні суперечності застосування інструментів даних двох політик можна прослідкувати за порівняльною таблицею, наведеною Ліндалом Гайгером в книзі "Макроекономическая теория и переходная экономика" [5], в якій порівнюється вплив на економіку стимулюючих форм фінансової та грошової політик. Згідно даної таблиці *стимулююча фінансова політика*: призводить до зростання відсоткової ставки; зменшує інвестиції; зменшує позитивне сальдо державного бюджету; зменшує експорт. *Стимулююча грошова політика навпаки*: призводить до зменшення відсоткової ставки; збільшує обсяг інвестицій; збільшує позитивне сальдо державного бюджету; збільшує експорт.

Одна з ключових суперечностей закладена в принципі "вибірковості", а точніше – в умовах перехідної економіки – в параметрі часткового впливу на окремі складові економічної системи. Справа в тому, що самі по собі механізми двох політик носять різний характер – фінансова політика в застосуванні окремих важелів може вибірково впливати на економічних суб'єктів, на інтегровані кластери підприємств і т.д. Грошова політика, навіть за умови застосування окремих інструментів, зазвичай впливає на всю систему загалом, що пояснюється самою природою її інструментів. Наприклад, якщо ЦБ змінює облікову ставку, ставку резервування, ставку рефінансування або купує/продає цінні папери на відкритому ринку – то, за виключенням окремого впливу на сектор комерційних банків, він впливає переважно на всіх економічних суб'єктів, оскільки змінюється макроекономічний показник – грошовий агрегат або відсоткова ставка. Крім того, вплив на весь сектор комерційних банків вже не є вибіркоvim впливом, адже через мультиплікативні механізми вплив розповсюджується на всю економіку.

Ведучи мову про фінансову політику, навпаки – помічаємо наявність можливості вибіркового впливу на економічних суб'єктів. Адже якщо держава, наприклад, змі-

нює обсяг цільових соціальних трансфертів в своїй видатковій підсистемі фінансової політики, то подальша мультиплікація є значно слабшою, ніж в попередньому прикладі, а тому вплив відбувається на окремих суб'єктах. Однак можливе одне зауваження – з іншого боку, якщо держава субсидує окрему галузь або кластер (базові підприємства або підприємства завершального циклу), і це дає значний ефект, то ефект цей може швидко поширюватись через коопераційні та торговельні зв'язки на інші галузі – таким чином вибіркоvim вплив перетворюється на загальний. Однак це лише окремий випадок – загалом же принцип "вибірковості" спрацьовує для пояснення даної суперечності використання двох політик.

Оцінка фінансової та грошової політик в Україні проводиться на основі зібраних місячних даних вітчизняної та зарубіжної статистики за період 1997-2002 рр., що була зведена до однієї методологічної основи розрахунку та переведена для порівнюваності в темпи приросту.

Були введені наступні позначення економічних параметрів з метою подальшого їх використання в економетричному аналізі за допомогою програмного пакету Eviews ver.4.0. (табл. 1).

Таблиця 1. Основні параметри економетричної моделі оцінки ефективності економічної політики в сучасних умовах

Показник	Значення показника
Yn	ВВП номінальний
Gt	Державні видатки, загальні
Mo	Готівка в обігу
exr	Обмінний курс грн/дол.США
cpi	Індекс споживчих цін
Icred	Середньозважена ставка по кредитам
Idep	Середньозважена ставка по депозитам

Для перевірки ефективності економічної політики дослідимо кореляцію темпів приросту ВВП та базових макроекономічних показників, що відображають застосування інструментів фінансової та грошової політик.

Загальний вигляд моделі матиме вигляд:

$$Y_n = C(1) \cdot MO + C(2) \cdot ICRED + C(3) \cdot IDEP + C(4) \cdot EXP + C(5) \cdot GT + C(6) \cdot CPI \quad (1)$$

Результати побудови лінійної регресії за методом найменших квадратів запропоновано нижче в таблиці (табл. 2) та відображають слабку кореляцію між показниками, хоча достовірність зв'язків доводиться значеннями коефіцієнтів статистики Дарбіна-Уотсона на інтервалі [2;4], майже нульовим критерієм Шварца. Слабкість кореляції відображена у високих значеннях ймовірності хибності впливу параметрів (Prob(F)) на результуючий показник Yn, а також у лише 24%-ому значенні R-квадрат.

Таблиця 2. Оціночна таблиця лінійної регресії

Залежна змінна: YNOM					
Метод: Найменших квадратів					
Період: 1997:02 2002:02					
Кількість спостережень: 61					
Змінна	Коефіцієнт	Станд. похибка	t-статистика	Ймовірність	
MO	0,386714	0,411988	0,938653	0,3520	
ICRED	-0,004506	0,007823	-0,575959	0,5670	
IDEP	0,001611	0,007083	0,227493	0,8209	
EXR	0,272123	0,260165	1,045961	0,3002	
GT	0,181656	0,077041	2,357931	0,0220	
CPI	-0,889059	1,101763	-0,806942	0,4232	
R-квадрат	0,238888	Вибіркове середнє		0,024541	
Скоригований R-квадрат	0,169696	Стандартне відхилення		0,145153	
Середньоквадрат. відхил.	0,132265	Критерій Акаїке		-1,114833	
Сума квадратів залишків	0,962176	Критерій Шварца		-0,907206	
Log ф-ї правдоподібності	40,00241	Стат. Дарбіна-Уотсона		2,707928	

* – складено та розраховано автором на основі джерела [2;4]

Парний причинно-наслідковий тест по Грейнджеру, який перевіряє модель на мультиколінеарність, демонструє відсутність мультиколінеарності – жоден з цих показників не має суттєвого впливу на будь-який інший. Крім того, з 95%-им рівнем значимості зв'язку можна прийняти гіпотези про те, що: Y_t не впливає на всі ендогенні параметри регресії; M_t взагалі не впливає на відсоткові ставки, валютний курс та державні витрати; I_{cred} не впливає на відсоток по депозитам, валютний курс та державні витрати; I_{der} не впливає на валютний курс та державні видатки. На інші показники простежується дуже несуттєвий вплив, яким можна знехтувати, а отже стверджувати про відсутність мультиколінеарності.

Висновки. Побудована модель функціональних зв'язків темпів приросту номінального ВВП та темпів приросту відсоткових ставок, валютного курсу, державних витрат та грошової маси з корекцією на темпи інфляції, дає змогу зробити висновок про *низьку ефективність грошової політики в розрізі облікової політики НБУ, відносну ефективність використання засобів прямого монетарного регулювання, відносну ефективність видаткової фінансової політики.*

На основі проведеного дослідження можна надати наступні пропозиції рекомендаційного характеру:

- ✓ в силу того, що сфера фінансової політики через можливості вибіркового впливу на макроекономічні показники та окремі групи економічних суб'єктів є більш результативною для регулювання економічної ситуації, слід значно обмежити використання інструментів грошової політики;

- ✓ тимчасова (принаймні на півроку) фіксація значення агрегату M_2 за рахунок переведення готівки з обігу на розрахункові рахунки;

- ✓ обмеження емісії грошей, яка повторно, як і в 90-х роках, стимулює розкручування інфляції;

- ✓ слід посилити централізованість розподілу ВВП;

- ✓ збільшення частки соціальних трансфертів за рахунок еквівалентного зменшення видаткової частини державних витрат на утримання бюрократичного апарату і т.д. матиме значний соціальний ефект;

- ✓ встановлення та збільшення принаймні на 15-20% прогресивних податків з надприбутків (коефіцієнт чутливості при державних доходах бюджету в регресії з ВВП реальним вказує на мультиплікативне зростання ВВП при зростанні доходної частини бюджету);

- ✓ збільшення стандартної заробітної плати працівникам сфери матеріального виробництва, а також сфери послуг, що мають державний "статус необхідності"

за рахунок обмеження заробітних плат та прибутків працівників та власників в сфері послуг з низькими матеріальними витратами та високими операційними і транзакційними прибутками;

- ✓ економічну доцільність мають лише субсидії в стратегічні галузі економіки, однак лише до моменту, коли галузь стає конкурентною та прибутковою;

- ✓ субсидування депресивних галузей не є ефективним, оскільки призводить до безрезультатного витрачання бюджетних коштів;

- ✓ є сенс в субсидуванні потенційно конкурентних галузей, які можуть в середній строк стати незалежними від державної допомоги (наприклад, галузі текстильної промисловості – за рахунок нижчих від європейських цін та вищої від китайської якості);

- ✓ в більшості випадків краще спрямовувати державні видатки на інституційну перебудову та контроль за діяльністю збиткових підприємств.

Перспективи подальших розробок у цьому напрямку. Потребують подальшого вивчення та узагальнення теоретичні аспекти концепцій застосування інструментів фінансової та грошових політик з метою подальшого глибинного осмислення ключових рис передавальних механізмів фінансово – грошової політики за умов застосування їх інструментів за сучасних умов. Економічна політика в умовах загострення фінансово – економічної кризи в Україні повинна бути спрямована на вибір із множини вхідних даних найбільш пріоритетних для її аналізу та має бути орієнтована на підвищення рівня основних результуючих позицій економічного розвитку нашої держави. Автори планують подальші дослідження вказаних перспективних напрямів.

1. *Артемюва Т.І.* Монетарна політика в системі економічних відносин перехідного суспільства: методологічні аспекти аналізу // Стратегія монетарної політики: проблеми вибору та застосування. Матеріали науково-практичної конференції. – К., 2003. 2. *Бернард Фельдбергер, Стефан Хомбург.* Макроекономіка і нова макроекономіка: Підр. для студ. екон. фак. вузів / Пер. Е. Буровникова. – К., 1998. 3. *Бузгалін А.В.* Переходная экономика: Курс лекцій по политической экономии. – М., 1994. 4. *Веймер Девід Л., Вайнінг Ейден Р.* Аналіз політики: Концепції і практика. – 2-е вид. / Пер. Іван Дзюб, Анатолій Олійник. – К., 2000. 5. *Гайгер Линеуд Т.* Макроекономическая теория и переходная экономика: Учеб.: Пер. с англ. / Под общ. ред. В.А. Исаева; Предисл. В.А. Исаева. – М., 1996. 6. Макроекономіка: Учеб. для студ. вузов, обуч. по напр. "Економіка". – 2-е изд., перераб. и доп. / Под ред. *Тарасевич Л.С.* – СПб., 1997. 7. *Мишкін Ф.* Економіка грошей, банківської справи і фінансових ринків. – К., 1998. 8. *Радіонова І.Ф.* Модифікація класичних висновків про макроекономічне регулювання для перехідних економік // Економічна теорія. – 2006. – № 1. – С. 69–79.

Надійшла до редколегії 09.12.2008

Наукове видання



ВІСНИК

КИЇВСЬКОГО НАЦІОНАЛЬНОГО УНІВЕРСИТЕТУ ІМЕНІ ТАРАСА ШЕВЧЕНКА

ЕКОНОМІКА

Випуски 107-108

Друкується за авторською редакцією

Оригінал-макет виготовлено Видавничо-поліграфічним центром "Київський університет"
Виконавець *Д. Ананьївський*

Автори опублікованих матеріалів несуть повну відповідальність за підбір, точність наведених фактів, цитат, економіко-статистичних даних, власних імен та інших відомостей. Редколегія залишає за собою право скорочувати та редагувати подані матеріали. Рукописи та дискети не повертаються.

Засновник та видавець – Київський національний університет імені Тараса Шевченка. Свідоцтво Міністерства інформації України про державну реєстрацію засобів масової інформації КІ № 251 від 31.10.97. Видавничо-поліграфічний центр "Київський університет", директор Г.Л. Новікова. Адреса ВПЦ: 01601, Київ, б-р Тараса Шевченка, 14, кімн. 43. ☎ (38044) 239 31 72, 239 32 22; факс 234 31 28



Підписано до друку 02.03.09. Формат 60x84^{1/8}. Вид. № 161. Гарнітура Arial. Папір офсетний.
Друк офсетний. Наклад 500. Ум. друк. арк. 13,5. Обл.-вид. арк. 20. Зам. № 29-4725.

Видавничо-поліграфічний центр "Київський університет"
01601, Київ, б-р Т. Шевченка, 14, кімн. 43
☎ (38044) 239 32 22; (38044) 239 31 72; факс (38044) 239 31 28
E-mail: vydav_polygraph@univ.kiev.ua