

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
СУМСЬКИЙ ДЕРЖАВНИЙ УНІВЕРСИТЕТ

на правах рукопису

КОБУШКО ІГОР МИКОЛАЙОВИЧ

УДК 330.322(477)(043.5)

СТРАТЕГІЯ РОЗВИТКУ
ІНВЕСТИЦІЙНОГО РИНКУ УКРАЇНИ

Спеціальність 08.00.08 – Гроші, фінанси і кредит

Дисертація на здобуття наукового ступеня
доктора економічних наук

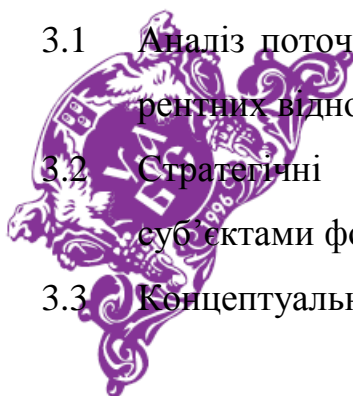
Науковий консультант:
Фролов Сергій Михайлович,
доктор економічних наук, професор



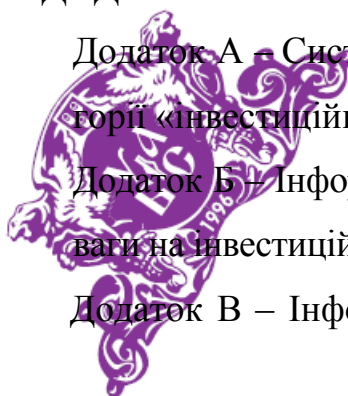
Суми – 2013

ЗМІСТ

ВСТУП.....	5
РОЗДІЛ 1. МЕТОДОЛОГІЧНІ ЗАСАДИ ОБҐРУНТУВАННЯ СТРАТЕГІЧНИХ НАПРЯМКІВ РОЗВИТКУ ІНВЕСТИЦІЙНОГО РИНКУ.....	16
1.1 Розвиток критеріальної бази відокремлення спекулятивного та інвестиційного капіталу	16
1.2 Систематизація та розвиток наукових підходів до розуміння сутності інвестиційного ринку.....	26
1.3 Роль та місце інвестиційного ринку у просторі міжринкової взаємодії.....	58
Висновки до першого розділу.....	94
РОЗДІЛ 2. СТРАТЕГІЧНІ АСПЕКТИ РОЗВИТКУ КОН'ЮНКТУРИ ІНВЕСТИЦІЙНОГО РИНКУ УКРАЇНИ.....	98
2.1 Стратегія формування попиту на інвестиційному ринку України.....	98
2.2 Пропозиція на інвестиційному ринку України: розвиток методології оцінювання та стратегічного прогнозу.....	116
2.3 Методологічні засади формування стратегічних напрямків розвитку інвестиційного ринку України в контексті забезпечення його рівноважного стану.....	134
Висновки до другого розділу.....	152
РОЗДІЛ 3. КОНЦЕПТУАЛЬНІ ЗАСАДИ ФОРМУВАННЯ СТРАТЕГІЇ РОЗВИТКУ КОНКУРЕНТНОГО СЕРЕДОВИЩА НА ІНВЕСТИЦІЙНОМУ РИНКУ УКРАЇНИ.....	157
3.1 Аналіз поточних тенденцій у розвитку основних суб'єктів конкурентних відносин на інвестиційному ринку України.....	157
3.2 Стратегічні аспекти розвитку конкурентних відносин між суб'єктами фондового сегменту інвестиційного ринку України.....	212
3.3 Концептуальні засади комплексного оцінювання конкурентних пе-	



реваг об'єктів інвестування на інвестиційному ринку України.....	232
Висновки до третього розділу.....	247
РОЗДІЛ 4. СТРАТЕГІЯ РОЗВИТКУ ІНВЕСТИЦІЙНОГО РИНКУ УКРАЇНИ ПІД ВПЛИВОМ ГЛОБАЛІЗАЦІЙНИХ ПРОЦЕСІВ.....	251
4.1 Обґрунтування стратегічних загроз та можливостей розвитку інвестиційного ринку України під впливом іноземного капіталу.....	251
4.2 Стратегічні аспекти підтримання оптимального рівня відкритості інвестиційного ринку України для іноземних інвесторів.....	278
4.3 Наукові засади обґрунтування критичних меж проникнення іноземного капіталу на інвестиційний ринок України.....	293
Висновки до четвертого розділу.....	308
РОЗДІЛ 5. СТРАТЕГІЯ ДЕРЖАВНОГО РЕГУЛЮВАННЯ РОЗВИТКУ ІНВЕСТИЦІЙНОГО РИНКУ УКРАЇНИ.....	312
5.1 Обґрунтування основних напрямків формування стратегії національного та наднаціонального регулювання інвестиційного ринку України.....	312
5.2 Концепція державного регулювання інвестиційного ринку України на 2013-1015 рр. : основні положення та принципи.....	351
5.3 Розвиток податкових інструментів реалізації стратегії державного регулювання інвестиційного ринку України.....	363
Висновки до п'ятого розділу.....	382
ВИСНОВКИ.....	387
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ ..	391
ДОДАТКИ.....	429
Додаток А – Систематизація підходів до трактування економічної категорії «інвестиційний ринок».....	430
Додаток Б – Інформаційна база дослідження попиту, пропозиції та рівноваги на інвестиційному ринку України.....	432
Додаток В – Інформаційна база дослідження конкурентного середови-	



ща на інвестиційному ринку України.....	437
Додаток Д – Інформаційна база дослідження інвестиційного ринку України під впливом глобалізаційних процесів.....	441
Додаток Ж – Інформаційна база дослідження теоретико-методологічних засад державного регулювання інвестиційного ринку України.....	450
Додаток З – Довідки про впровадження результатів дисертаційного дослідження.....	463

Державний вищий навчальний заклад
 “УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ
 НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ”

State Higher Educational Institution
 “UKRAINIAN ACADEMY OF BANKING
 OF THE NATIONAL BANK OF UKRAINE”



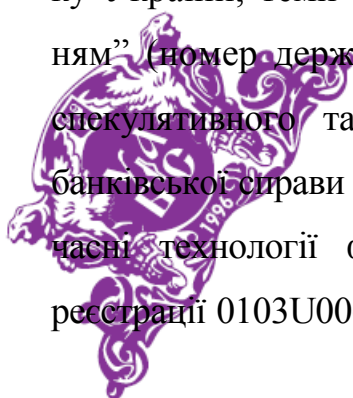
ВСТУП

Актуальність теми дослідження. У вітчизняній економічній науці домінує точка зору, що інвестиційний ринок (ІР) є складовим елементом фінансового ринку, а в зарубіжній він ототожнюється з фондовим ринком. Таке трактування ІР обумовлює розмиття меж між інвестиційними та спекулятивними фінансовими операціями, хоча саме зростання обсягів останніх частіш за все є причиною створення фінансових пірамід, надування фінансових бульбашок в економіці, збільшення обсягів фінансових інструментів, незабезпечених реальними активами чи майбутніми доходами. Наслідком цього є застосування однакових інструментів державного регулювання та нагляду за розвитком цих ринків, встановлення спільних цільових орієнтирів та стратегій розвитку. У той же час необхідність вирішення специфічних завдань підтримання оптимальних пропорцій фінансового та реального інвестування, а також споживання та інвестування в діяльності економічних суб'єктів вимагає формування самостійної та виваженої стратегії функціонування ІР та його регулювання з боку держави та саморегулювних організацій. Враховуючи надзвичайно важливу роль ІР в акумуляції розрізнених ресурсів та трансформації їх у продуктивний інвестиційний капітал, що формує галузеву та відтворювальну структуру економіки, визначає динаміку співвідношення позичкового та промислового капіталів, активізація системних досліджень в напрямку обґрунтування концептуальних засад та практичних механізмів реалізації стратегії розвитку ІР України є актуальною.

Фундаментальні основи теорії стратегічного розвитку ІР закладено в наукових працях зарубіжних дослідників, зокрема: Ф. Алена, Дж. Кейнса, С. Клаессенса, Г. Марковиця, А. Маршалла, Д. Тобіна, Е. Хансена, Д. Хікса та ін. Цікаві наукові результати з досліджуваної проблематики отримані також і вітчизняними вченими, серед яких: Л. М. Алексеєнко, І. А. Бланк, Т. А. Васильєва, В. В. Корнєєв, В. К. Кубліков, Т. В. Майорова, О. В. Мертенс, С. О. Москвін, А. А. Пересада, В. Б. Тропіна, С. М. Фролов, Т. В. Футало, І. О. Школьник та ін.

У той же час, незважаючи на високий рівень досліджень з питань функціонування ІР, цілий ряд теоретичних і прикладних проблем залишаються невирішеними остаточно. Це стосується зокрема подолання загальнометодологічних протиріч стосовно розуміння сутності ІР, його функцій в економічній системі та місця в ринковому просторі; формалізації закономірностей формування попиту, пропозиції та точки рівноваги на ІР, визначення стратегії їх підтримання на рівнях, необхідних для забезпечення стійкого економічного зростання в країні; обґрунтування напрямків реалізації стратегії дотримання паритету між відкритістю ІР та обмеженням присутності іноземного капіталу на ньому; формуванням стратегії і тактики підтримання економічно обґрунтованого рівня конкуренції між суб'єктами та об'єктами інвестування на цьому ринку; впорядкуванням заходів державного регулювання та нагляду за ІР, особливо – в контексті податкового регулювання. Логічна незавершеність формування цілісного уявлення про стратегію розвитку ІР України обумовила актуальність дослідження, його мету, завдання та зміст.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами. Тематика дисертаційного дослідження відповідає пріоритетним напрямкам реалізації науково-дослідних програм національного та регіонального значення. Зокрема в Сумському державному університеті під час виконання теми “Дослідження кон'юнктури інвестиційного ринку України” (номер держ. реєстрації 0111U008162) враховано пропозиції дисертанта щодо оцінювання попиту, пропозиції та рівноваги на ІР України; теми “Формалізація сучасних тенденцій розвитку інвестиційного ринку України” (номер держ. реєстрації 0111U009804) – пропозиції щодо формалізації конкурентних відносин на інвестиційному ринку України; теми “Фінансовий механізм управління інноваційним відтворенням” (номер держ. реєстрації 0109U001484) – пропозиції щодо відокремлення спекулятивного та інвестиційного капіталу. У ДВНЗ “Українська академія банківської справи Національного банку України” під час роботи над темою “Сучасні технології фінансово-банківської діяльності в Україні” (номер держ. реєстрації 0103U006965) враховано пропозиції дисертанта щодо оцінювання інве-



стиційної привабливості окремих інструментів на ІР України; над темою “Реформування фінансової системи України в умовах євроінтеграційних процесів” (номер держ. реєстрації 0109U006782) – пропозиції щодо оцінювання рівня відкритості ІР України.

Мета і завдання дослідження. Метою дослідження є розробка теоретико-методологічних засад формування стратегії розвитку та регулювання інвестиційного ринку України під впливом динамічних змін його кон’юнктури, загострення конкуренції на ньому та глобалізаційних процесів.

Поставлена мета зумовила необхідність вирішення таких завдань:

- удосконалити критеріальну базу розмежування спекулятивного та інвестиційного капіталу;
- удосконалити підходи до розуміння сутності ІР;
- обґрунтувати роль та місце ІР в економічній системі;
- обґрунтувати стратегію формування попиту на ІР України на основі економетричної моделі оцінювання його поточного та перспективного рівнів;
- обґрунтувати стратегічні напрямки стимулювання пропозиції інвестиційних ресурсів в Україні на основі побудови моделі її оцінювання та прогнозування;
- поглибити методичний інструментарій оцінювання точки рівноваги на ІР;
- розробити систему заходів державного регулювання кон’юнктури ІР України з метою врівноваження попиту та пропозиції на ньому;
- узагальнити поточні тенденції у розвитку основних суб’єктів ІР України;
- удосконалити методичний інструментарій оцінювання рівня конкуренції на ІР, здійснити практичні розрахунки за даними фондового сегмента ІР України;



- поглибити методичні основи оцінювання інвестиційної привабливості акцій та облігацій у контексті стратегії забезпечення конкурентних переваг об'єктів інвестування на IP;
- обґрунтувати стратегічні напрямки регулювання IP України під впливом глобалізаційних процесів з урахуванням критичних меж проникнення іноземного капіталу на нього;
- поглибити науково-методичний підхід до оцінювання оптимального рівня відкритості IP як індикатора його інтегрованості в глобалізаційні процеси;
- обґрунтувати основні положення Концепції державного регулювання IP України на 2013–2015 рр.
- розробити шляхи удосконалення стратегії податкового регулювання IP України, зокрема в контексті оподаткування фінансових трансакцій.

Об'єктом дослідження є економічні відносини, що виникають на інвестиційному ринку між покупцями та продавцями інвестиційних ресурсів, посередниками та регуляторами цього ринку.

Предметом дослідження є науково-методологічні засади та практичний інструментарій формування стратегії розвитку та регулювання інвестиційного ринку України.

Методи дослідження. Методологічну основу дисертаційного дослідження становлять фундаментальні положення економічної теорії, теорії фінансів, грошей і кредиту, інвестування, оподаткування, сучасні концепції грошово-кредитного регулювання економіки, наукові праці вітчизняних та зарубіжних вчених з питань функціонування фінансових ринків.

У роботі, відповідно до поставлених завдань, використано такі методи дослідження: методи логічного узагальнення та наукової абстракції (при уточненні категоріального апарату дослідження); факторний і порівняльний аналізи (при відокремленні спекулятивного та інвестиційного капіталу); кореляційний, регресійний, аналізи, економіко-математичне моделювання (при оцінюванні параметрів формування кон'юнктури IP); дихотомічний метод (при

оцінюванні критичних меж проникнення іноземного капіталу на IP); системно-структурний аналіз (при обґрунтуванні місця IP у просторі міжринкової взаємодії, дослідженні тенденцій розвитку IP України); методи експертних оцінок, індексний, групувань (при оцінюванні рівня конкуренції на IP та рівня його відкритості, розробці пропозицій щодо оподаткування фінансових трансакцій в Україні), методи синтезу, стандартизації та ранжування показників (при оцінюванні інвестиційної привабливості акцій та облігацій).

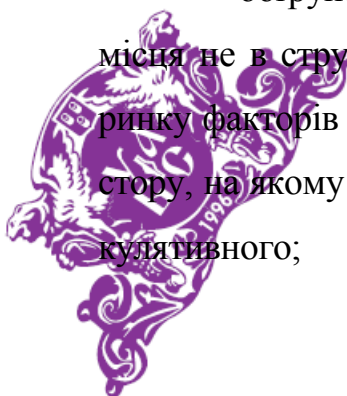
Інформаційно-фактологічною базою дослідження є: закони України, укази Президента України, нормативні акти Кабінету Міністрів України, постанови та звітні дані Національного банку України, Національної комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг, та Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку; аналітичні матеріали Міністерства фінансів України та Міністерства економічного розвитку і торгівлі України, а також міжнародних фінансових організацій; звітна інформація Державної служби статистики України; результати наукових досліджень з питань функціонування фінансових ринків.

Наукова новизна одержаних результатів полягає у вирішенні наукової проблеми щодо створення теоретико-методологічного та методичного підґрунтя формування стратегії розвитку та регулювання інвестиційного ринку України під впливом динамічних змін його кон'юнктури, загострення конкуренції на ньому та глобалізаційних процесів.

Найбільш вагомими науковими результатами дисертаційного дослідження є такі:

вперше:

- обґрунтовано роль IP в системі ринків шляхом виокремлення його місця не в структурі фінансового ринку, а на перетині фінансового ринку та ринку факторів виробництва, а також окреслення його меж як ринкового простору, на якому обертається капітал, який має ознаки інвестиційного, а не спекулятивного;

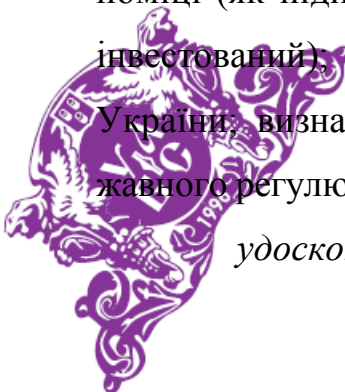


- розроблено методологічні засади формування системи заходів державного регулювання кон'юнктури ІР України з метою врівноваження попиту та пропозиції на ньому, які: 1) передбачають зміну одночасно всіх або лише одного з параметрів; 2) враховують часові лаги між застосуванням регулюючих заходів та отриманням результату; 3) дозволяють формалізувати межі кількісних змін кожного параметра. Це надає можливість кількісно оцінювати (за обсягами та часом) цільові орієнтири, що встановлюються при реалізації національних програм соціально-економічного та інвестиційного розвитку України;

- розроблено методологічні засади оцінювання попиту на ІР України шляхом формалізації залежності обсягу інвестицій в економіку (як основного індикатора попиту на цьому ринку) від найбільш релевантних факторів його формування, виокремлених на основі кореляційного та регресійного аналізів. Цей підхід враховує тенденції розвитку ІР в цілому, а не його окремих сегментів; розриви у часі між зміною факторної та результативної ознак; не потенційний, а реальний попит, що дозволило спрогнозувати рівень попиту на інвестиційні ресурси в Україні на найближчу та стратегічну перспективу і визначити перелік та часові орієнтири застосування державними органами управління системи заходів щодо підтримання оптимального рівня попиту на ІР;

- розроблено концептуальні засади та методичний інструментарій прогнозування рівня пропозиції на ІР України, які дозволяють формалізувати вплив факторів, що визначають рішення економічних суб'єктів щодо міжчасового розподілу споживання та інвестування, на рівень заощаджень в економіці (як індикатора обсягу вільних ресурсів, який потенційно може бути інвестований); оцінити поточний та перспективний рівні пропозиції на ІР України; визначити стратегічні напрямки реалізації в Україні заходів державного регулювання щодо її збільшення;

удосконалено:



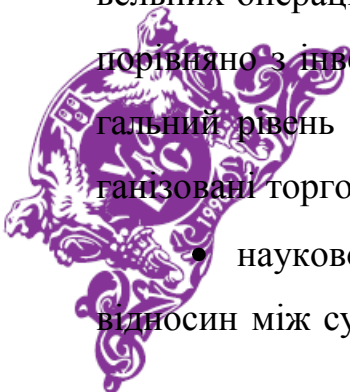
- методичні засади оцінювання рівня відкритості ІР як співвідношення сум фактичних і максимальних значень коефіцієнтів осциляції та темпів приросту за всіма релевантними факторами, що визначають жорсткість формальних і неформальних бар'єрів для входження на ринок, прозорість та транспарентність ІР, його готовність до інтеграції у світову ринкову систему, інвестиційну привабливість національної економіки;

- науково-методичний підхід до оцінювання точки рівноваги на ІР, який, на відміну від існуючих, базується на використанні апарату лінійного параметричного програмування, що дозволило визначити часовий горизонт досягнення точки рівноваги на ІР України за умови збереження існуючих тенденцій розвитку його кон'юнктури;

- методичний інструментарій регулювання ІР України з урахуванням глобалізаційних процесів, що, на відміну від існуючих підходів, здійснено на основі встановлення дихотомічним методом граничних меж діапазону зміни частки інвестицій, здійснених нерезидентами, в загальному обсязі інвестиційних ресурсів на ринку, при яких досягається найбільший темп зростання ВВП;

- науково-методичний підхід до податкового регулювання ІР України шляхом обґрунтування необхідності введення додаткових податків на спекулятивні операції з фінансовими інструментами (які надають право власності, борговими цінними паперами, деривативами та валютними активами), а також диференціації розміру ставок оподаткування залежно від критеріїв: термін перебування фінансового інструмента у власності платника податку, наявність біржової реєстрації цінних паперів, місце здійснення торговельних операцій. Це дозволить знизити дохідність спекулятивних операцій порівняно з інвестиційними, підвищити транспарентність ІР та зменшити загальний рівень волатильності цін на ньому, переорієнтувати торги на організовані торговельні майданчики (біржу);

- науково-методичні засади оцінювання інтенсивності конкурентних відносин між суб'єктами ІР, що, на відміну від існуючих, здійснено шляхом



розрахунку інтегрального індикатора конкуренції на ІР на основі матричного підходу, що дозволило побудувати конкурентну карту ІР в координатах “частка ринку, яка контролюється відповідним суб’єктом – темп її приросту”, формалізувати конкурентну позицію кожної групи суб’єктів ринку;

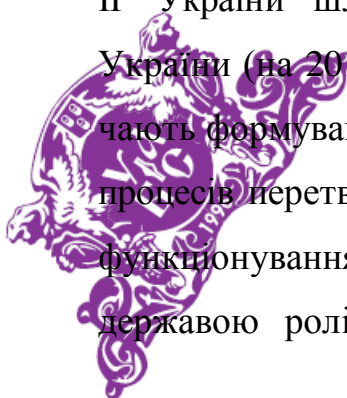
- науково-методичний підхід до оцінювання інвестиційної привабливості акцій та облігацій, що, на відміну від існуючих підходів, враховує обрану інвестором стратегію, базується на розрахунку інтегрального показника, який узагальнює індивідуальні оцінки за критеріями: прибутковість, ризик, надійність, ліквідність, безпека, конвертованість, курсова вартість;

набули подальшого розвитку:

- розуміння економічного змісту поняття “інвестиційний ринок” як сукупності економічних відносин між продавцями ресурсів та їх покупцями (безпосередньо або за участю посередників) з приводу акумуляції інвестиційного та/або позикового капіталу та трансформації їх у фактор виробництва на основі взаємодії попиту та пропозиції в межах інституційного й правового поля;

- методичні засади розмежування спекулятивного та інвестиційного капіталу, що, на відміну від існуючих підходів, здійснено за такими критеріями: строковість; спосіб отримання доходу; дохідність; ризиковість; орієнтири при прийнятті рішень про вкладення капіталу; оборотність; використання фінансового важеля. Це стало науковим підґрунтям для коректного визначення товару на ІР та окреслення меж цього ринку з позиції розмежування спекулятивного та інвестиційного сегментів фінансового ринку;

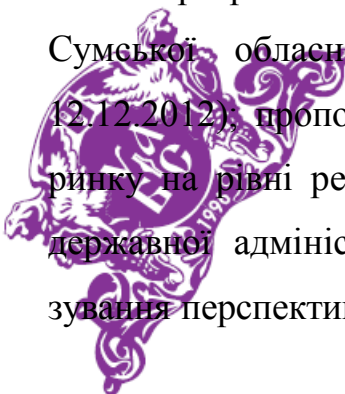
- наукові засади обґрунтування напрямків впливу держави на розвиток ІР України шляхом розробки Концепції державного регулювання ІР України (на 2013–2015 рр.), які, на відміну від існуючих підходів, передбачають формування системи заходів, об’єднаних за напрямками: стимулювання процесів перетворення заощаджень в інвестиції, підвищення ефективності функціонування інфраструктури ринку, підвищення ефективності виконання державою ролі інвестиційного посередника, збільшення транспарентності



ринку, регулювання конкуренції на ньому, підвищення якості нагляду та регулювання, податкове регулювання обігу інвестиційного капіталу.

Практичне значення одержаних результатів полягає в тому, що основні наукові положення дисертаційного дослідження доведено до рівня методичних розробок і практичних рекомендацій. Пропозиції автора щодо прогнозування перспективних тенденцій формування кон'юнктури ІР України можуть бути враховані його регуляторами при прийнятті стратегічних управлінських рішень; щодо стратегії розвитку ІР України під впливом глобалізаційних процесів як паритету між його відкритістю та обмеженням присутності іноземного капіталу на ньому – державними органами влади при розробці програмних документів та нормативних актів, що регулюють рух іноземного капіталу та загальні умови ведення бізнесу від його започаткування до ліквідації; щодо застосування податкових інструментів державного регулювання ІР України – Міністерством доходів і зборів України та Комітетом Верховної Ради України з питань податкової та митної політики при удосконаленні системи оподаткування фінансових операцій в Україні; щодо оцінювання інтенсивності конкурентних відносин на ІР – інвестиційними посередниками при побудові стратегій позиціонування на ринку.

Наукові результати автора використовуються в практичній діяльності органів державного управління різних рівнів та інвестиційних посередників, що підтверджується відповідними актами та довідками. Так результати моделювання гранично допустимого рівня присутності іноземного капіталу на вітчизняному ІР використані в роботі Міністерства фінансів України (довідка № 05000-06/922 від 12.12.2012); результати прогнозування рівня попиту на ІР на базі розробленої мультиплікативної економетричної моделі – в діяльності Сумської обласної державної адміністрації (довідка № 01-24/7504 від 12.12.2012); пропозиції щодо формування конкурентної карти інвестиційного ринку на рівні регіону – в роботі Управління економіки Сумської районної державної адміністрації (довідка № 187 від 12.12.2012); результати прогнозування перспективних тенденцій зміни кон'юнктури ІР України в контексті ре-

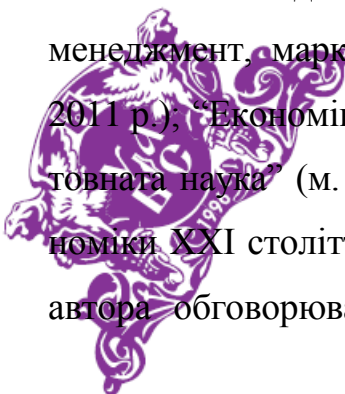


гулювання інвестиційної діяльності банків – в діяльність Управління Національного банку України в Сумській області (довідка № 01-014/2096 від 05.12.2012); пропозиції щодо побудови конкурентної карти ринку для вимірювання інтенсивності конкуренції між інвестиційними посередниками – в діяльність філії “Сумська дирекція ПрАТ “Європейський страховий альянс” (довідка № 129 від 15.11.2012); пропозиції щодо впровадження в Україні податків на фінансові трансакції – в діяльність Державної податкової служби в Сумській області (довідка № 78-54/567 від 07.12.2012).

Основні положення дисертації використовуються в навчальному процесі Сумського державного університету під час викладання дисциплін “Фінансовий ринок”, “Фінансове посередництво”, “Фінансовий аналіз”, “Управління фінансовою санацією підприємств”, “Фінансовий менеджмент” (акт від 06.11.2012).

Особистий внесок здобувача. Дисертаційна робота є завершеним науковим дослідженням. Наукові положення, розробки, результати, висновки і рекомендації, що виносяться на захист, одержані автором самостійно. Особистий внесок у працях, опублікованих у співавторстві, вказано у списку публікацій.

Апробація результатів дисертації. Основні положення дисертаційної роботи доповідалися й одержали позитивну оцінку на міжнародних науково-практичних конференціях: “Економічні погляди: теорія і практика” (м. Одеса, 2012 р.); “Тенденції управління фінансовими та інноваційними процесами в умовах ринкових перетворень” (м. Вінниця, 2012 р.); “Міжнародна банківська конкуренція: теорія і практика” (м. Суми, 2012 р.); “Проблеми соціально-економічного розвитку підприємництва” (м. Дніпропетровськ, 2012 р.); “Економіка та менеджмент: перспективи розвитку” (м. Суми, 2011 р.); “Економіка, менеджмент, маркетинг і логістика: теорія, практика, перспективи” (м. Ялта, 2011 р.); “Економіка для екології” (м. Суми, 2008–2010 рр.); “Поглед вверху світована наука” (м. Софія, Болгарія, 2010 р.); “Проблеми формування нової економіки XXI століття” (м. Дніпропетровськ, 2010 р.) та ін. Крім того, пропозиції автора обговорювалися і були схвально оцінені на всеукраїнських науково-



практичних конференціях: “Проблеми забезпечення стабільного розвитку національних банківських систем: теорія, практика та світовий досвід” (м. Львів, 2012 р.); “Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України” (м. Суми, 2012 р.); “Проблеми та перспективи розвитку банківської системи України в умовах фінансової нестабільності” (м. Тернопіль, 2012 р.); “Система управління в контексті перезавантаження державних фінансів України” (м. Київ, 2011 р.) та ін.

Публікації. Основні наукові положення, висновки і результати дослідження опубліковано в 48 наукових працях загальним обсягом 46,42 друк. арк., з яких особисто автору належать 44,43 друк. арк., у тому числі 1 одноосібна монографія, розділи у 4 колективних монографіях, 24 статті в наукових фахових виданнях з економіки, 1 стаття в іноземному виданні, 16 публікацій у збірниках матеріалів конференцій, 2 навчальні посібники (у співавторстві).



РОЗДІЛ 1

МЕТОДОЛОГІЧНІ ЗАСАДИ ОБҐРУНТУВАННЯ СТРАТЕГІЧНИХ НАПРЯМКІВ РОЗВИТКУ ІНВЕСТИЦІЙНОГО РИНКУ

1.1 Розвиток критеріальної бази відокремлення спекулятивного та інвестиційного капіталу

Одне з центральних місць в процесі прийняття інвестиційних рішень та, відповідно функціонування інвестиційного ринку країни в цілому, посідає економічна категорія «капітал», сучасне трактування якої, на наш погляд, потребує окремої уваги.

Зазначимо, що теорія капіталу завжди була в центрі уваги з боку вітчизняних та зарубіжних вчених на різних історичних проміжках, про що свідчать праці представників всіх економічних шкіл, починаючи з А.Сміта та Д.Рікардо та завершуючи роботами П.Самуельсона та М.Фрідмена. З латинської термін «капітал» – *capitalis* – означає «головний», головна цінність [283]. Еволюційність розвитку категорії «капітал» представлена у табл. 1.1 та є свідченням багатоаспектності та складності трактування поняття.

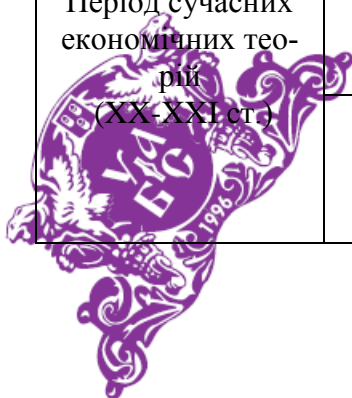
Так, представниками школи меркантилізму при спробі пояснити природу капіталу використовувалася переважно грошова форма його прояву, яка слугувала вимірником багатства країни, а основним джерелом формування капіталу вважалася сфера обігу, зокрема зовнішньоторговельна. Фізіократи, досліджуючи джерела виникнення капіталу, зміщують акценти зі сфери обігу у сферу виробництва, а саме сільське господарство, в той час як поняття «капітал» набуває матеріально-речового змісту.

Починаючи зі становлення класичної політичної економії, капітал починає розглядатися в межах сфери виробництва: класики економічної теорії У.Петті, А.Сміт, Д. Рікардо вперше визначили заємозв'язок трудової діяльності

та капіталу як уречевленого багатства, виробленого людиною; К.Маркс вперше поглянув на капітал як суспільно-економічний феномен, як самозростаючу вартість. На наш погляд, ключовим положенням теорії марксизму з точки зору розкриття змісту поняття «капітал» слід вважати надання йому соціально-економічної форми, а саме через розкриття змісту сукупності економічних (виробничих) відносин, що виникають в процесі використання та створення нового капіталу (доданої вартості). Розвиток неокласичної політичної економії дало поштовх подальшому розширенню трактування поняття «капітал», а саме врахування потреб індивідуума та розумінні капіталу як вартості, що здатна приносити дохід його власнику.

Таблиця 1.1 – Еволюція поглядів на зміст поняття «капітал» в межах основних наукових шкіл

Етап розвитку економічної думки	Напрямок (школа) економічної думки та її представники	Підхід до розуміння капіталу	Основна форма прояву капіталу
Докапіталістичний період (XV-XVII ст.)	Меркантилізм (М.Стафорд, Т.Ман, А.Монкретьєн)	Капітал як гроші, зокрема золото та срібло	Торговий капітал
Період класичної політичної економії (XVIII-XIX ст.)	Фізіократія (А.Тюрго, Ж.Сімонді, Ф.Кене)	Капітал як засоби сільськогосподарського виробництва, продукти праці	Природний капітал
	Класицизм (У.Петті, А.Сміт, Д.Рікардо)	Капітал як фактор виробництва	Фізичний капітал
	Марксизм (К.Маркс, Ф.Енгельс)	Капітал це економічна категорія та самозростаюча вартість	Виробничий, грошовий, товарний капітал
Період неокласичної політичної економії (XIX-XX ст.)	Маржиналізм (Б.Бем-Баверк, К.Менгер, Ф.Візер)	Капітал це наслідок використання праці та землі	Матеріальний капітал
	Неокласицизм (Л.Вальрас, А.Маршал, А.Пігу)	Капітал як сукупність засобів виробництва та складова багатства індивідуума	Матеріальний та нематеріальний капітал
Період сучасних економічних теорій (XX-XXI ст.)	Кейнсіанство (Дж.Кейнс)	Капітал це частина (запас), що забезпечує його власника доходом	
	Інституціоналізм (Т.Веблен, Дж.Гелбрейт)	Капітал має не тільки матеріальний вираз (економічне підґрунтя), а й нематеріальний (соціальне підґрунтя)	

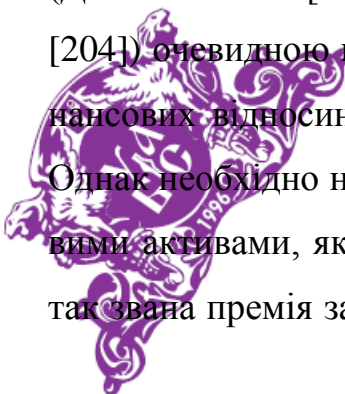


Таким чином, підводячи підсумки ретроспективного дослідження трактування поняття «капітал» можна виокремити два найбільш загальні підходи до розкриття його змісту – «матеріально-речовий» та «суспільно-економічний». Якщо перший розкриває сутність капіталу виключно з позиції фактору виробництва та ресурсу, що є свідченням вузькості підходу, то другий підхід розглядає капітал з позиції процесного підходу, руху, зміни форм його прояву, що надає поняття якісного наповнення.

Узагальнення існуючих в економічній літературі підходів до трактування змісту поняття «капітал» дає можливість виокремити декілька сучасних підходів до розкриття його змісту.

Перший підхід – речовий, або натуралістичний, – акцентує увагу на матеріальній складовій капіталу, зокрема розглядає капітал як засоби виробництва (в т.ч. виробниче обладнання), певний накопичений запас товарів.

Другий підхід – грошовий (монетаристський) – зосереджується на розумінні капіталу з позиції його грошового виразу, як фінансовий капітал, що приносить дохід його власнику. Р. Гільфердінг [51], підкреслюючи, що фінансовий капітал є поєднанням банківського і промислового капіталів, визначає його як «грошовий капітал, який набирає форми руху останнього (гроші, що приносять гроші)». В контексті дослідження понять «грошовий» та «фінансовий» капітал слід погодитися з працею [176], де заперечується синонімічність цих понять та вказується на їх співвідношення в якості частини та цілого. Також до складу фінансового капіталу належать інші види активів фінансового ринку, наприклад, цінні папери, боргові зобов'язання та права вимоги за позикою, що не віднесені до цінних паперів). При розумінні грошей як «стандарту цінностей» (Дж. М. Кейнс [355]) чи «загального еквівалента вартості товарів» (К. Маркс [204]) очевидною перевагою являється можливість узагальнення сукупності фінансових відносин до грошових з метою подальшого відображення в обліку. Однак необхідно наголосити на очевидній відмінності між грошима та фінансовими активами, яку Дж. М. Кейнс розуміє в тому, що для грошових коштів їх так звана премія за ліквідність «...набагато перевищує витрати утримання, тоді



як витрати утримання інших активів набагато перевищують їх премію за ліквідність» [355].

Третій підхід – нематеріальний – розкриває такі елементи капіталу як інформаційний, технологічний, людський, інтелектуальний тощо, які також стають об'єктом інвестицій для отримання прибутків.

Крім того, проведений аналіз сучасних трактувань поняття «капітал» дає змогу виокремити його найбільш широке розуміння, а саме як певний економічний та інвестиційний ресурс, який:

- по-перше, пов'язаний з категорією часу, що обумовлено відмовою власника ресурсу від його використання в поточному періоді на користь отримання економічних вигід у майбутньому;

- по-друге, передбачає здійснення певних вкладень та розміщень з метою подальшого нагромадження багатства як на макроекономічному рівні (рівні країни), так і на мікроекономічному (рівні окремого індивідуума);

- по-третє, пов'язаний з прийняттям економічних рішень та, відповідно супроводжується економічними відносинами з приводу використання накопчених цінностей у вигляді реального (матеріального) чи фінансового капіталу;

- по-четверте, відіграє важливу роль у відтворювальних процесах в межах всієї економічної системи, виступаючи поряд з іншими (праця, земля) одним з факторів виробництва;

- по-п'яте, передбачає отримання доходу від його використання, що обумовлює його зростаючу економічну цінність;

- по-шосте, є об'єктом власності та процесів купівлі-продажу, тобто є товаром на ринку, що характеризується попитом та пропозицією;

- і останнє, характеризується багатоваріантністю форм прояву, які знаходяться у тісному взаємозв'язку та постійному русі. Так, в табл. 1.2 наведено найбільш поширені форми прояву капіталу, що підкреслює можливості формування та подальшого застосування капітального ресурсу.



Таблиця 1.2 – Найбільш поширені форми прояву капіталу

Ознака	Форма
походження джерела формування капіталу	власний (інвестиційний) та позиковий (залучений)
форма власності	приватний, державний, змішаний
організаційно-правова форма залучення	пайовий, індивідуальний, акціонерний
правова форма функціонування	легальний та тіньовий
строк залучення	коротко-, середньо- та довгостроковий
напрямок інвестування	матеріальний (речовий) та нематеріальний (людський та фінансовий)
стадія перебування в обороті	грошовий, виробничий, товарний
сфера застосування	промисловий, банківський, торгівельний та ін.
роль у створенні доходу	продуктивний та спекулятивний
масштаб використання	національний та міжнародний
рівень ризику	ризиковий та безризиковий
спосіб перенесення вартості	основний та оборотний
роль у створенні додаткової вартості	постійний та змінний

Якщо розглядати категорію «капітал» у загальному розумінні: сукупність як матеріальних, так і нематеріальних цінностей, то справедливим є визначення інвестицій як способу вкладення капіталу, що забезпечує його розширене відтворення [218]. У наведеному С. В. Мочерним [68] визначенні інвестиційного ринку одночасно наявні категорії «інвестиції» та «капітал» як рівноправні та взаємодоповнюючі, що засвідчує їх неоднорідність. Зазначимо, що за умов командно-адміністративної економіки поняття «інвестицій» ототожнювалося з поняттям «капіталовкладення» – під першим розумілося «довгострокове вкладення капіталу у різні галузі капіталістичної економіки в межах країни або за кордоном з метою отримання максимального прибутку» [299]. У сучасних же умовах термін «інвестиції» є більш широкою економічною категорією, що характеризується значно ширшим набором як об'єктів, так і напрямів вкладення капіталу. Реалізація ж інвестицій, у свою чергу, забезпечується здійсненням інвестиційної діяльності, що проявляється у безперервному русі капіталу – кру-

гообігу капіталу – з метою його подальшого відтворення. Розкриття змісту інвестиційного процесу схематично представлено на рис. 1.1.

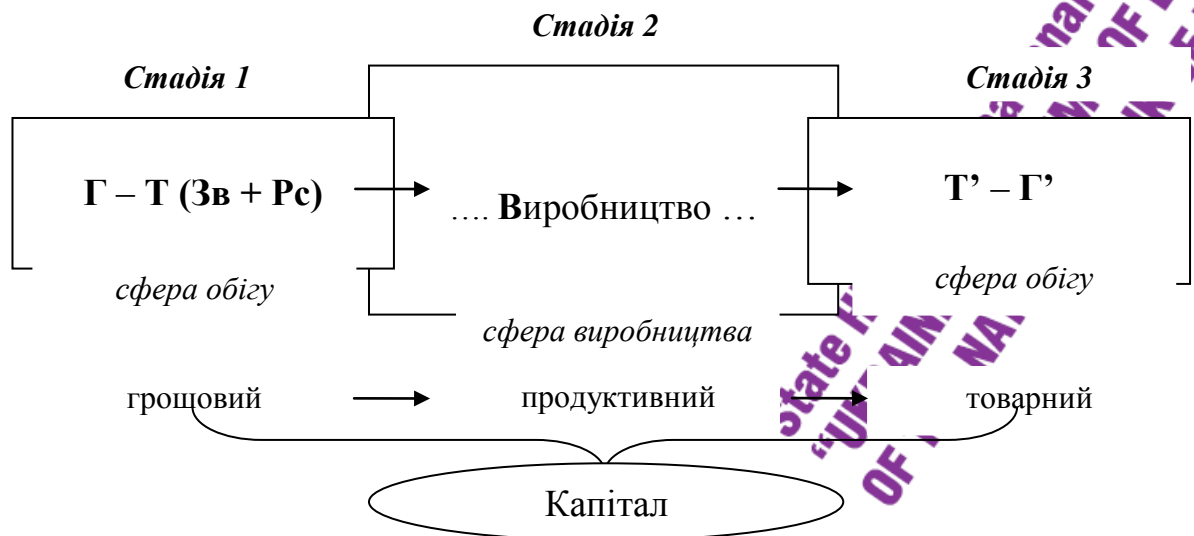
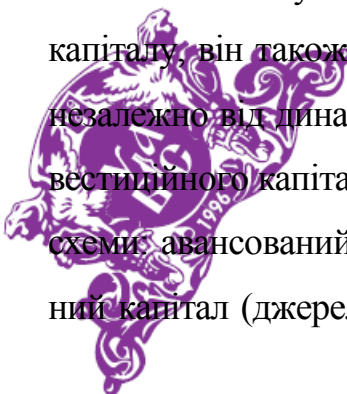


Рисунок 1.1 – Схема кругообігу капіталу

Початковою формою руху капіталу вважається грошова, що представлено певною сумою грошей (грошовим капіталом), який авансується для придбання факторів виробництва з подальшим поєднанням робочої сили та засобів виробництва і реалізації виробничого процесу. В процесі виробництва капітал набуває продуктивної форми та має місце створення вартості, що була авансована, та яка втілюється у новоствореній продукції. Третя стадія руху капіталу характеризується поверненням до сфери обігу з метою реалізації вироблених товарів та перетворення товарного капіталу у грошову (початкову). Ключовою особливістю третьої стадії являється можливість матеріального прояву новоствореної (додаткової) вартості у вигляді прибутку, що слугує доходом для його власника та передумовою для подальшого продовження руху капіталу та авансування його у новий цикл кругообігу. Наведена схема є підтвердженням тези, що гроші перетворюються на капітал лише за умови створення додаткової вартості. Слід підкреслити, що у випадку дотримання капіталом руху за наведеною схемою є всі підстави вести мову про інвестиційний капітал, який дійсно спрямовується на розширення виробництва (в т.ч. його якісне оновлення). За А. А. Котуковим [183], якщо економічні ресурси задовольня-

ють сукупні потреби народного господарства країни в цілому, то інвестиційні ресурси сприяють задоволенню нових, інноваційних потреб економіки в межах інвестиційної діяльності і саме вони формують інвестиційний капітал. Виходячи з цього, інвестиційний капітал належить до частини інвестицій, що використовується для прирощення вартості об'єкта вкладення, тобто відтворення нового виробництва. Іншими словами, інвестиційний капітал – це система економічних відносин із приводу залучення сукупності інвестиційних ресурсів, які перебувають в постійній взаємодії. Таким чином, у процесі інвестиційної діяльності інвестиційні ресурси відіграють роль засобів виробництва, а сам інвестиційний капітал – роль фактора виробництва. Отже, можна зробити висновок, що з позиції забезпечення інвестиційного процесу грошовий капітал набуває першочергового значення.

Враховуючи той факт, що капітал, окрім виконання функції економічного (інвестиційного) ресурсу, являється товаром на ринку, а відтак є об'єктом попиту та пропозиції, частиною ринку капіталу, особливої актуальності, на наш погляд, набуває питання чіткого розмежування дійсно інвестиційного капіталу та так званого «фіктивного», або спекулятивного капіталу. Виникнення проблеми фіктивного капіталу датується кінцем ХХ – початком ХХІ ст., що пов'язано з активним розвитком ринку цінних паперів та відособленням титулів власності поряд з існуванням реального капіталу. Одним з перших на проблему існування фіктивного капіталу звернув увагу К.Маркс у відомій праці «Капітал», ввівши до наукового обороту поняття «оманливої» вартості капіталу. Зомбарт В. в процесі дослідження форм капіталу зазначав, що поряд з актуальним (дійсним) капіталом, який «працює» задля основної мети діяльності підприємства, існує фіктивний капітал, який не має цінності в реальній дійсності» [100]. Головною особливістю функціонування фіктивного капіталу є той факт, що незважаючи на його відособлення від реального капіталу, він також знаходиться в постійному русі та може змінювати свої обсяги незалежно від динаміки змін реального капіталу. Подібно до моделі кругообігу інвестиційного капіталу, рух фіктивного капіталу також можна представити у вигляді схеми: авансований капітал на придбання відповідного титулу власності на реальний капітал (джерело формування фіктивного капіталу) – рух титулу власності на



ринку – новостворена вартість на вкладений фіктивний капітал. Різниця між авансованою величиною капіталу та новоствореною становить фіктивний прибуток.

З позиції забезпечення ефективного розвитку інвестиційного ринку країни та розширення інвестиційних вкладень окрему наукову проблему становить критеріальна база відокремлення спекулятивного та інвестиційного капіталу. Беручи до уваги особливості кругообігу фіктивного та інвестиційного капіталу та сучасні тенденції розвитку фінансового ринку, пропонуємо виокремити сім основних критеріїв такого відокремлення (рис. 1.2).

Розглянемо запропоновані критерії більш детально. Так, одним із принципів інвестиційної діяльності є принцип строковості, який передбачає вкладення капіталу на визначений строк, що конкретизує момент повернення авансованого капіталу у вигляді новоствореної вартості. Вкладення капіталу терміном до одного року зазвичай носить не інвестиційний, а спекулятивний характер, пов'язаний зі швидким рухом фіктивного капіталу, порівняно з реальним. Для короткострокового вкладення капіталу характерним є використання таких об'єктів інвестування як банківські депозити, векселі та інші швидкозростаючі цінні папери. Задоволення ж інвестиційних потреб реального сектора, розширення основних та оборотних коштів підприємств потребує довгострокового вкладення капіталу, та відповідно більш тривалого періоду окупності інвестицій, що не є прийнятним для спекулятивних цілей.

Економічною основою строковості інвестиційних вкладень є тривалість оборотного циклу капіталу, яка вимірюється в кількості обертів капіталу за рік або у днях та є свідченням інтенсивності його використання та ділової активності. Для спекулятивного капіталу характерним є високий рівень оборотності, тобто прискорений рух капіталу за його основними стадіями та не тривалий виробничий цикл. Вкладення інвестиційного ж капіталу зазвичай потребують об'єкти з тривалим виробничим циклом.





Рисунок 1.2 – Критерії відокремлення спекулятивного та інвестиційного капіталу

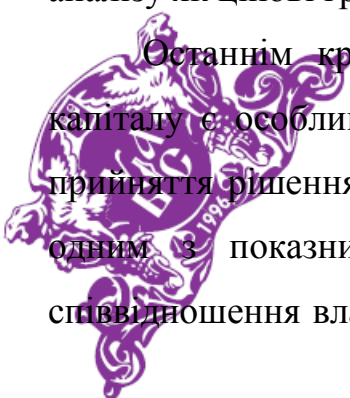
Орієнтація інвестора на відповідний вид доходу також може слугувати критерієм для відокремлення спекуляцій та інвестицій. Характерною ознакою спекулятивного капіталу є його вкладення з метою отримання прибутку за рахунок цінових коливань на ринку, тобто проведення арбітражних операцій – купівлею активів на одному ринку (чи його сегменті) з подальшим перепродажем за вищою ціною на іншому. Високою волатильністю та можливістю проведення арбітражних операцій визначаються іноземна валюта, житлова нерухомість, похідні цінні папери. Метою ж вкладення інвестиційного капіталу є отримання дивідендного доходу, пов'язаного з вкладанням коштів у статутні капітали підприємств, що за своєю економічною природою має довгостроковий характер (спайові цінні папери), та/або відсоткового доходу, основним джерелом

якого слугують вкладення капіталу у боргові інструменти (наприклад, облігації або активи з фіксованою доходністю).

Спекулятивні операції на інвестиційному ринку зазвичай спрямовуються на використання інструментів з підвищеною ризикованістю, а відтак й доходністю. Метою в даному випадку є максимальний приріст капіталу за рахунок вкладення капіталу у швидкозростаючі компанії, що наближує капітал до ознак венчурного капіталу. Вкладенню інвестиційного капіталу передують ретельний аналіз показників ризиковості інвестиційного проекту та розробка комплексу заходів з мінімізації основних видів інвестиційних ризиків.

Інструментарій, що покладений в основу прийняття інвестиційних рішень, також повинен розглядатися одним з критеріїв для відокремлення інвестиційного та спекулятивного капіталу. Для першого характерним є з'ясування основних факторів впливу на вартісні та динамічні характеристики об'єкта інвестиційних вкладень, використання макроекономічного та галузевого аналізу, ретельного аналізу поточного фінансового стану підприємства – потенційного об'єкта вкладення капіталу, здійснення прогнозування його майбутньої вартості, ґрунтуючись виключно на економічних передумовах. Вкладення спекулятивного капіталу базується на ігноруванні чинників фундаментального аналізу, а в основу прийняття інвестиційних рішень покладено технічні характеристики ринку об'єктів інвестування. Технічний аналіз заснований на дослідженні закономірностей руху вартісних характеристик потенційних об'єктів капіталовкладень, визначенні часових моментів їх зміни з метою вибору найоптимальнішого (з позиції доходності) вкладення моменту часу. У даному випадку активного поширення набувають такий інструментарій технічного аналізу як цінові графіки та діаграми тощо.

Останнім критерієм відокремлення спекулятивного та інвестиційного капіталу є особливості використання ефекту фінансового левериджу під час прийняття рішення про вкладення капіталу. Як відомо, показник левериджу є одним з показників фінансової стійкості підприємства, що відображає співвідношення власних та залучених коштів. Для спекулятивного капіталу ха-



рактерним є орієнтація на об'єкти вкладень переважно з високим рівнем фінансового левериджу, тобто значною часткою залучених коштів, що супроводжується, в свою чергу, підвищеними ризиками з позиції стабільності діяльності. Прийняттю рішення про вкладення інвестиційного капіталу передусім, як було зазначено вище, фундаментальний аналіз, який орієнтується передусім на безпечність вкладень, а відтак й достатній рівень фінансової стійкості.

Таким чином, розроблені критерії повинні слугувати базисом для коректного визначення товару на інвестиційному ринку та окреслення меж цього ринку з точки зору виокремлення спекулятивного та інвестиційного сегментів фінансового ринку.

1.2 Систематизація та розвиток наукових підходів до розуміння сутності інвестиційного ринку

Проведений аналіз теоретичних положень вітчизняних та зарубіжних наукових досліджень у галузі інвестування дозволив виявити суттєві розходження у розумінні сутності інвестиційного ринку як економічної дефініції, його взаємозв'язку з такими категоріями, як інвестиційна діяльність, інвестиційний капітал та інвестиційне середовище, а також інвестиційний товар як об'єкт вкладень з боку інвесторів. Таким чином, поняття інвестиційного ринку є багатовимірним та потребує чіткого термінологічного обґрунтування.

Численні теоретичні інтерпретації поняття «інвестиційний ринок» більшості авторів, з одного боку, досить суб'єктивно та обмежено відображають внутрішній зміст даної категорії, а з іншого – свідчать про значний рівень зацікавленості досліджуваною нами проблематикою. Як зазначають деякі дослідники (А. А. Котуков [182]), термін «інвестиційний ринок» неможливо розкрити повністю з огляду на наявність в його основі багатозарової розгалуженої системи різноманітних ринків та сегментів.

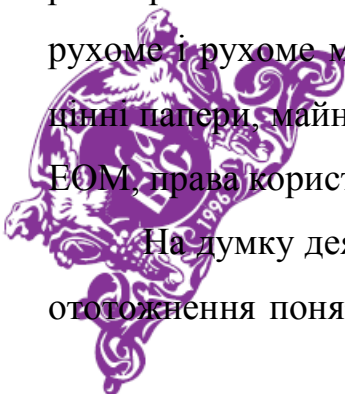
У найбільш загальному розумінні інвестиційний ринок являє собою оточення, призначене для найбільш ефективного проведення суб'єктами ринку інвестиційної діяльності, яку О. Д. Вовчак визначає як «вкладення інвестицій (інвестування) і сукупність практичних дій (комплексу заходів) щодо їх реалізації» [43].

У західних наукових колах виокремлюють два головні підходи до визначення сутності інвестиційного ринку, характерною особливістю яких є виділення переважаючого механізму трансферту капіталу або переважних форм чи напрямків інвестиційної діяльності. Згідно з першим підходом інвестиційний ринок ототожнюється з фінансовим ринком у цілому та належить до так званої європейської моделі його розуміння. Другий підхід (американська модель) передбачає віднесення до одного синонімічного ряду фінансового ринку та ринку капіталів (цінних паперів / фондового ринку) з огляду на домінування в цих країнах інвестування у цінні папери.

Зокрема, Дж. М. Розенберг, виділяючи два підходи до розуміння інвестиційного ринку (табл. 1.3), намагається розглядати інвестиційний ринок з урахуванням багатоманітності форм та інструментів інвестування, значної кількості видів інвестиційних ресурсів, форм існування капіталу, джерел формування, а також наявності взаємозв'язків між різними суб'єктами ринкових відносин [182].

У наукових джерелах (В. В. Биковський [26], Є. Л. Логінов [196]) досить часто відбувається прирівнювання категорії «інвестиційний ринок» до таких понять, як «ринок інвестицій» та «ринок інвестиційних товарів». Наприклад, В. В. Бочаров зазначає, що ринок інвестицій (у найбільш широкому його розумінні) являє собою сферу, в якій відбувається купівля-продаж інвестиційних товарів за рівноважними цінами [20]. До інвестиційних товарів автор зараховує нерухоме і рухоме майно, грошові кошти, цільові депозитні (банківські) вклади, цінні папери, майнові права, патенти, ліцензії, ноу-хау, програмні продукти для ЕОМ, права користування землею тощо.

На думку деяких вітчизняних авторів (О. Д. Вовчак [43], А. П. Дука [66]), ототожнення понять «інвестиційний ринок» та «ринок інвестицій» не є право-



мірним, оскільки остання категорія є лише складовою інвестиційного ринку. Таким чином, поняття інвестиційного ринку є ширшим і може розглядатися в трьох аспектах: з точки зору руху інвестицій (інвестиційного капіталу / інвестиційних ресурсів), що розміщуються інвесторами; з позиції руху інвестиційних товарів, під якими розуміють об'єкти вкладення для інвесторів; як сукупність взаємопов'язаних ринків.

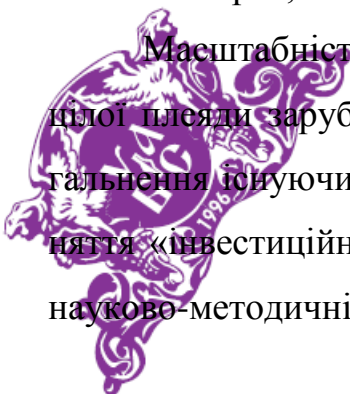
У тому самому руслі категорія «інвестиційний ринок» розглядається А. А. Котуковим [182] у вузькому та широкому розуміннях. У вузькому розумінні це специфічний вид ринку, де об'єктом купівлі є інвестиційний товар та послуги. У широкому – це сукупність економічних (фінансових) відносин між інститутами (суб'єктами) інвестиційної діяльності з приводу купівлі-продажу інвестиційного капіталу, інвестиційних ресурсів, інвестиційних товарів та послуг за цінами, що складаються на основі взаємного попиту та пропозиції, під дією механізму конкуренції. Причому автор наголошує, що інвестиційний ринок повинен бути представлений як діалектична взаємозалежність сукупності ринку інвестиційного капіталу (інвестиційних ресурсів) та ринку інвестиційних товарів і послуг, опосередкований діяльністю інвестиційних інститутів чи безпосередньо його суб'єктами.

Виходячи з цього допущення, автор [182] пропонує відобразити відносини з приводу перетворення інвестиційного капіталу таким чином (формула 1.1):

$$\text{Inv} (M, G, PR) - \text{Inc}, \quad (1.1)$$

де $\text{Inv} (M, G, PR)$ – інвестиції в грошовій, товарній формах чи у формі майнових прав; Inc – дохід від інвестиційної діяльності.

Масштабність поняття інвестиційного ринку підтверджується у працях цілої плеяди зарубіжних і вітчизняних науковців [220, 43, 32, 219, 121]. Узагальнення існуючих в економічній літературі поглядів на розкриття змісту поняття «інвестиційний ринок» (табл. А.1) дає можливість виокремити наступні науково-методичні підходи [128]:



– універсальний підхід (згідно з європейською моделлю), відповідно до якого інвестиційний ринок є сукупністю обмінно-перерозподільних відносин, пов'язаних із процесами купівлі-продажу фінансових ресурсів, необхідних для здійснення виробничої та фінансової діяльності [226], тобто є тотожним фінансовому ринку країни;

– спеціалізований підхід (згідно з американською моделлю), відповідно до якого інвестиційний ринок є складною, багатоаспектною системою соціально-економічних відносин, які формуються між суб'єктами господарювання стосовно руху тієї частки суспільного капіталу, що втілена у формі інвестиційних (фондових) цінних паперів [188], тобто ототожнюється з фондовим ринком у цілому;

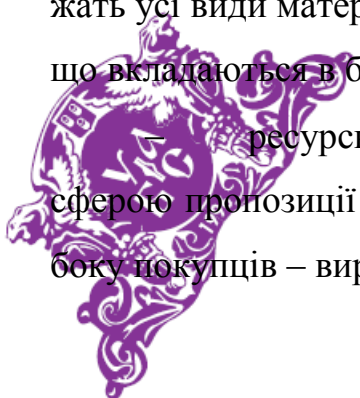
– інфраструктурний підхід, згідно з яким інвестиційний ринок є середовищем, призначенням якого є створення відповідних умов для проведення ефективних операцій з приводу інвестиційної діяльності на національному та міжнародному рівнях;

– кон'юнктурний підхід, відповідно до якого інвестиційний ринок є відображенням співвідношення попиту і пропозиції на інвестиційні товари (в широкому їх розумінні), цін на такі товари, конкуренції та особливостей встановлення внутрішньоринкової рівноваги;

– виробничий підхід, за яким об'єктом операцій на інвестиційному ринку є, з одного боку, інвестиційні товари у формі всіх видів активної частини основних фондів, а з іншого – сукупність послуг інвестиційного характеру (будівельно-монтажних робіт) [322];

– узагальнювальний підхід, відповідно до якого до інвестицій належать усі види матеріальних ресурсів та цінностей (у першу чергу – фінансових), що вкладаються в будь-які активи з метою отримання доходу в майбутньому;

– ресурсний підхід, згідно з яким інвестиційний ринок асоціюється зі сферою пропозиції інвестицій як капіталу з боку інвесторів та попиту на них з боку покупців – виробників або власників інвестиційних товарів [34];



- об'єктний підхід, де інвестори виступають у ролі покупців інвестиційних товарів, а їх власники – в ролі продавців;
- сегментний підхід, що передбачає розгляд інвестиційного ринку з точки зору його внутрішньої структури, а саме: як цілісної сукупності взаємозв'язаних ринків, призначених для обслуговування різних аспектів інвестиційного процесу;
- суб'єктний підхід, відповідно до якого інвестиційний ринок складається з окремих інститутів (груп інститутів), економічних та регулятивних відносин, які створюються у зв'язку з активною взаємодією таких інститутів між собою.

Науковці Ф. Рейлі та К. Браун, досліджуючи у праці [344] різні аспекти інвестиційних відносин, замінюють категорію «інвестиційний ринок» поняттям «ринок капіталу / ринок позичкового капіталу», метою існування якого є організація зведення інвесторів, які бажають вкласти свої збереження, з компаніями або урядовими організаціями, що відчують потребу в капіталі, для розширення власної діяльності чи фінансування бюджетного дефіциту відповідно. Між іншим, враховуючи, що значна частина бюджетних асигнувань може спрямовуватися на фінансування розширеного відтворення реальної економіки країни, вживання терміна «інвестиційний ринок» видавалося б цілком доречним. Причому цей процес може мати непрямий характер, оскільки навіть за умови стимулювання державою споживчого попиту з боку населення відбувається автоматичне «підштовхування» виробників кінцевої продукції споживання, а отже, – розвиток інвестиційних відносин.

О. Ю. Смолянська зазначає, що вся система фінансових ринків може бути представлена як ринок капіталу [292]. Інша група авторів (В. М. Шелудько, С. М. Еш, С. О. Маслова та О. А. Опалов) надає йому статусу лише сегмента фінансового ринку, пов'язаного з оборотом довгострокових цінних паперів та середньо- і довгострокових кредитів [70], корпоративних акцій [66] (інструментів власності). Зокрема, у праці [205] підкреслюється, що ринок капіталів є найважливішим джерелом довгострокових інвестиційних ресурсів. Якщо гро-

шовий ринок у першу чергу підтримує ліквідність на фінансовому ринку, то ринок капіталів сприяє рентабельному використанню або алокації фінансових коштів.

Характеризуючи середовище урівноваження інвестиційних попиту та пропозиції, А. П. Дука [66] вживає термін «інвестиційна сфера», під якою розуміють систему взаємовідносин, які виникають у результаті взаємодії різних суб'єктів інвестиційної діяльності з приводу практичної реалізації інвестицій. Разом із тим автор активно застосовує категорію «інвестиційний ринок» з акцентом на його структурно-інституційний устрій.

До інших важливих категорій, на нашу думку, слід віднести поняття «інвестиційного середовища», представленого, за Б. А. Райзбергом [266]: 1) інвестиційними інструментами, які обертаються на фінансовому ринку, та умовами їх купівлі-продажу; 2) створюваними державою та компаніями умовами вкладення капіталу, гарантованості та привабливості вкладень.

Інвестиційний ринок, як і будь-який інший, потребує визначення безпосереднього товару, що є об'єктом реалізації на такому ринку. Останній, у свою чергу, також підлягає варіативному осмисленню в різних наукових та нормативно-правових джерелах (табл. 1.3).

Говорячи про подвійну природу інвестицій як основи механізму функціонування інвестиційного ринку, У. Шарп зазначає: «Реальні інвестиції здебільшого включають інвестиції в певний тип матеріально виражених активів, таких, як земля, обладнання, заводи».

Під фінансовими інвестиціями зазвичай розуміють звичайні акції та облигації. Реальні інвестиції переважають зазвичай в недостатньо розвинутих країнах, в той час як для більшості сучасних економік характерним є првалювання фінансових інвестицій. Умовою зростання реальних інвестицій є високий розвиток інфраструктури фінансового інвестування. Як правило, ці дві форми є взаємодоповнювальними, а не конкуруючими» [318].



Таблиця 1.3 – Визначення сутності товару на інвестиційному ринку

Варіант	Визначення категорії
Інвестиція	Майнові та інтелектуальні цінності різного походження, які розміщуються в об'єктах господарської (підприємницької) та інших видів діяльності, в результаті чого формується прибуток (дохід) або досягається цільовий соціальний ефект [82]
Інвестиційний капітал	Економічна категорія, що характеризує види інвестицій та формується шляхом залучення сукупності інвестиційних ресурсів із подальшою їх трансформацією в об'єкти вкладення з метою отримання додаткового доходу [182]
Фінансовий актив	Кошти, цінні папери, боргові зобов'язання та право вимоги боргу, що не віднесені до цінних паперів [90]
Інвестиційний актив	Сукупність фінансових та нефінансових активів – основних фондів, фінансових інструментів, нематеріальних активів та корпоративних прав [220]
Фінансовий інструмент	Цінні папери, інструменти грошового обігу, строкові контракти (ф'ючерси), процентні строкові контракти (форварди), строкові контракти на обмін (на визначену дату в майбутньому) за умови прив'язки ціни до валютного курсу, відсоткової ставки чи фондового індексу (процентні, індексні або курсові свопи), опціони, що дають їх власнику право на придбання чи продаж будь-якого із зазначених фінансових інструментів, у тому числі тих, які передбачають грошову форму розрахунку за ними (відсоткові та курсові опціони) [94]
Фінансова послуга	Операції з фінансовими активами, що проводяться в інтересах третіх осіб власними коштами або за рахунок цих осіб, а у випадках, передбачених законодавством, – і за рахунок отриманих від інших осіб фінансових активів, з метою отримання доходу (прибутку) або збереження в подальшому реальної вартості таких активів [90]
Інвестиційна послуга	Сукупність операцій з: прийняття та передачі замовлень із приводу одного чи більше фінансових інструментів; виконання замовлень (доручень) від імені клієнтів; здійснення операцій за власний рахунок; консультивання з інвестування; управління активами клієнтів; андеррайтинг фінансових інструментів; розміщення фінансових інструментів серед інвесторів на основі твердих договірних зобов'язань; розміщення фінансових інструментів без твердих договірних зобов'язань; управління багатосторонніми торговельними засобами обслуговування [63]
Інвестиційний ресурс	Фінансові (вкладення, кредити, бюджетні та позабюджетні кошти) та/або матеріальні і матеріально-речові (капітальне майно, ноу-хау, патенти, права, ліцензії, нерухомість та ін.) ресурси [182]
Фінансовий продукт	Поєднання матеріальних і нематеріальних вигод, що забезпечують задоволення кінцевих потреб та побажань клієнта. Матеріальними вигодами є товари, оскільки вони належать певному власнику і можливі їх передача, переміщення та заміна. Послуги являють собою продукти нематеріального характеру [205]; певна споживча вартість, що характеризується істотними властивостями фінансів, викликає попит та пропозицію учасників ринку та відповідно призначена як товар для купівлі-продажу [307]
Інвестиційний інструмент	Усе, у що інвестується капітал (зокрема, цінні папери, сертифікати, страхові поліси, товари та підприємства) [270]



Інвестиції в ролі товару на інвестиційному ринку можуть здійснюватися у формі різних видів майнових та інтелектуальних цінностей. Згідно із Законом України «Про інвестиційну діяльність» [82], до таких цінностей необхідно відносити:

- кошти, цільові депозитні вклади, акції, частки участі в капіталі підприємств (паї) та інші цінні папери;
- нерухоме та рухоме майно (будинки, споруди, обладнання, устаткування та інші матеріальні цінності);
- майнові права інтелектуальної власності; сукупність комерційних, технічних, технологічних та інших знань, оформлених у вигляді спеціальних навичок та виробничого досвіду, а також технічної документації, необхідних для ефективного ведення того чи іншого виду виробництва, але не запатентованих («ноу-хау»);
- права користування будинками, спорудами, обладнанням, землею, водою, ресурсами та інші майнові права;
- інші цінності.

Визначення інвестицій дає підстави використовувати категорію «фінансові ресурси» в системі фінансового інвестування як спосіб реалізації процесу нагромадження, руху, розподілу та перерозподілу грошового капіталу в межах та за допомогою фінансового ринку [36]. Зокрема, за О. Ю. Смолянською [281], фінансовий ринок є організованою або неформальною системою торгівлі фінансовими інструментами. У зв'язку з цим актуальним є питання щодо коректності застосування даної категорії як об'єкта торгівлі на інвестиційному ринку.

З точки зору термінології бухгалтерського обліку фінансові інструменти є основою для здійснення підприємствами фінансових інвестицій [88]. Фінансові інструменти згідно з Директивою Європейського Союзу 2004/39/ЄС «Про ринки фінансових інструментів» [63] класифікуються як представлено на рис. 1.3. Перші три класифікаційні групи належать до типу основних фінансових інструментів. Інші групи складають сукупність похідних фінансових інструментів (ф'ючерси, свопи, опціони, форвардні відсоткові угоди та будь-які інші де-

ривативні контракти стосовно цінних паперів, валюти, ставок дохідності, відсоткових ставок або інші деривативи стосовно фінансових показників чи фінансових індексів, розрахунки за якими може бути здійснено грошима або шляхом поставки тощо) [220].

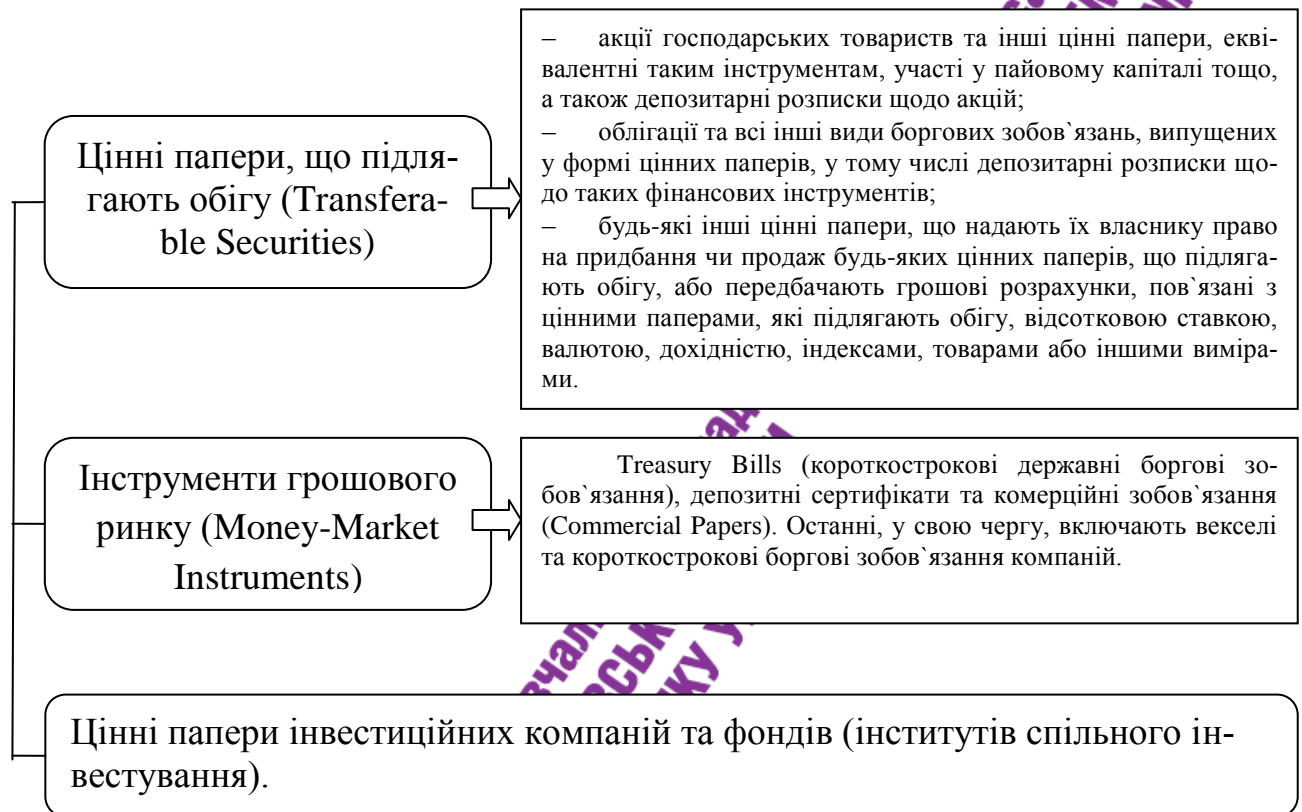


Рисунок 1.3 – Класифікація фінансових інструментів згідно з Директивою Європейського Союзу 2004/39/ЄС «Про ринки фінансових інструментів» [63]

Поряд із законодавчим обґрунтуванням фінансові інструменти можуть бути визначені таким чином:

– фінансовий інструмент – це засіб обміну, розподілу і контролю ресурсів і (або) ризиків на основі реалізації відповідних прав та обов'язків [243];

– фінансовий інструмент є одним із (джерел) способів залучення капіталу з наданням права власності на нього, що передбачає обов'язкову виплату емітентом боргу [2];

– фінансовий інструмент представляє собою сертифікат, оформлений відповідно до законодавчих вимог, який засвідчує вкладення коштів або майна

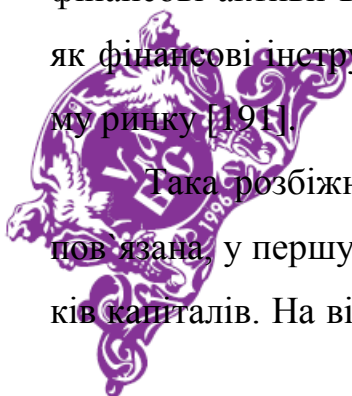
з подальшим отриманням прибутку виключно на основі господарської діяльності інших [199];

– фінансовий інструмент являє собою будь-який документ, який означає виникнення права на грошові або інші цінності, передача яких є неможливою без відповідного документа [200].

Група авторів (Т. А. Васильєва, С. В. Леонов, О. В. Макарюк) підкреслює, що в основу економічної сутності фінансового інструменту покладено не юридичний статус учасника ринкових відносин, а передусім його майновий стан [36]. Погоджуючись з такою думкою, С. Москвін [220] вважає застосування терміна «ринок цінних паперів» помилковим, оскільки до сутнісних дефініцій у теорії фінансів належать фінансовий актив та фінансовий інструмент, а цінний папір – це вже сек`юритизована форма того чи іншого фінансового активу, його юридична характеристика. Іншими словами, за умови, коли реалізуються цінні папери, то їх покупець (інвестор) насправді придбаває фінансовий інструмент для одержання у подальшому за ним прибутку, а цінний папір як форма цього інструмента є юридичним підтвердженням набору певних прав інвестора. Таким чином, зазначені автори спростовують нормативно [94] закріплене ототожнення ринків цінних паперів та ринку капіталу.

У закордонній практиці поняття «фінансовий інструмент», як правило, прирівнюють до категорій «фінансовий актив» та «фінансовий продукт». Так, за визначенням Ф. Фабозці, «фінансові активи (фінансові інструменти чи цінні папери) є прикладом нематеріальних активів, тобто законних прав на деякий майбутній дохід. Вартість таких активів не залежить від форми, в якій ці права зафіксовані» [303]. На думку Г. Лацик, це визначення є дискусійним, оскільки фінансові активи вказують на джерело формування фінансового капіталу, тоді як фінансові інструменти окреслюють сферу його використання на фінансовому ринку [191].

Така розбіжність у визначеннях вітчизняних та зарубіжних дослідників пов'язана, у першу чергу, з особливостями та рівнем розвитку відповідних ринків капіталів. На відміну від розвинених країн в Україні на сьогодні спостеріга-



ється значне перевищення первинного ринку фінансових активів над вторинним, не опосередкованого фондовою інфраструктурою, що свідчить, з одного боку, про нерозвиненість вітчизняного інвестиційного ринку, а з іншого – про його неоднорідність.

Зокрема, С. Москвін [220] підкреслює, що до об'єктів торгівлі на інвестиційному ринку належать, серед іншого, фінансові інструменти, тоді як безпосередніми товарами сфери фінансового ринку є фінансові активи. Із визначення фінансових інвестицій у Податковому кодексі України [245] випливає, що до складу фінансових інструментів на рівноправних умовах входять і корпоративні права, які не мають форми цінних паперів (зокрема, частки у товариствах з обмеженою відповідальністю), хоча саме вони є найбільш уживаним об'єктом інвестування. Акції є також видом корпоративних прав, але вони мають форму цінного паперу і, на відміну від інших видів корпоративних прав, «підлягають обігу».

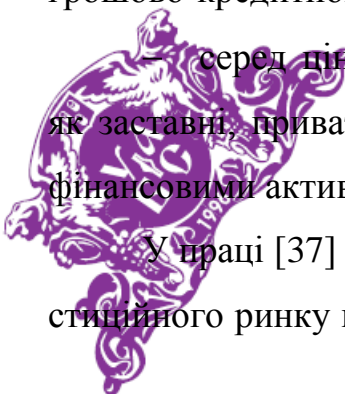
Також С. Москвін у праці [220] зазначає, що порівняння двох категорій – «фінансові інструменти» та «фінансові активи» – дозволяє виявити такі відмінності:

– кошти є фінансовим активом, але не є фінансовим інструментом: це підкреслює відмінність грошово-кредитного ринку, де кошти є об'єктом торгів, від інвестиційного;

– боргові зобов'язання та права вимоги боргу, не віднесені до цінних паперів, за винятком деяких інструментів грошового ринку, також не є фінансовими інструментами, що дає можливість віднести їх до грошово-кредитного ринку (зокрема, операції з фінансового лізингу та факторингу здійснюються на грошово-кредитному ринку, а не на інвестиційному);

– серед цінних паперів, які передбачені законодавством України, такі, як заставні, приватизаційні та товаророзпорядчі цінні папери, можна вважати фінансовими активами, але вони не належать до фінансових інструментів.

У праці [37] зазначається, що на даному етапі розвитку вітчизняного інвестиційного ринку можна констатувати факт наявності забезпечення повним пе-

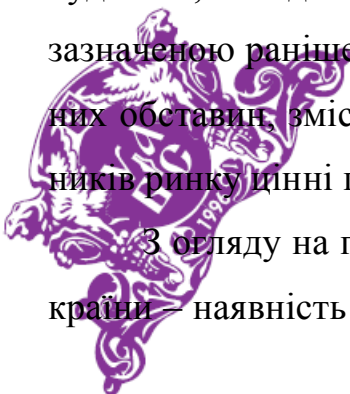


реліком необхідних видів фінансових інструментів. Однак стосовно нормативно-правового та організаційного регулювання їх використання, то тут чинна законодавча база має значні прогалини. Автори підкреслюють, що особливо це стосується похідних цінних паперів. Досвід розвинених країн свідчить про те, що не можна зупинятися на використанні лише акцій та облігацій як інструментів інвестиційного ринку, оскільки якісний і кількісний склад усіх цінних паперів створює значний фінансовий потенціал для розвитку ринку.

«Інвестиційність» будь-яких фінансових інструментів, на думку Г. Лацик [191], визначається передбаченою ними можливістю отримання доходу у вигляді відсотків, дивідендів, курсової різниці. Саме тому їх розглядають як інструменти фінансового інвестування. Автор наводить визначення А. В. Ігнатенка та В. Г. Кабанова, за яким під фінансовою інвестицією розуміють господарську операцію, «...яка передбачає придбання корпоративних прав, цінних паперів, деривативів та інших інструментів» [104]. Другою важливою характеристикою інвестиційного товару є його надійність (певна міра можливих втрат).

У праці [191] підкреслюється, що переважній більшості фінансових інструментів відповідають цінні папери як економічна категорія, яку можна розглядати в трьох аспектах: по-перше – як основу фіктивного капіталу; по-друге – як права на певні ресурси; по-третє – як інвестиційний товар. Не заперечують інвестиційної природи функціонування більшості цінних паперів Ю. Бріггем та Л. Гапенські [22], при цьому стверджуючи, що цінні папери – це документи, що дають право на отримання частини грошового потоку, який надходить від експлуатації матеріально-речових активів (власності у вигляді землі, будинків, обладнання і навіть фірми загалом). Це визначення є співзвучним із зазначеною раніше думкою С. Москвіна, підтверджуючи, що під впливом певних обставин, змісту господарських відносин та суб'єктивної поведінки учасників ринку цінні папери можуть не набирати форми використання капіталу.

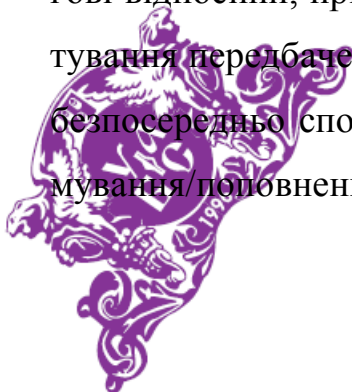
З огляду на подвійну сутність формування фінансових потоків будь-якої країни – наявність кредитної та інвестиційної складових, виникає необхідність



у розмежуванні специфічних властивостей кожної з цих складових. Так, на думку В. В. Корнєєва [176], генерування інвесторами фінансових інвестиційних потоків відбувається на власний ризик з необмеженим часовим горизонтом та відсутністю гарантій віддачі авансованих коштів. Кредитні фінансові потоки засновані на конкретній фінансовій перспективі, а саме, з одного боку, вказуються часові та цільові параметри кредитування, з іншого боку, вартість використання кредитних ресурсів являє собою ціну запозичення, що підлягає сплаті (разом з сумою боргу) кредитору. Зокрема, кредит передбачає фіксацію часу повернення активів, в той час як для інвестиційних угод характерним є обертання активів на невизначеній часовій основі (до моменту ліквідації підприємства або виходу власників (пайовиків) із засновницького складу).

У праці [208] визначаються спільні та відмінні риси інвестування і кредитування, згруповані за такими критеріями, як: час використання коштів, ініціатива угоди, характер ліквідності, умови повернення коштів і застава (табл. 1.4).

Кредитна угода, за трактуванням Дж. Р. Хікса, «... передбачає, що тільки один її учасник виконує свої зобов'язання в поточний момент, інший учасник зобов'язаний виконати угоду в той чи інший день (чи за кілька днів) у майбутньому. Суттєвою особливістю кредитної угоди є її роздільність у часі» [349]. Зокрема, перехід права власності на гроші відсутній під час кредитування – можливість та право використовувати гроші та розпоряджатися ними позичальник отримує лише на певний час. Як зазначає Л. Рябініна, сутністю кредиту є «економічні відносини з приводу зворотного руху позичкової вартості» [271]. Отже, реалізація кредитних відносин відображає передусім боргові відносини, при цьому об'єктом кредиту є позика. Водночас під час інвестування передбачена можливість надання інвестором права власності на гроші безпосередньо споживачу ресурсів, що для останнього слугує джерелом формування/поповнення власного капіталу.



Таблиця 1.4 – Порівняльна характеристика понять «інвестування» та «кредитування»

Спільні риси	Відмінні риси	
	інвестування	кредитування
Можуть набирати товарної та грошової форми	Передбачає тривалий часовий період віддачі вкладених коштів (тобто тривалий часовий лаг між часом вкладення коштів та їх повернення до вкладника)	Передбачає короткий часовий період використання коштів задля відшкодування кредиту або еквівалента кредиту
Необхідність підтримання з боку банків оптимального співвідношення (структури) як кредитних, так і інвестиційних вкладень, враховуючи мінливість зовнішнього середовища	Ініціатором інвестиційних операцій зазвичай виступає банк, який орієнтований на ефективне залучення коштів з ринку	Ініціатором кредитних відносин виступає боржник, який потребує додаткових ресурсів
Основним джерелом позичкового процента виступає отриманий прибуток за рахунок вкладених коштів	З позиції суб'єктного складу інвестиційного процесу банк виступає одним з його учасників, але не єдиним	Для кредитного процесу характерною є превалююча роль банку
Основа для перерозподільчих відносин капіталу в розрізі галузей економіки	Інвестування являє собою знеособлену діяльність	Кредитування ґрунтується на особистих відносинах «банк-клієнт»
	Трактуються як витрати	Трактуються як позичка
	Не передбачається повернення об'єкта інвестування його власнику, враховуючи передачу останньому права власності на нього	Передбачається повернення об'єкта кредитування
	Заставою є об'єкт інвестування	В якості застави, окрім об'єкта кредитування, використовуються і інше майно
	Відносно висока ліквідність	Відносно низька ліквідність
	Спостерігається відмова від поточного споживання на користь ефективного майбутнього	Спостерігається поточне споживання на основі майбутніх платежів

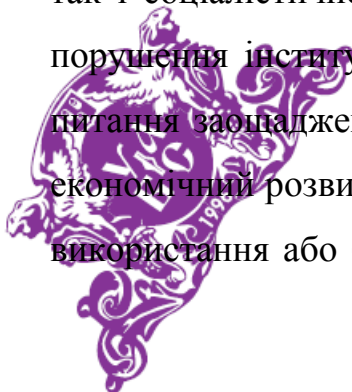
Таким чином, до основних особливостей інвестування, порівняно з кредитуванням, належать, по-перше, одночасність таких процесів як «втрата права власності на гроші – придбання права власності на актив-еквівалент (паї, акції); по-друге, притаманність більше договірних (співзасновницьких) відносин (замість боргових); по-третє, об'єктом угоди виступає пай-частка, об'єднання

яких дає можливість отримати право засновника господарюючої одиниці. В якості форм потоків капіталу (які, в свою чергу, слугують базисом для послання балансів підприємств, та, як наслідок, формування платіжного балансу країни) виступають окремі види фінансових ресурсів[176].

Досліджуючи зміст поняття «інвестиційний ринок», слід звернути увагу на те, що автори праць [234, 215] розглядають інвестиційний ринок як систему, що вміщує такі елементи:

- суб`єкти інвестування (інвестори, замовники, підрядники, проектні організації та науково-дослідні інститути тощо);
- об`єкти інвестицій (матеріальні та нематеріальні права, патенти, ліцензії, ноу-хау тощо);
- інституційну інфраструктуру ринку (комерційні банки, фондові біржі, пенсійні фонди, інвестиційні та страхові компанії, інженерно-консультаційні фірми, арбітраж, судові органи та багато інших);
- ринковий механізм та ринкову кон`юнктуру;
- державний контроль за дією ринкового механізму.

На наш погляд, особливої уваги потребує розкриття змісту інвестиційного ринку з позиції суб`єктів реалізації інвестиційного процесу. Т. Д. Косова [181], узагальнюючи теоретичні концепції багатьох науковців, підкреслює, що інституціональна структура інвестиційного ринку істотно позначається на економічному змісті заощадження та нагромадження, їх ролі у підтримці загальнонаціонального економічного зростання. Особливої важливості набуває ця проблема в умовах формальної відповідності інституціонального устрою економіки нормативним критеріям системи національних рахунків протягом як сучасного, так і соціалістичного періоду розвитку України. [207,12]. Зокрема, має місце порушення інституціональними одиницями принципу відповідальності. Щодо питання заощаджень, слід зазначити обмеженість їх стимулюючого впливу на економічний розвиток, а щодо відповідних ресурсів доходу – неефективність їх використання або блокування з боку фінансової системи, що в кінцевому під-



сумку призводить до розповсюдження таких негативних тенденцій, як інфляція, боргова криза та зниження вартості фінансового капіталу[18].

Впродовж вищезазначеного слід погодитися з Є. Бесараб [14], яка висловлює сподівання щодо поширення тенденцій горизонтального та вертикального злиття та розвитку організаційно-стимульовального механізму використання інвестиційних ресурсів в майбутньому за рахунок відновлення інтеграційних процесів, як однієї з об'єктивних закономірностей перегляду поточного інституціонального середовища [181, 321,25].

Проблему необхідності перегляду інституціональної структури капітальних ринків в контексті підвищення інвестиційного клімату країни піднімає також і Т. Вахненко [181,39]. Для залучення, зокрема, портфельних інвестицій потрібна наявність відповідного інституціонального середовища – розвиненого фондового ринку з усіма елементами обслуговуючої інфраструктури й забезпечення репатріації доходу [103,61].

І. А. Бланк [16], класифікуючи інвестиційних посередників, застосовує комплексний базовий критерій «юридичний статус посередника – механізм фінансування купівлі-продажу активів», що служить автору не інакше як для диференціації типів діяльності на інвестиційному ринку, а саме: брокерської та дилерської. Саме в цій типізації умовно простежується поділ інвестиційних потоків на пряме та опосередковане фінансування, тобто в першому випадку посередник (у найбільш широкому значенні цього слова) функціонально наближається до обслуговуючої інфраструктури, а в другому – до інституційної (рис. 1.4).

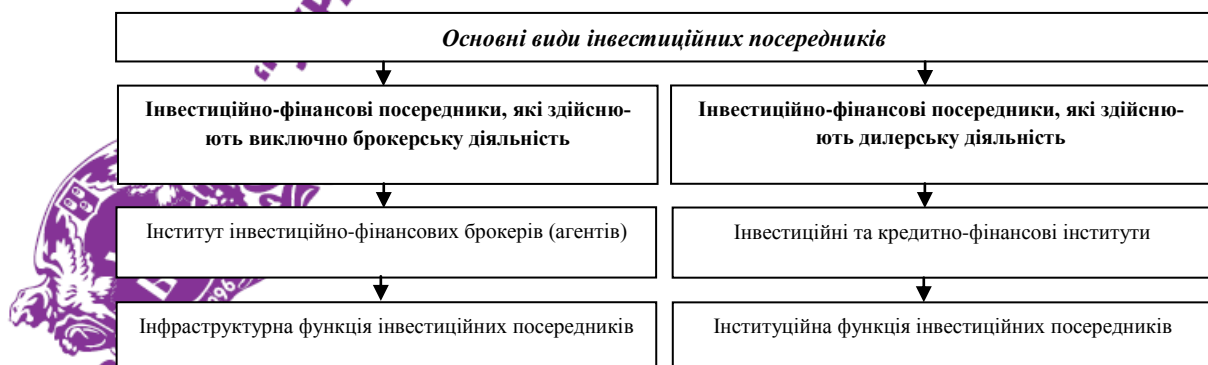


Рисунок 1.4 – Класифікація інвестиційних посередників, що здійснюють діяльність на інвестиційному ринку

Інвестиційно-фінансові посередники, що проводять виключно брокерські операції, належать до професійних учасників інвестиційного ринку, які отримують можливість здійснювати власну діяльність за рахунок обов'язкового ліцензування. Такі посередники націлені переважно на підтримку відносин між продавцями та споживачами продуктів інвестиційного характеру, а також інструментів, що опосередковують реалізацію угод на інвестиційному ринку.

Такі суб'єкти беруть участь в укладанні контрактів як повірені на основі положень договору-доручення або в ролі комісонера, спираючись на умови договору комісії. При здійсненні першого типу угод інвестиційно-фінансовий посередник виступає виключно від імені клієнта та за його рахунок, тобто безпосередньою стороною угоди є сам клієнт, який зобов'язаний нести повну фінансову відповідальність у зв'язку з її виконанням. При здійсненні комісійних угод брокер виступає від свого імені, але за рахунок клієнта, тобто стороною угоди в цьому випадку є посередник, який відповідає за її виконання та відшкодовує свої фінансові витрати, пов'язані з угодою, за рахунок клієнта.

Зазначені інвестиційно-фінансові посередники представляють собою сукупність як товарних, так і фінансових брокерів, спрямованих на провадження своєї професійної діяльності як на організованому, так і неорганізованому (позабіржовому) ринку інвестиційних послуг. У складі їх загального інституту виокремлюють товарних, фінансових, валютних та інших брокерів. Кожна з цих груп здійснює специфічну діяльність у рамках відповідного сегмента інвестиційного ринку [16].

До іншої групи інвестиційно-фінансових посередників входять, зокрема, такі інститути:

- комерційні банки;
- інвестиційні фонди;
- інвестиційні компанії;



- інвестиційні дилери або андерайтери;
- трастові (довірчі) компанії або інвестиційні управляючі;
- фінансові холдингові компанії (об'єднання);
- інвестиційно-фінансові будинки або інвестиційні супермаркети;
- страхові компанії та пенсійні фонди;
- інші інвестиційні та кредитно-фінансові інститути [16].

До 2010 року в Україні спеціальним законодавством [92] дозволялося створення фінансово-промислових груп (ФПГ), учасниками яких могли бути, зокрема, банки та інші фінансово-кредитні установи. Однак їх вплив на діяльність ФПГ обмежувався за рахунок, з одного боку, недопущення до участі в даному об'єднанні більше ніж одного банку, а з іншого – заборони надавати фінансовим посередникам статусу головного підприємства ФПГ.

З огляду на втрату чинності вищезгаданим законом [92] нормативним підґрунтям загального регулювання діяльності багатосторонніх корпоративних об'єднань залишається Закон України «Про холдингові компанії в Україні» [93]. Спеціальні положення щодо регулювання участі у холдингових компаніях, а також спільної діяльності банків та інших фінансових установ (у межах банківських груп) регулюються статтями Закону України «Про банки і банківську діяльність» [77]. Зокрема, відповідно до визначення, поданого у законі, під банківською групою розуміють об'єднання «юридичних осіб, які мають спільного контролера, що складається з материнського банку і його українських та іноземних дочірніх та/або асоційованих компаній, які є фінансовими установами; з двох або більше фінансових установ та в якій банківська діяльність є переважною» [77].

Необхідно підкреслити, що нормативні обмеження в межах професійного забезпечення фондового сегмента інвестиційного ринку стосуються окремого типу суб'єктів правових відносин. Так, згідно з вітчизняним законодавством [79] до професійних учасників ринку цінних паперів належать особи, які здійснюють професійну діяльність на ринку цінних паперів. Згідно з іншим законом «Про цінні папери та фондовий ринок» [94] професійними учасниками фондо-

вого ринку вважаються юридичні особи, які на підставі ліцензії, виданої Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку, провадять на фондовому ринку професійну діяльність, види якої відповідають систематизованому переліку, що міститься в першому нормативному акті, а саме:

1) брокерська діяльність – укладення торговцем цінними паперами цивільно-правових договорів (зокрема договорів комісії, доручення) щодо цінних паперів від свого імені (від імені іншої особи), за дорученням і за рахунок іншої особи;

2) дилерська діяльність – укладення торговцем цінними паперами цивільно-правових договорів щодо цінних паперів від свого імені та за свій рахунок із метою перепродажу, крім випадків, передбачених законом;

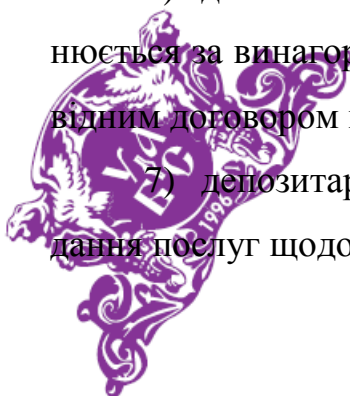
3) андерайтинг – розміщення (підписка, продаж) цінних паперів торговцем цінними паперами за дорученням, від імені та за рахунок емітента;

4) діяльність з управління цінними паперами – діяльність, яка провадиться торговцем цінними паперами від свого імені за винагороду впродовж визначеного терміну на підставі договору про управління переданими йому цінними паперами та грошовими коштами, призначеними для інвестування в цінні папери, а також отриманими в процесі цього управління цінними паперами та грошовими коштами, які належать на праві власності установнику управління, в його інтересах або в інтересах визначених ним третіх осіб;

5) діяльність з управління активами – професійна діяльність учасника фондового ринку – компанії з управління активами, що провадиться нею за винагороду від власного імені або на підставі відповідного договору про управління активами, які належать інституційним інвесторам на праві власності;

6) діяльність з управління іпотечним покриттям – діяльність, що здійснюється за винагороду банком чи іншою фінансовою установою згідно з відповідним договором про управління іпотечним покриттям;

7) депозитарна діяльність депозитарію цінних паперів – діяльність із надання послуг щодо зберігання цінних паперів, обслуговування правочинів щодо



цінних паперів на рахунках зберігачів цінних паперів, а також операцій емітента щодо випущених ними цінних паперів;

8) депозитарна діяльність зберігача цінних паперів – діяльність із надання послуг щодо зберігання цінних паперів, обслуговування правочинів щодо цінних паперів на рахунках власників цінних паперів;

9) діяльність із ведення реєстру власників іменних цінних паперів – збір, фіксація, обробка, зберігання та надання даних, які складають систему реєстру власників іменних цінних паперів, щодо іменних цінних паперів, їх емітентів і власників;

10) діяльність з організації торгівлі на фондовому ринку;

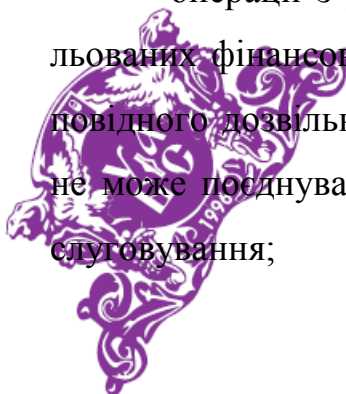
11) розрахунково-клірингова діяльність – діяльність із визначення взаємних зобов'язань за договорами щодо цінних паперів і розрахунків за ними.

Відповідно професійна діяльність на фондовому ринку – це діяльність юридичних осіб із надання фінансових та інших послуг у сфері розміщення та обігу цінних паперів, обліку прав за цінними паперами, управління активами інституційних інвесторів, що відповідає вимогам, установленим до такої діяльності відповідним законодавством [41].

Законодавством України регламентується перелік фінансових послуг, які визнаються виключними, тобто не можуть одночасно становити сферу діяльності однієї фінансової установи/компанії. До них належать такі [309]:

– операції з прямої або опосередкованої акумуляції компанією фінансових активів, власниками яких є фізичні особи, з підтвердженням договірними відносинами зобов'язання щодо повернення таких активів упродовж певного періоду не можуть поєднуватись із наданням будь-яких інших фінансових послуг;

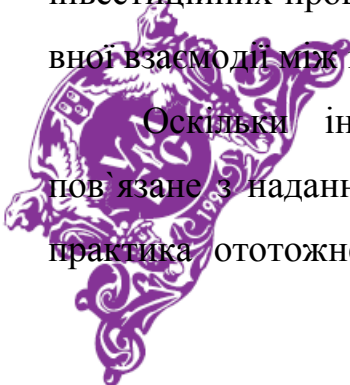
– операції з розміщення кредитів за рахунок прямо або непрямо акумульованих фінансових ресурсів має виключне право проводити на підставі відповідного дозвільного документа лише кредитна організація, і така діяльність не може поєднуватись зі здійсненням будь-яких інших видів фінансового обслуговування;



- діяльність ломбардів із забезпечення клієнтів фінансовим кредитуванням не може поєднуватись із наданням інших видів фінансових послуг;
- операції з адміністрування вітчизняних пенсійних фондів не можуть проводитись паралельно із діяльністю щодо управління Фондом операцій з нерухомістю (ФОН);
- операції з управління іпотечними активами, що становлять пряме забезпечення іпотечних сертифікатів, емітованих іншими суб'єктами господарювання, не можуть поєднуватись із акумуляцією фінансових активів за рахунок проведення випуску іпотечних сертифікатів фінансового посередника від власного імені;
- діяльність з довірчого управління фінансовим посередником інвестиційними активами не може поєднуватись в Україні з будь-яким іншим інвестиційним обслуговуванням;
- операції з управління Фондом операцій з нерухомістю (ФОН) можуть проводитись лише за умови відсутності паралельного надання послуг з управління активами Інститутів спільного інвестування (ІСІ);
- діяльність із менеджменту Фонду фінансування будівництва (ФФБ) в Україні не може поєднуватись з пропозицією інших фінансових послуг.

При дослідженні інституціонального устрою інвестиційного ринку країни будь-якого рівня як вітчизняними, так і зарубіжними науковцями активно застосовується категорія «інфраструктура» [201, 277,306]. Під інфраструктурою інвестиційного ринку автори [31, 277] розуміють систему організацій, яка забезпечує взаємозв'язки між структурними елементами даного ринку, сприяє трансформації та вільному руху інвестиційних ресурсів, безперервному проходженню інвестиційних процесів та формує економічно взаємовигідні умови для ефективної взаємодії між інвестором та позичальником на інвестиційному ринку.

Оскільки інвестиційне посередництво, як уже зазначалося, тісно пов'язане з наданням різноманітних фінансових послуг, досить поширеною є практика ототожнення категорій «інфраструктура інвестиційного ринку» та



«інфраструктура фінансового ринку». Так, у праці [306] виділяють такі види фінансової інфраструктури:

- управлінську, що виконує функції управління у сфері державних фінансів;
- обслуговуючу, що включає посередників, які організують діяльність на фінансовому ринку (біржі, брокерські та дилерські контори, клірингові центри та інші);
- інституційну, що представлена низкою фінансових інституцій, які відіграють роль посередників із мобілізації, акумуляції, переміщення та інвестування вільних грошових ресурсів від інвесторів до позичальників.

Ю. Власенкова та І. О. Школьник [42, 321], систематизуючи фінансових посередників, роблять наголос на важливості еволюційного розвитку спеціалізованих інститутів та поступової зміни їх структури з переходом від банків до інтегрованих посередників – фінансових конгломератів (рис. 1.25).

Останній тип інвестиційних інститутів належить до категорії інтегрованих фінансових посередників, під якими розуміють об'єднання (юридичне, маркетингове чи територіальне) банку з іншими професійними учасниками фінансового ринку (страховими, інвестиційними, брокерськими, управляючими, лізинговими, консалтинговими компаніями та ін.). Головне завдання інтегрованого фінансового посередника – залучити клієнта шляхом комплексного проведення банківських операцій (приймання вкладів, обмін валют, кредитування, обслуговування пластикових карток, переказ коштів, сейфінг), а також небанківських фінансових послуг (розміщення коштів на фондовому ринку, реалізація паїв інвестиційних фондів, продаж різних видів полісів страхування тощо) [42].

Власне бачення інституційної структури ринку інвестування з точки зору диференціації фінансових послуг подається у праці [192]. За автором, досліджуваний ринок вміщує взаємодію власників заощаджень (домогосподарств та суб'єктів господарювання) та фінансових посередників (банків, кредитних спілок, ломбардів, лізингових, факторингових компаній,



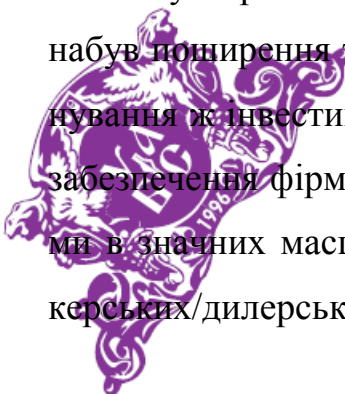
страхових компаній, недержавних пенсійних фондів та інвестиційних компаній) через укладання угод про фінансові послуги.

Таким чином, слід погодитися з думкою провідних фахівців, що саме учасники інвестиційного ринку, насамперед його інфраструктура, допомагають зосередити попит та пропозицію на інвестиційні ресурси, що забезпечує безперервне оновлення та збільшення капіталу, модернізацію виробничих процесів, упровадження результатів інноваційної діяльності, розширене відтворення і стабільний розвиток у цілому [33].

Досліджуючи участь банків у роботі інвестиційного ринку зауважимо, що Б. Л. Луців [198] вважає, що банківська система може розвиватися ефективно і стійко лише за нормальних економічних умов. Таким чином, до складу зацікавлених у забезпеченні інвестиційних циклів на безперервній основі та реалізації повноцінних відтворювальних процесів у виробничій сфері належать банківські установи.

Погоджуючись із попереднім твердженням, Р. Г. Комарницька [171] підкреслює, що саме завдяки банківським інвестиціям потенційні інвестори здатні сформувати або збільшити власний реальний інвестиційний платоспроможний попит із метою його урівноваження з наявною інвестиційною пропозицією на ринку інвестиційних товарів. На основі цього можна спостерігати залучення банківських інвестиційних ресурсів до процесів суспільного відтворення, зокрема розподільчих процесів.

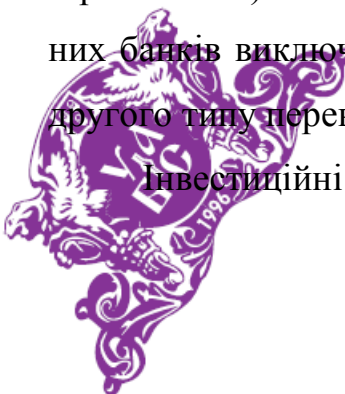
У закордонній практиці інвестиційна діяльність банків розглядається через призму роботи інвестиційних банків. Водночас хибним є ототожнення інвестиційних банків та універсальних банків, беручи до уваги відсутність можливостей у перших виконувати набір традиційних банківських операцій. Звідси набув поширення такий термін як «інвестиційний банкір». Специфіка функціонування ж інвестиційних банків розкривається через такі функції як, по-перше, забезпечення фірм, державних та місцевих органів влади фінансовими ресурсами в значних масштабах, по-друге, виконання інвестиційними банкірами брокерських/дилерських функцій під час операцій з цінними паперами [181].



Традиційний підхід до розкриття змісту інвестиційного банку обумовлений, з одного боку, історичними особливостями становлення його в якості суб'єкта фондового ринку, а з іншого, напрямками діяльності, пов'язаними з управлінням обігом цінних паперів. За сучасних умов можна спостерігати розширення видів діяльності інвестиційних банків в напрямку вирішення організаційних питань, пов'язаних з управлінням інвестиційних компаній, іпотечним покриттям, венчурним капіталом тощо. Виходячи з зазначеного виходить, що діяльність комерційних та інвестиційних банків має багато спільного, водночас основні відмінності лежать в площині державного регулювання їх діяльності. На сьогоднішній день традиційним для законодавства більшості країн є відокремлення інвестиційних операцій банку від традиційних банківських операцій, що, в першу чергу, спрямоване на страхування інтересів вкладників банку. Останнє викликане спекулятивним характером інвестиційних операцій та, відповідно, загрозою втрати стабільної діяльності банку. Крім того, зауважимо, що для кожної країни характерними будуть певні особливості регулювання, обумовлені специфікою національної економіки [181].

Досліджуючи специфіку діяльності інвестиційних банків, слід відмітити не характерність проведення ними депозитних операцій, що призводить до існування термінологічної багатоманітності. Для таких країн як Англія, Сінгапур інвестиційні банки іменуються торговими, для Південній Кореї – характерним є використання терміну «багатогалузевий фінансовий інститут», для Японії – «фірма, що займається торгівлею цінними паперами», для Франції – «діловий банк». У сучасній банківській практиці виокремлюють два підходи до функціонування інвестиційних банків – англосаксонський та європейський (романо-германський). Якщо для першого типу характерним є спеціалізація інвестиційних банків виключно на операціях з цінними паперами, то в діяльності банків другого типу переважає середньо- та довгострокове кредитування.

Інвестиційні банки першого типу відіграють таку роль [181]:



а) є засновниками, організаторами емісії цінних паперів, а також гарантами, що діють на комісійній основі та виплачують раніше установлену суму незалежно від подальшого розміщення акцій та облігацій;

б) є посередниками з придбання частини, що залишилася з первинного розміщення цінних паперів, з подальшим вторинним розміщенням;

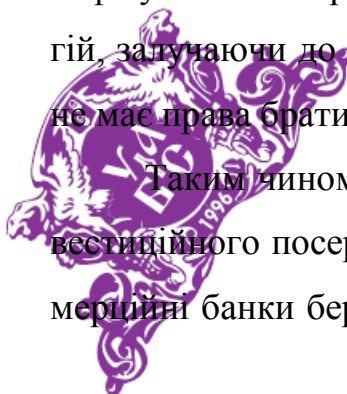
в) є консультантами з операцій з цінними паперами [101];

г) є агентами міжнародних угод на ринку євровалют з розміщення цінних паперів у вигляді єврооблігацій та євроакцій.

Як універсальні, так і спеціалізовані банківські установи належать до повноправних учасників національного інвестиційного процесу, однак позиціонують на ринку власну діяльність, використовуючи у своїй більшості диференційовані канали та відповідний інструментарій просування фінансових продуктів. Останнє твердження легко перевірити шляхом порівняння ключових аспектів діяльності універсальних та інвестиційних банків в умовах вітчизняного організаційно-правового середовища. Переваги діяльності інвестиційних банків випливають із природи переваг спеціалізації як такої. Практика функціонування ринку підтверджує, що досить часто такі компанії в змозі працювати набагато краще за універсальні банки.

Найбільша частка у загальній структурі виручки банків від роботи з цінними паперами належить сукупності операцій, здійснюваних за власний рахунок, тобто в межах власного капіталу фінансової установи, а не залученого – в комісійних дорученнях власних клієнтів, причому основної вигоди банк досягає за рахунок купівлі-продажу різноманітних цінних паперів саме за рахунок своїх клієнтів. За допомогою проведення комісійних операцій банк, до того ж, диверсифікує власні біржові операції та розширює коло і масштаб торгових стратегій, залучаючи до цього широку аудиторію, яка є непрофесійною та відповідно не має права брати безпосередньої участі у біржовій торгівлі.

Таким чином, банківські установи відіграють ключову роль в системі інвестиційного посередництва. Зокрема, на фондовому ринку більшості країн комерційні банки беруть на себе основне функціональне навантаження (відповід-

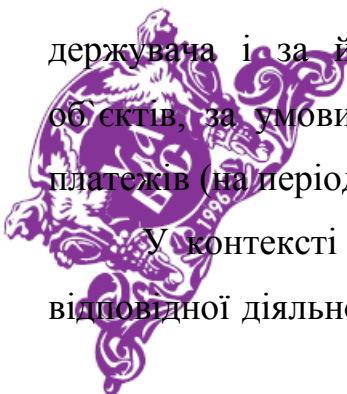


но до нормативного регулювання): від емітента, фінансового посередника, інституційного інвестора до звичайної інфраструктурної установи. Зазначені механізми підкреслюють надважливу роль комерційних банків у розбудові інвестиційного ринку України. Як фінансові посередники на вітчизняних фондових майданчиках банківські установи мають право здійснювати такі види діяльності: довірче управління цінними паперами; інвестиційні операції з акціями та іншими пайовими правами участі, вексями. Завдання інфраструктурного посередництва комерційних банків на фондовому ринку передбачають проведення, серед іншого, різних видів діяльності, починаючи з надання депозитарних послуг зберігача (в т.ч. депозитарію для цінних паперів клієнтів), ведення реєстрів власників іменних цінних паперів, та завершуючи інформаційним (консалтинговим) та розрахунково-кліринговим обслуговуванням.

Досліджуючи участь небанківських учасників у роботі інвестиційного ринку зауважимо, що лізинговий ринок створює важливі механізми оновлення національної економіки та реструктуризації промислового комплексу. Лізингові компанії як інституційні представники даного сегмента займають друге місце (після банків) за обсягом фінансування придбання реальних активів, тому подальший розвиток їх діяльності має стати одним із пріоритетів державної інвестиційної політики в цілому.

Згідно із Законом України «Про лізинг» [255] під лізингом слід розуміти підприємницьку діяльність, яка опосередковує процес інвестування власних та/або залучених фінансових ресурсів та передбачає надання лізингодавцем (лізинговою компанією) у виключне користування впродовж визначеного договором строку лізингоодержувачу (клієнту лізингодавця) майна, що є власністю лізингової компанії або придбавається нею у власність за дорученням лізингоодержувача і за його погодженням у відповідного продавця матеріальних об'єктів, за умови повної та вчасної сплати лізингоодержувачем лізингових платежів (на періодичній основі).

У контексті отримання лізинговою компанією ліцензії на провадження відповідної діяльності, то відповідно до Закону [89] та Положення [256] лізин-



гова компанія має право займатися наданням переліку послуг із фінансового лізингу без необхідності отримання будь-якого дозвільного підтвердження. Поряд із цим Законами України [90, 259] не встановлюється обов'язковість отримання дозволу з боку регулюючих органів надавати лізингові послуги [252].

Відносини у сфері будівництва та операцій з нерухомістю регулюються Законами України «Про іпотеку» [84], «Про фінансово-кредитні механізми і управління майном при будівництві житла та операціях з нерухомістю» [91], «Про іпотечне кредитування, операції з консолідованим іпотечним боргом та іпотечні сертифікати» [85], «Про державну реєстрацію речових прав на нерухоме майно та їх обтяжень» [80], «Про іпотечні облигації» [86], «Про заставу» [81] та іншими нормативно-правовими актами.

Так, згідно з [91] ключовими інструментами проведення інвестиційної діяльності у зазначеній сфері є фонд фінансування будівництва (ФФБ) та фонд операцій з нерухомістю (ФОН). Обидва з них не є юридичними особами та за своєю суттю належать до різновидів ІСІ, проте державне регулювання їх діяльності складає окремий нормативний розділ, що створює значні труднощі в контексті практичної дії положень закону, і в першу чергу – для управителя (керуючої компанії), оскільки в його управління заборонено вносити фонди інших типів [310].

Під управителем слід розуміти фінансову установу, яка здійснює діяльність від власного імені та з метою забезпечення інтересів прямих установників управління майном і проводить менеджмент залучених ресурсів згідно із письмово визначеними Правилами фонду та повністю відповідає законодавчо регламентованим вимогам. Операції з нерухомістю передбачають перелік конкретних дій управителя ФОН стосовно використання майна фонду за рахунок:

1. Фінансування капітального будівництва на умовах контракту, укладеного із забудовником, за умови подальшого набуття прямим управителем ФОН (за регламентацією вітчизняного законодавства) у власність споруджених об'єктів або здійснення управителем ФОН комплексу операцій з отриманими правами вимоги на профінансовані об'єкти будівництва, або залучення фінан-



сування від забудовника в обсягах та на умовах, деталізованих у відповідному контракті.

2. Учасі у ФФБ для набуття в майбутньому управителем ФОН на умовах нормативного регулювання у власність профінансованих об'єктів інвестування або набуття в майбутньому прав вимоги на профінансовані об'єкти інвестування та проведення з ними різних операцій на основі положень законодавства України.

Система функціонування ФОН в Україні передбачає такі види інвестиційної активності:

- підписання управителем ФОН контракту із прямим забудовником на підставі нормативного регулювання;
- залучення фінансування за допомогою інструментарію емісії та розміщення сертифікатів ФОН;
- проведення управителем ФОН різних операцій із нерухомістю;
- здійснення управителем ФОН безпосереднього нагляду за процесом будівництва;
- забезпечення проведення юридичної реєстрації права власності на об'єкти нерухомості, набутої від проведення з ними різних операцій, на ім'я прямого управителя ФОН або управителя національної системи ФОН-ФФБ, що здійснює діяльність як довірчий власник;
- проведення управителем операцій з управління ФОН та інших дій, передбачених Положеннями (правилами) ФОН, отримання доходу на підставі Положень ФОН;
- розподіл прямим управителем отриманого доходу від управління ФОН між усіма власниками сертифікатів даного фонду;
- проведення викупу сертифікатів ФОН у їх власників після закінчення строку обігу сертифікатів даного фонду.

Згідно з національним законодавством [83] під діяльністю зі спільного інвестування слід розуміти діяльність, що провадиться в інтересах і за кошти учасників (акціонерів) ІСІ шляхом емісії цінних паперів ІСІ з метою отримання до-

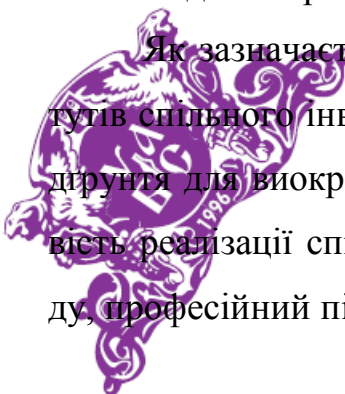


ходу від розміщення коштів, залучених від їх спрямування за різними напрямками: цінні папери суб'єктів господарювання, корпоративні права, об'єкти нерухомості та інші активи, дозволені законами України та нормативно-правовими актами Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР). Під компанією з управління активами інституційних інвесторів (КУА) слід розуміти господарське товариство, яке провадить професійну діяльність з прямого управління активами інституційних інвесторів, попередньо отримавши ліцензію від НКЦПФР.

В. М. Коверда [168] наголошує на подвійній природі ІСІ, визначити який можна, з одного боку, як відображення сукупності відносин між населенням, виробниками і державою щодо перерозподілу вільних грошових засобів на основі повної економічної самостійності, механізму саморегуляції ринкової економіки, внутрішньогалузевого і міжгалузевого переливу фінансових ресурсів, а з іншого – як інституційну складову сучасного світового фінансового ринку у його посередницькому сегменті.

Таким чином, автор роботи [168] відходить від традиційного розуміння ІСІ та розглядає його з позиції елемента цілісної фінансової системи, що є сукупністю взаємодії окремих компонентів: банків, інвестиційних компаній, інвестиційних фондів, компаній з управління активами, фондових бірж. У той самий час робиться висновок про необхідність розкриття змісту інвестиційного ринку через набір різних інвестиційних товарів та фінансових інструментів, які обертаються в певному ринковому просторі та спрямовані на забезпечення процесів реального і фінансового інвестування. Інвестиційний попит усіх видів інвесторів обслуговується спеціальними інвестиційними інституціями, спирається на досить розгалужену і різнопланову інвестиційну інфраструктуру.

Як зазначається в роботі [323], дослідження економічної природи інститутів спільного інвестування, історичних особливостей їх розвитку створює підґрунтя для виокремлення характерних рис їх діяльності. Зокрема, це можливість реалізації спільних інвестиційних проектів, негарантований розмір доходу, професійний підхід до управління, робота на принципах залучення фінансно-

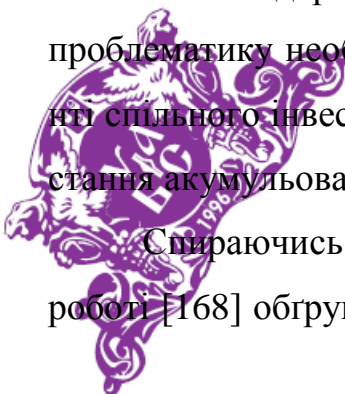


вих ресурсів з подальшим розміщенням в цінні папери, можливість диверсифікації вкладень, наявність правового підґрунтя захисту прав інвесторів, дотримання принципів транспарентності тощо [323].

В історичному контексті доцільно відмітити досвід США, де ринок колективного інвестування є найрізноманітнішим за формами організації та масштабністю діяльності, а інвестиційні компанії існують в розрізі таких основних видів: об'єднані інвестиційні трасти (Unit Investment Trust Companies), компанії сертифікатів із готівковою вартістю (Face Amount Companies), управлінські (менеджеріальні) компанії (Management Companies), а інвестори мають широкі права та можливості щодо вибору секторального спрямування власних інвестицій і альтернативи щодо застосування прибутку, отриманого за цінними паперами, які емітуються інститутами спільного інвестування. При цьому пайові фонди США займають лідируючі позиції на світовому ринку інститутів колективного інвестування.

З метою сприяння відкритості фондового ринку України, підвищення рівня довіри населення до ІСІ та оптимізації державних витрат на регулювання фінансового ринку в цілому Д. Циганюком [317] пропонується запровадження Комісії з гарантування вкладів інвесторів ІСІ, яка має виконувати функції формування фонду відшкодування втрат від інвестування в цінні папери ІСІ, а також складання рейтингів надійності КУА як базису для визначення диференційованих відрахувань до цього фонду. У контексті розвитку значущих заходів нормативного регулювання даної сфери відносин у роботі [317] розроблено науково-методичний підхід до встановлення індикативних нормативних значень показника «поточної ефективності закриття інвестиційної позиції» для різних типів ІСІ та підкреслює необхідність контролю за їх дотриманням. Розвиваючи проблематику необхідності створення Фонду гарантування інвестицій у сегменті спільного інвестування, автор [96] вибудовує механізм розподілу та використання акумульованих за його рахунок фінансових ресурсів.

Спираючись на результати аналізу національного фінансового ринку, у роботі [168] обґрунтовуються найбільш актуальні напрями позиціонування ІСІ.

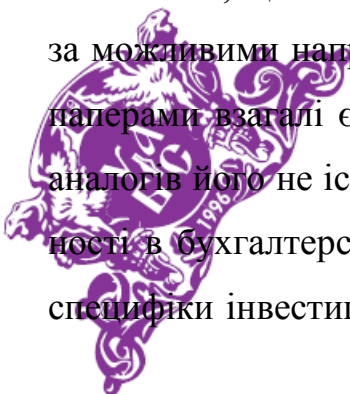


Зокрема, було виявлено, що нерозвиненість ринку послуг спільного інвестування в Україні визначає потребу в розробленні фінансово-інституційного механізму його формування, який складається із трьох груп факторів.

По-перше, зниження ризику через диверсифікацію портфеля активів дозволяє підвищити відношення прибутковості інвестицій до ризику суб'єктів ринку інвестиційних послуг. В Україні диверсифікація набуває особливої доцільності з огляду на методичні труднощі у визначенні співвідношення «прибуток-ризик» в розрізі секторів і фірм. Її недоліком є розпорошеність капіталу, проблематичність відстеження волатильності багатьох фінансових інструментів, зростання комісійних витрат, що за малого розміру капіталу істотно впливає на прибуток. Тому доцільність диверсифікації портфелів активів в Україні буде залежати від зростання розміру капіталу і планованого терміну інвестицій, а скорочення диверсифікації – від активного корпоративного менеджменту.

По-друге, інституційна неспроможність фондового ринку через низький рівень капіталізації, превалювання первинного сегмента над вторинним; ускладнений контроль над операціями з цінними паперами та розповсюдження інформаційних індикаторів щодо кількісних та якісних параметрів операцій з ними; низька ліквідність фондового ринку; мала кількість цінних паперів, якими торгують на біржі, обмежена кількість інструментів фондового ринку; маніпуляції учасників фондового ринку з цінами з метою завищення вартості чистих активів інвестиційних фондів, відсутність єдиної ефективної депозитарно-клірингової системи та переходу до міжнародних систем стандартів IASC і IOSCO призводять до зниження мотивації колективного інвестування.

По-третє, нормативна база у сфері спільного інвестування побудована таким чином, що їхні організаційні форми фактично обмежені як за видами, так і за можливими напрямками, а формула оподаткування діяльності ІСІ з цінними паперами взагалі є вкрай невдалою: податок на додану вартість (для західних аналогів його не існує), система обліку і відображення результатів їхньої діяльності в бухгалтерській звітності здійснюється без урахування форм, методів і специфіки інвестиційних процесів. Ще одним невирішеним питанням є відсут-



ність теорії та практичного нормування відносин у тріаді «інвестиційний керуючий – інвестиційний фонд – депозитарій інвестиційного фонду». Тобто удосконалення правового поля має бути спрямованим на розроблення та впровадження законодавчих, регулятивних та інших новацій, необхідних для забезпечення дотримання набагато суворіших ринкових стандартів та нормативів ефективності стосовно всіх ІСІ.

В контексті розроленого вище згаданим автором [323] підходу до визначення цільових параметрів підвищення стратегічної конкурентоспроможності ІСІ стає об'єктивною потреба останніх враховувати мінливість зовнішнього середовища. Це повинно відбуватися у вигляді розробки (з подальшою реалізацією) конкретних шляхів зміцнення конкурентних позицій ІСІ. У даному разі, на наш погляд, заслуговують на увагу запропоновані у вищезгаданій праці [323] актуальні для вітчизняної практики напрямки мікроекономічного спрямування з посилення конкурентних переваг ІСІ:

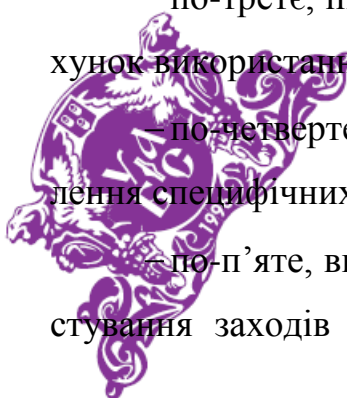
– по-перше, перегляд питань управління портфелем інвестиційних вкладень ІСІ в напрямку зосередження уваги на пасивній/активній політиці управління активами з метою оптимізації витрат;

– по-друге, розробка антикризового продуктового ряду ІСІ, здатного забезпечити доходність для інвесторів в умовах посткризового відновлення. Наприклад, це запровадження практики створення структурованих фондів, передбачення умов зміни стратегічно різноспрямованих фондів з мінімальними для інвестора втратами, страхування інвестиційних вкладень з метою хеджування інвестиційних ризиків інвесторів, використання можливостей ринку деривативів;

– по-третє, підвищення транспарентного клімату щодо роботи ІСІ за рахунок використання маркетингових комунікацій;

– по-четверте, формування цільових сегментів надання послуг та розроблення специфічних для них рекламних заходів;

– по-п'яте, впровадження стабілізуючих роботу інститутів спільного інвестування заходів у вигляді підвищення сервісного обслуговування шляхом



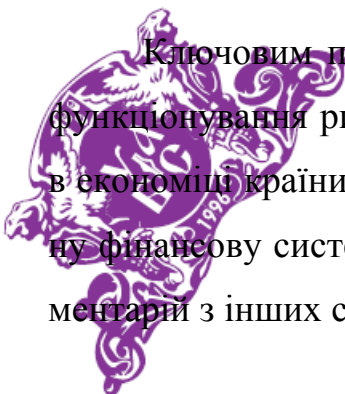
створення відокремленого підрозділу з роботи з клієнтами, який спеціалізувався би на консультаційних послугах, впровадженні персонального обслуговування клієнтів та організації післяпродажного сервісу;

– і останнє, внесення організаційних змін до роботи ІСІ з метою створення можливостей реалізації функції з координації роботи всіх структурних одиниць, наприклад, у вигляді відокремлення відділу, відповідального за утримання (посилення) конкурентних позицій ІСІ на ринку, та підвищення його стратегічної конкурентоспроможності.

Отже, підводячи підсумки вищенаведеного зазначимо, що узагальнення результатів наукових досліджень щодо визначення сутності інвестиційного ринку засвідчило, що у вітчизняній літературі найчастіше його розглядають з двох позицій: з точки зору об'єктів інвестування – як синонім ринку інвестиційних товарів (їх відокремлюють від споживчих товарів за критерієм використання не для споживання, а з метою отримання доходу); та з точки зору ресурсного забезпечення – як складовий елемент фінансового ринку. Водночас, інвестиційний ринок – це передусім економічні відносини, що виникають між продавцями ресурсів та їх покупцями безпосередньо або за участю посередників з приводу акумуляції інвестиційного та/або позикового капіталу з подальшим його розміщенням, що, у свою чергу, обумовлює потребу у дослідженні ролі та місця інвестиційного ринку у просторі міжринкової взаємодії.

1.3 Роль та місце інвестиційного ринку у просторі міжринкової взаємодії

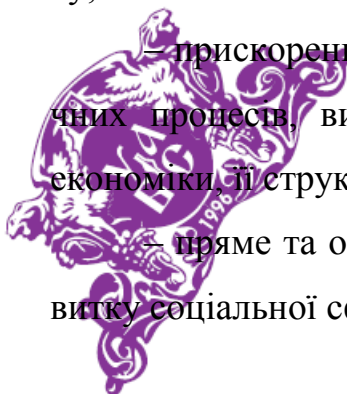
Ключовим підходом до всебічного теоретико-методичного аналізу засад функціонування ринку будь-якого типу є ідентифікація його місця та значення в економіці країни. Інвестиційний ринок, органічно вбудовуючись у національну фінансову систему, з одного боку, імпортує найбільш прогресивний інструментарій з інших сегментів фінансового ринку та міжнародних практик ведення



інвестиційного бізнесу – з іншого. Результатом діяльності його суб'єктів є перенесення стимулювальних властивостей на всі без винятку сектори народного господарства та в кінцевому підсумку істотне розширення здатності до майбутнього економічного зростання в цілому.

На думку Т. Н. Данилової, основною метою функціонування інвестиційного ринку є забезпечення саморегулювання інвестиційного процесу шляхом мобілізації й організації інвестиційного потенціалу. Відповідно до функцій інвестиційного ринку належать такі [60, 16, 114]:

- організація зведення та здійснення повноцінного, кваліфікованого посередництва між продавцями і покупцями інвестиційних товарів та інструментів;
- стабілізація цін на інвестиційні ресурси;
- перерозподіл потоку інвестицій з метою формування певної структури виробництва, стимулювання інноваційних процесів в економіці;
- інформатизація інвестиційних угод;
- масштабна мобілізація тимчасово вільного капіталу зі значної кількості джерел, забезпечення зростання ефективності грошового обігу;
- визначення пріоритетних та найбільш ефективних напрямів застосування капіталу в інвестиційному середовищі;
- ефективний розподіл залученого і трансформованого вільного капіталу між численними його споживачами;
- формування ринкових цін на конкретні інвестиційні товари, інструменти та послуги, що найбільш об'єктивно відображають співвідношення між їх попитом і пропозицією;
- формування умов для мінімізації інвестиційного та комерційного ризику;
- прискорення обігу капітальних ресурсів, що сприяє активізації економічних процесів, визначенню перспективних напрямів розвитку національної економіки її структурній перебудові;
- пряме та опосередковане вирішення проблем зайнятості, сприяння розвитку соціальної сфери та інших ефектів інвестування.



А.А. Котуков [183], оцінюючи функціональну наповненість категорії «ринок інвестицій», не відхиляється від її ототожнення з поняттям «інвестиційний ринок» та підкреслює вплив даного сегмента на всі сторони функціонування економічної системи (рис. 1.5). При цьому «фундаментальними завданнями ринку інвестицій є збір та акумуляція грошових коштів інвесторів через різноманітні інвестиційні інструменти та здійснення інвестицій».

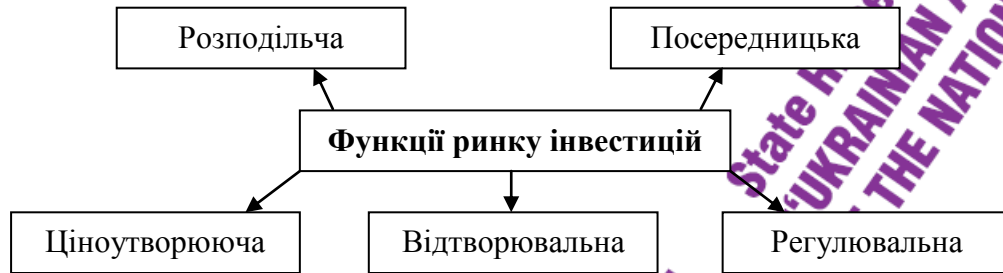


Рисунок 1.5 – Функції ринку інвестицій [183]

Однієї з умов ефективного розподілу та прискореного руху капіталу, в т.ч. його інвестування у виробничу сферу, міжгалузевого переміщення з подальшим осіданням в місцях найбільшої прибутковості виступає рівень розвитку інструментарію ринку, його масштабні та структурні особливості. Тому інвестиційний ринок виконує відтворювальну функцію, реалізація якої сприяє перебудові структури економіки та, в кінцевому підсумку, досягненню високої ефективності виробництва за допомогою набору інвестиційних інструментів [183].

Як ми уже зазначали у праці [130], зарубіжні дослідники до однієї з найбільш релевантних функцій фінансового ринку (відповідно до зазначеного в параграфі 1.1 смислового навантаження цієї категорії в західній економічній школі) відносять «ефективний розподіл накопичень між кінцевими споживачами» [388]. Таким чином, узгодження інтересів інвестора та власника інвестиційних ресурсів відбувається найбільш оптимально (з найменшими витратами) саме на фінансовому ринку.

Лоренс Дж. Гітман, Майкл Д. Джонк [52], наголошуючи на системоутворюючій ролі фондових бірж у розвитку інвестиційних процесів у країні, розділяють фінансовий ринок на кілька складових: ринок акцій, ринок облігацій та

ринок опціонів. На думку цих авторів, під інвестиційним процесом необхідно розуміти «механізм зведення разом тих, хто пропонує гроші (мають тимчасово вільні кошти), з тими, хто виявляє попит (відчувають потребу в них). Обидві сторони зазвичай зустрічаються в фінансових інститутах (банки, ощадно-кредитні асоціації) або на фінансовому ринку» (рис. 1.6). Важливо підкреслити, що фінансові інститути можуть брати участь у роботі фінансових ринків як на боці попиту, так і на боці пропозиції.

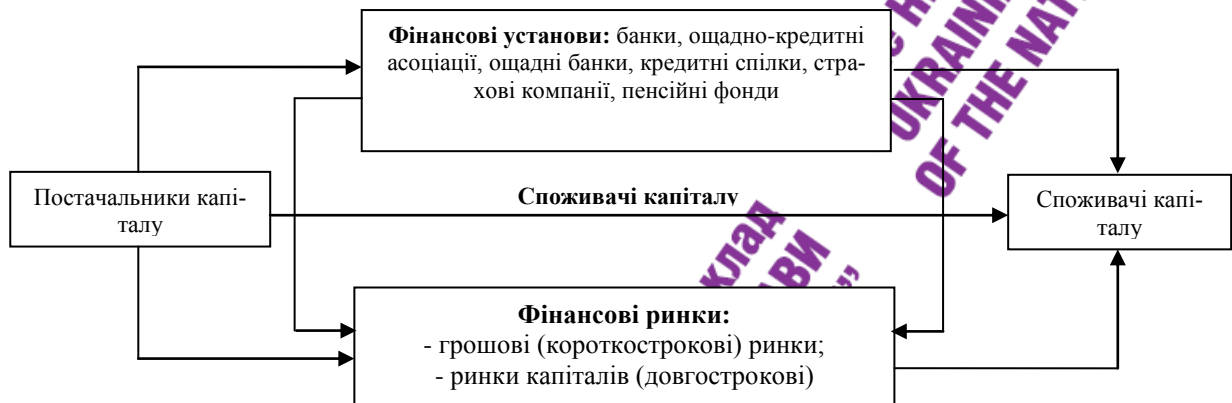


Рисунок 1.6 – Структура інвестиційного процесу [130]

М. Ю. Маковецький [203] вважає, що інвестиційний процес потрібно трактувати більш ємно та комплексно, ніж інвестиції або інвестування, оскільки він передбачає чітку взаємодію всіх учасників інвестиційної діяльності. Однією з передумов такого бачення є наявність системи законодавчо встановлених правил та норм, спрямованих як на регулювання інвестиційного процесу взагалі, так і відносин, що виникають між його учасниками.

Отже, результативність функціонування інвестиційного ринку проявляється у створенні ринкового механізму вільного (хоча і певною мірою регульованого) перетікання інвестиційних ресурсів у найбільш ефективні галузі господарювання «Фінансово не опосередковані» об'єкти вкладення капіталу – нерухомість, земля, права користування, інтелектуальна власність тощо – значно збагачуються на інвестиційному ринку за рахунок використання цінних паперів та інших фінансових інструментів [130].

Багато вітчизняних науковців також безпосередньо не вживають категорії «інвестиційний ринок» при дослідженні внутрішньої структури фінансової системи країни. Зокрема, такі автори, як В. М. Шелудько, В. П. Унінець-Ходаківська, О. І. Костюкевич та О. А. Лятамбор [319, 300], розглядають процес інвестування крізь призму функціонування ринку фінансових послуг, Л. М. Горбач та О. Б. Каун [57] – у межах дії ринку інвестиційних послуг (рис. 1.7).

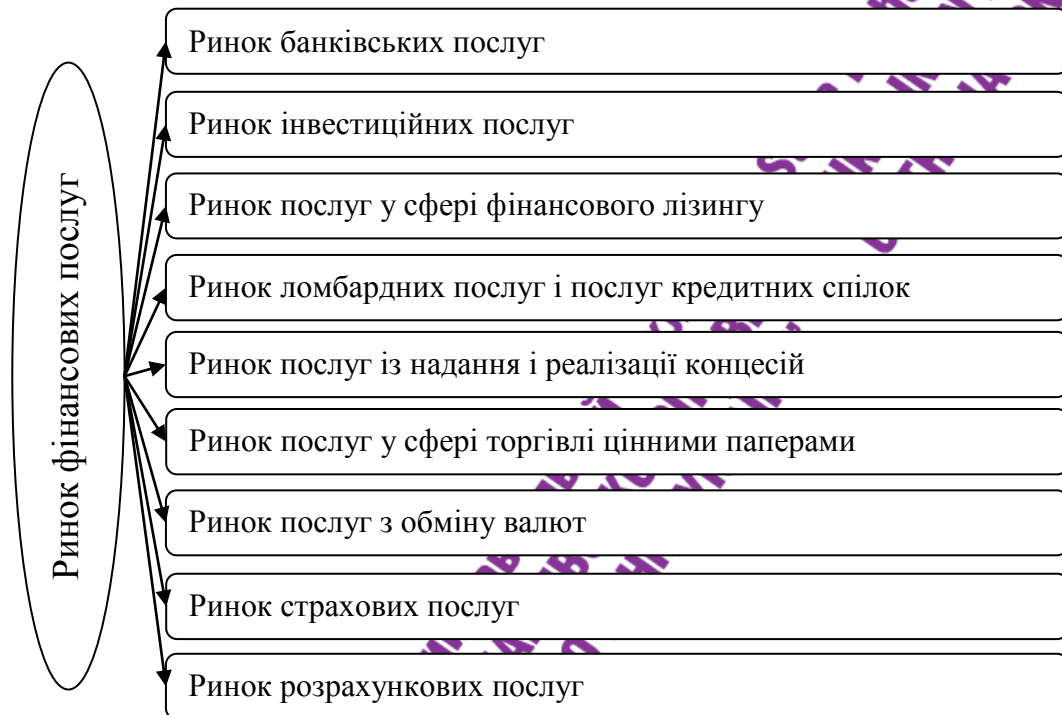


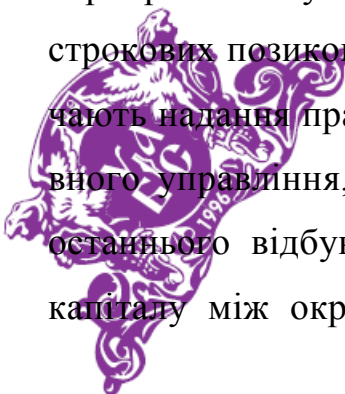
Рисунок 1.7 – Структура фінансового ринку за [57]

В. В. Михальський [211] вважає, що ускладнення й поглиблення структуризації фінансового ринку є недоцільним з огляду на те, що це ускладнює дослідження процесів, які відбуваються в середині фінансового ринку, а саме: кожен із його ринків може бути самодостатнім і водночас взаємодіяти з іншими ринками. По-перше, при структуризації ринку за ознаками механізм «перетікання» з одного виду фінансового ресурсу в інший може бути ускладнений різними видами уточнень. Тому ознаки характеризують подальший механізм дії ресурсів на фінансовому ринку. По-друге, найменування сегментів ринку повинно відповідати тим фінансовим ресурсам, які їх обслуговують. Грошово-

кредитний ринок базується на використанні грошових коштів, на валютному ринку перебуває обіг валюти, на інвестиційному ринку – інвестиційні активи. По-третє, науковці сектор фінансового ринку, що використовує як ресурс грошові кошти, називають «ринком банківських позик» чи «ринком капіталів». На думку автора, кредити видаються тільки у тому разі, коли заощадження та тимчасово вільні грошові кошти перетворюються у фінансово-кредитних установах спочатку на капітал, а потім – на позики. Оскільки капітал і позика є похідними чи наслідками накопичення грошових коштів, то, по-перше, «ринком банківських позик» чи «ринком капіталів» надають секторові описового характеру. По-друге, раціонально називати перший сектор у класифікації фінансового ринку «грошово-кредитним».

Класичний структурний розподіл фінансового ринку передбачає існування двох ланок: ринку грошей і ринку капіталів [118, 70]. Традиційно перший є місцем придбання ліквідності (грошей), існування якого можливе завдяки наявності фінансово-кредитної системи, а саме ряду кредитних установ, що спеціалізуються на процесах трансформації згенерованих тимчасово вільних коштів економічних суб'єктів у позиковий капітал. У свою чергу, кредитна система містить дві складові: банківську, яка виступає основою кредитної системи, та представлена двома рівнями – центральним банком та комерційними банками, та парабанківську, що представлена небанківськими кредитними установами (страховими компаніями, кредитними спілками та ін.).

Переходячи до другої ланки фінансового ринку зазначимо, що для ринку капіталів характерним є торгівля правами власності. При цьому провідними інструментами ринку капіталів є акції, що, як правило, посвідчують права корпоративної участі, поряд із широким застосуванням середньо- та довгострокових позикових зобов'язань. Акції та інші цінні папери, що не передбачають надання права власності, зокрема й ті, емітентом яких є органи державного управління, формують загалом ринок цінних паперів. За допомогою останнього відбувається швидкий і ефективний перерозподіл фінансового капіталу між окремими домогосподарствами, суб'єктами господарювання,



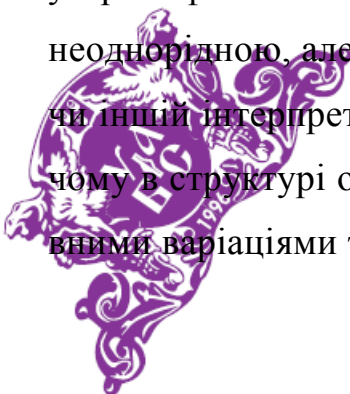
окремими галузями, регіонами і країнами. Порівнюючи перерозподіл за допомогою різних каналів – сектор державних фінансів та ринок капіталів, слід зазначити, що для державних фінансів притаманний суб'єктивний характер розподілу (наприклад, статті державного бюджету), в той час як розміщення на ринку капіталу ґрунтується на критеріях вигідності розміщення (ефективності розміщення фінансового ресурсу), що надає йому об'єктивний характер [118].

Таким чином, дотримуючись поглядів, викладених в роботах [226, 388, 210, 303], структуру фінансового ринку слід розглядати за двома критеріями:

- залежно від форми фінансових ресурсів (ринок грошей та ринок капіталів);
- залежно від виду активів (кредитний ринок та ринок цінних паперів).

І. О. Школьник у своєму дослідженні [321] підкреслює, що, на перший погляд, структура, запропонована Б. А. Карпінським та О. В. Герасименко [16], є тотожною тій, що запропонована В. М. Опаріним [226], беручи до уваги той факт, що в обох випадках виділяється дві структурні ланки (ринок капіталу і грошей). Однак дискусійним є питання розуміння економічної природи основного об'єкта відповідних ринків: а саме під час визначення ринку грошей перший підхід ґрунтується на включенні до його складу сукупності коротко- та довгострокових ресурсів, згенерованих в межах кредитної системи країни, а другий підхід – зосереджується на боргових зобов'язаннях виключно короткострокового характеру.

Аналіз різних науково-методичних підходів до розгляду внутрішнього устрою фінансового ринку свідчить, що його структура є складною і досить неоднорідною, але в розглянутих дослідженнях найчастіше трапляються в тій чи іншій інтерпретації категорії «грошовий ринок» та «ринок капіталу», причому в структурі останнього, як правило, фігурує ринок цінних паперів із певними варіаціями та обмеженнями [319, 205, 23, 70, 118, 167].



Запропонований у праці [321] підхід до структуризації фінансового ринку, на думку автора, дозволяє комплексно підійти до розкриття його змісту, оскільки включає об'єкти фінансового ринку та сукупність ринків, що виникають відповідно до об'єктів. Однак такий підхід не передбачає виокремлення сегментів інвестиційного ринку. Зокрема, автор виділяє такі ринкові одиниці.

– валютний ринок, головним об'єктом якого виступає валюта як національного, так і іноземного походження, призначена для реалізації платежів;

– депозитний ринок, головним об'єктом якого виступають згенеровані фінансові заощадження економічних суб'єктів;

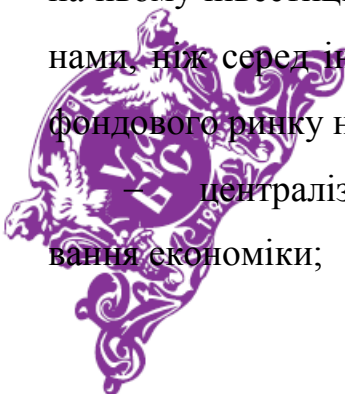
– кредитний ринок, на якому існує можливість купівлі потрібних фінансових ресурсів в системі відносин «кредитор-позичальник» за умов дотримання принципів платності, зворотності, строковості, поверненості та цільового призначення;

– ринок цінних паперів, який структурно складається із ринку боргових цінних паперів та ринку акцій. Перший включає обіг цінних паперів, що мають фіксовану в часі черговість погашення відсоткових платежів та основної суми борга. Крім того, ринок боргових цінних паперів диференціює останні за терміном обертання – на короткострокові (до 1 року), середньострокові та довгострокові (більше 1 року);

– ринок деривативів, на якому обертаються похідні цінні папери (форварди, ф'ючерси, опціони тощо).

Під фондовим ринком розуміють «сукупність учасників ринку та відносин між ними щодо розміщення, обігу та обліку цінних паперів і похідних (деривативів)» [94]. Механізм функціонування цього ринку дозволяє проводити на ньому інвестиційні операції найшвидше та за максимально об'єктивними цінами, ніж серед інших видів інвестиційних ринків [17]. До основних функцій фондового ринку належать такі:

– централізація тимчасово вільних коштів і заощаджень для фінансування економіки;



- перелив капіталу з метою його концентрації в технічно або економічно прогресивних галузях і найбільш перспективних регіонах;
- ліквідація дефіциту державного бюджету, його касове виконання і згладжування нерівномірності надходження податкових платежів;
- надання інформації про стан економічної кон'юнктури, виходячи зі стану ринку цінних паперів [23].

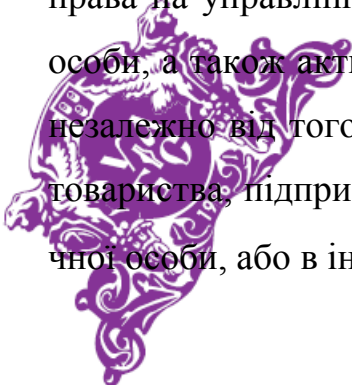
Автор праці [17], обґрунтовуючи свою думку про інвестиційний характер короткострокових боргових активів, підпорядковує так званий «ринок грошових інструментів інвестування» сфері впливу інвестиційного ринку у складі підсистеми фінансових інструментів інвестування. Окреслений сегмент представлений передусім такими інструментами, як грошові вкладення – строкові і до запитання.

На ринках дорогоцінних металів проводяться операції страхування різних фінансових активів, забезпечення резервування таких активів з метою придбання необхідної валюти у системі міжнародних розрахунків, реалізація інвестиційних спекулятивних угод, приватна тезаврація та задоволення потреб промислового споживання металів [17].

Особливе місце в структурі фінансового ринку посідає ринок корпоративних прав.

Ринок корпоративних прав вміщує середовище для купівлі-продажу специфічних інструментів інвестиційного ринку, обсяг операцій з якими займає найбільшу частку у загальному обороті останнього.

Законодавчо корпоративні права визначаються як «право власності на статутний фонд (капітал) юридичної особи або його частку (пай), включаючи права на управління, отримання відповідної частки прибутку такої юридичної особи, а також активів у разі її ліквідації відповідно до чинного законодавства, незалежно від того, чи створена така юридична особа у формі господарського товариства, підприємства, заснованого на власності однієї юридичної або фізичної особи, або в інших організаційно-правових формах» [88].



Іншими словами, корпоративні права можна визначити як права, що ґрунтуються на: праві власності на частку в акціонерному товаристві (акцію) або праві на певну частку (пай) у капіталі товариства з обмеженою відповідальністю чи іншого суб'єкта господарювання, статутний капітал якого поділений на частки, або права на здійснення внесків до статутного капіталу юридичної особи у випадку, коли її капітал не поділений на частки (зокрема, фондів операцій з нерухомістю, пайових інвестиційних фондів, приватних, дочірніх та інших підприємств) [219].

У контексті ідентифікації недоліків функціонування вітчизняного ринку фінансових інструментів як сегмента інвестиційного ринку необхідно наголосити на відсутності строкового ринку товарно-сировинних ресурсів, який є визначальною структурою ринку деривативів. До базових активів ф'ючерсних контрактів належать такі продукти реального сектору економіки, як: зернові (пшениця, кукурудза, соя, овес та інші); м'ясо (свинина, велика рогата худоба, яловичина та інші); метали (золото, платина, срібло, високоякісна мідь, алюміній та інші); харчові продукти та волокна (апельсиновий сік, цукор, бавовна та інші); енергоносії (природний газ, нафта, мазут та інші); деревина (пиломатеріали та інші) [219].

Автор праці [219] вважає, що можливим варіантом розв'язання протиріччя цього ринку є розроблення відокремленої нормативної бази щодо регулювання строкового ринку товарних ф'ючерсів, а комплекс організаційних заходів повинен передбачати утворення спеціального регулятора даного сектору, регламентацію його функцій, прав та обов'язків.

На ринку акцій як структурного елемента ринку фінансових інструментів (а відповідно і ринку корпоративних прав) ключовим недоліком залишається відсутність попиту на акції як перспективного інструменту залучення внутрішнього капіталу підприємства на первинному фондовому ринку. Публічні акціонерні товариства згідно з українським законодавством [76] не мають права засновуватися та розпочинати діяльність шляхом відкритого розміщення акцій, первинне публічне розміщення акцій (IPO) відбувається дуже рідко (якщо і

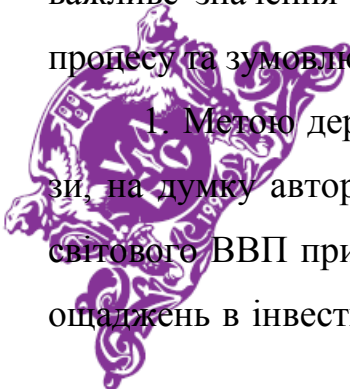
проводиться, то в основному за межами України), зростання власного капіталу проводиться, як правило, за рахунок приватного розміщення серед обмеженого кола акціонерів. На ринку облігацій ключовою проблемою є недостатня захищеність прав їх власників (інвесторів), хоч раніше це стосувалося лише власників акцій підприємств), другорядність задоволення вимог за облігаціями у разі банкрутства емітента, можливість маніпулювання зобов'язаннями боржника [220].

Ринок фінансових ресурсів складається з двох структурних елементів: з одного боку, ринок грошових засобів та ринок боргових зобов'язань із періодом погашення до одного року; з іншого – ринок капіталів або ринок цінних паперів (фінансових інструментів із періодом погашення понад один рік та корпоративних цінних паперів) [234, 215].

Останній, у свою чергу, поділяють на первинний (розміщення цінних паперів серед визначеного кола інвесторів уперше) та вторинний (купівля-продаж цінних паперів, які були емітовані раніше і вже перебувають в обігу). При цьому фондові біржі можна визначити як вторинні ринки капіталів, оскільки на їх майданчиках установлюються котирування фінансових інструментів, які вже перебувають в обігу. Саме підприємство, корпоративні права (акції) якого активно придбаваються та продаються на фондовій біржі, ніяк не бере участі в торгових операціях на вторинному ринку і відповідно не отримує будь-якого рибутку від їх продажу. Поряд із цінними паперами у світовій практиці набули поширення вторинні ринки фінансових активів інших видів [234, 215].

С. Москвін [220], намагаючись деталізувати межі поширення інвестиційного ринку у структурі фінансового, підкреслює, що його виокремлення має надважливе значення для вдосконалення державного регулювання інвестиційного процесу та зумовлюється дією таких факторів:

1. Метою державного регулювання. Головним наслідком фінансової кризи, на думку автора [219], є макроекономічний дисбаланс: сплющення обсягу світового ВВП при зменшенні споживання та заморожуванні перетворення заощаджень в інвестиції. Усі держави, у тому числі й Україна, зацікавлені в еко-

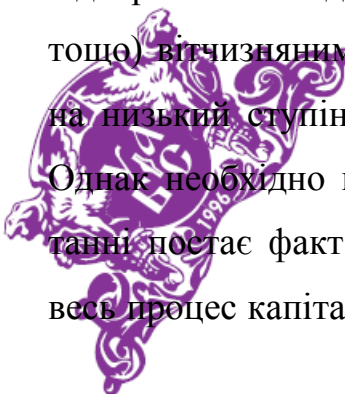


номічному розвитку через збільшення інвестування, але кожна держава визначає найбільш пріоритетні сегменти та сектори інвестиційного ринку, які заходи необхідно здійснити, щоб не тільки захистити, але й заохотити інвесторів проводити вкладення у певні активи, як запобігти диспропорціям на інвестиційному ринку, які інвестиційні інститути потрібно дати можливість утворювати та яким вони мають відповідати вимогам. Сукупність таких положень належить до категорії «державна інвестиційна політика», а її здійснення є безпосередньою метою регулювання національного інвестиційного ринку.

2. Поведінкою інвесторів, які мають на меті заробити через певний період часу більше, ніж це можливо у даний момент. Інвестора цікавить, від якого активу (основних фондів, нематеріальних активів, фінансових інструментів, корпоративних прав) генерується більший прибуток. Якщо об'єктом регулювання проголошується «фінансовий ринок» або «ринок ЦП», то такі ринки не включають усіх видів інвестиційних активів. Якщо об'єктом регулювання є «ринок фінансових послуг», регулювання підміняється наглядом, що зараз має місце в українській практиці. Тобто саме діяльність інвесторів об'єднує всі сегменти інвестиційного ринку в єдине ціле [219].

3. Специфікою інвестиційних посередників. Автор вважає, що на інвестиційному ринку мають функціонувати універсальні інвестиційні інститути з виключними видами діяльності за аналогією з банками на грошово-кредитному ринку. Це обумовлює необхідність не тільки регулювання інвестиційного ринку, тобто встановлення загальних вимог і правил, але й здійснення нагляду за діяльністю інвестиційних інститутів [219].

Тенденція до методичної автономізації інвестиційного сегмента та його відокремлення від фондового ринку (ринку цінних паперів, кредитного ринку тощо) вітчизняними дослідниками [16, 32, 60] є цілком виправданою з огляду на низький ступінь розвитку фінансової системи України як об'єкта аналізу. Однак необхідно підкреслити, що іншою важливою домінантою у цьому питанні постає факт неможливості учасників інвестиційних відносин обмежити весь процес капіталовкладень межами одного продуктового набору чи переліку



послуг, які пропонують суб'єкти інвестиційного ринку, і відповідно використувати єдино можливу схему накопичення, трансформації та перерозподілу інвестиційного капіталу (рис. 1.8).

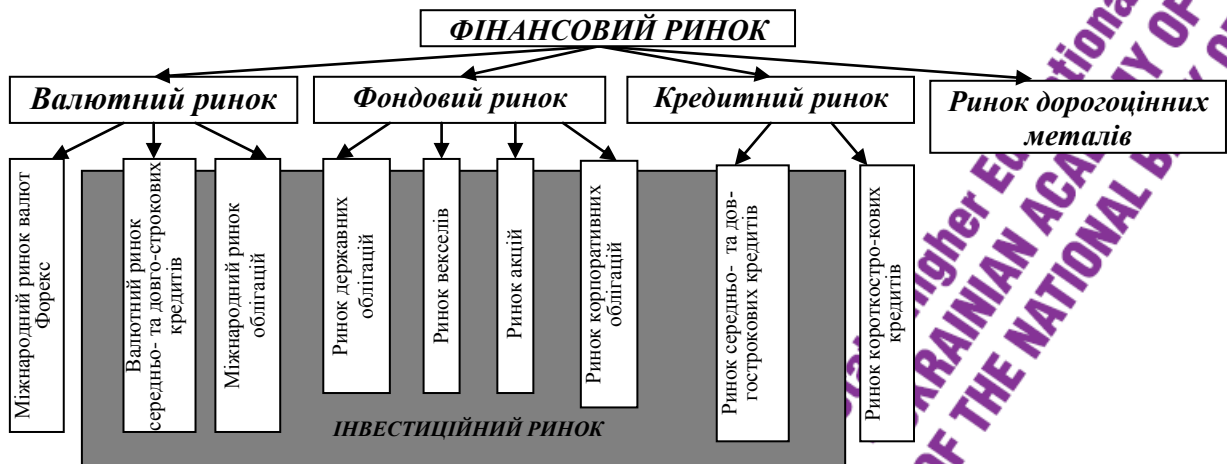


Рисунок 1.8 – Виокремлення інвестиційного ринку в структурі фінансового ринку [35]

На нашу думку, до однієї з ключових передумов зазначеної категоріальної невизначеності та неоднорідності розуміння у вітчизняних наукових колах є неоднозначність фінансового законодавства України, згідно з яким дефініція «інвестиційний ринок» (та пов'язані з нею, такі, як «ринок інвестиційних послуг» тощо) не отримує належного формулювання, хоча у процесі дослідження нормативних актів слід відмітити очевидне намагання законодавців окреслити інституціональні та функціональні межі застосування цих категорій.

Так, стаття 92 Конституції України [175], вживаючи в одному переліку фінансовий, грошовий, кредитний та інвестиційний ринки, фактично зрівнює їх статус та значущість для життєздатності національної фінансової системи, хоча ринок фінансових послуг згідно із Законом України «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг» [90] включає до свого складу, серед іншого, ринок інвестиційних послуг.

Виокремлення інвестиційного та грошово-кредитного сегментів як автономних структурних одиниць у цілому є обґрунтованим, оскільки об'єктом реалізації на грошовому ринку є власне грошові кошти, а на інвестиційному ринку

останні є лише як технічний засіб перерозподілу різних інвестиційних ресурсів. Необхідно наголосити, що з погляду предмета купівлі-продажу інвестиційний ринок лише частково входить до складу фінансового ринку – в структурі здійснення операцій із фінансовими інструментами.

На думку Т. А. Васильєвої [32], середовище інвестиційного ринку охоплює поряд із сектором об'єктів фінансового інвестування сегменти об'єктів реального інвестування та інноваційного інвестування. С. Москвін [219] підкреслює важливість нефінансової складової інвестиційного ринку, яка визначає його значення у фінансовій системі загалом (рис. 1.9).

І. О. Бланк зазначає, що під час проведення аналізу окремих видів ринків у розрізі диференційованих типів інструментів та періоду їх обігу потрібно враховувати тісний взаємозв'язок між сегментами таких ринків та їх функціонування в єдиному ринковому просторі.

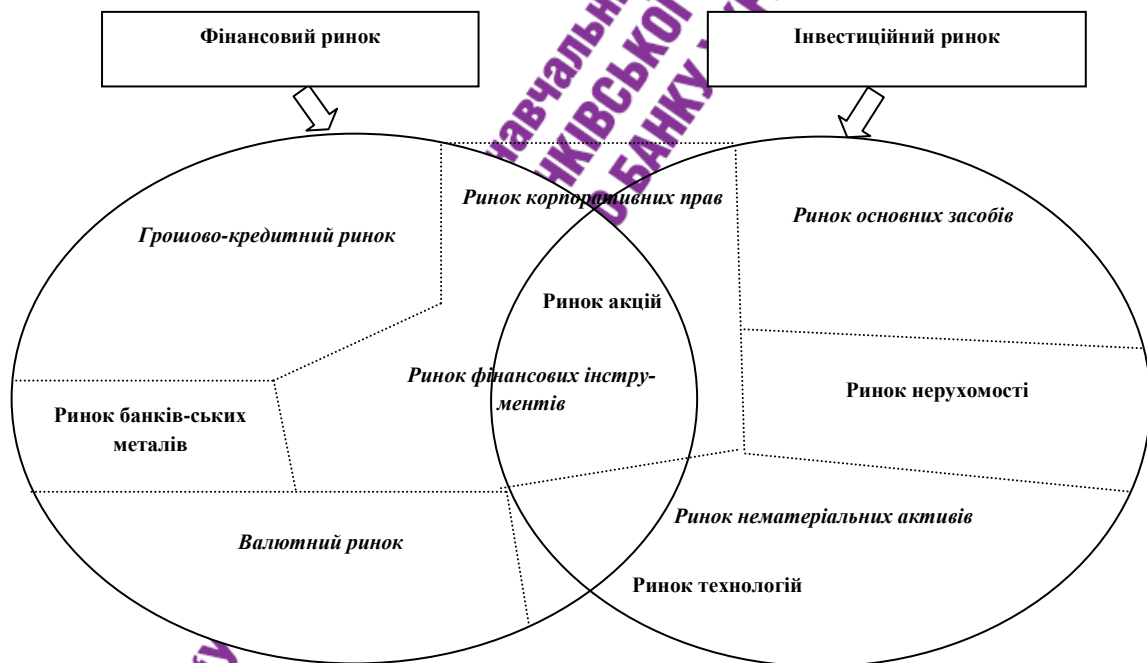


Рисунок 1.9 – Зв'язок фінансового та інвестиційного ринків [219]

Так, усі види ринків, що обслуговують обіг різних фондів та грошових інструментів інвестування, є одночасно складовою частиною як ринку грошей, так і ринку капіталу [17].

Оскільки процес інвестування, на думку багатьох авторів, допускає залучення фінансових ресурсів як на короткостроковій (фінансові активи з терміном обігу менше одного року), так і довгостроковій основі (фінансові активи з терміном обігу більше одного року), то окреслення меж інвестиційного ринку в складі фінансового, на нашу думку, є досить умовним. Наприклад, вітчизняні законодавці, відносячи до об'єктів інвестування «цільові банківські вклади» [82], не виділяють чітких термінів здійснення таких депозитних операцій.

Зокрема, І. О. Бланк [16] дотримується думки щодо недоцільності представлення інвестицій лише як довгострокових капітальних вкладень, позаяк короткострокові інвестиції можуть займати значну частку інвестиційного портфеля вітчизняних суб'єктів ринку. Саме до таких вкладень належать, серед іншого, короткострокові фінансові вкладення в облігації, депозитні сертифікати з періодом обігу до одного року. Ці напрямки розміщення ресурсів дозволяють інвесторам зменшити ризики, що особливо є актуальним у періоди фінансової турбулентності та економічних спадів.

Отже, грошовий ринок (у розумінні такого ринку як ринку короткострокових запозичень) також є складовою інвестиційного ринку. Поряд із цим слід підкреслити необхідність розрізнення інвестування у приріст оборотних активів компаній та поточні витрати, призначені для обслуговування операційних процесів на підприємстві. У першому випадку фінансові ресурси створюють підґрунтя для подальшого розширення діяльності фірми, а в другому вони є лише технічними засобами для обслуговування поточних операцій. У праці [16] зазначається, що не весь накопичений підприємством запас капіталу використовується виключно в інвестиційних цілях. З метою забезпечення безперервності поточної діяльності підприємства та підтримання його платоспроможності використовується «пасивна» форма використання капіталу, іншими словами страховий резерв підприємства. Водночас в якості активної форми капіталу розглядаються інвестиції.

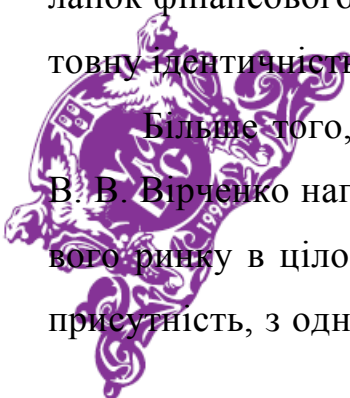
Підхід до визначення структури фінансового ринку, згідно якого виокремлюється ринок грошей (характерним є обіг інструментів до 1 року) та капіталу

(характерним є обіг інструментів більше 1 року), є поширеним в економічній літературі. Водночас існує і протилежна позиція, що зазначається автором у праці [176]. Так, автор підкреслює хибність взаємозв'язку виду ланки фінансового ринку та терміну обігу фінансових інструментів, аргументуючи це тим, що гроші після емісії можуть знаходитися на ринку в обігу більше ніж один рік, а капітал змінює вартість на початок та на кінець однорічного періоду часу. Виходячи з цього, ринок грошей не обмежується виключно короткостроковим інструментарієм, а ринок капіталів – довгостроковим. На переконання автора, більш очевидним є взаємозв'язок тривалості обігу фінансового інструменту з метою його використання, а саме підтримка ліквідності ринку характерною є для короткострокового періоду, а вкладення (інвестування) котів – для довгострокового. Дотримуючись логіки автора, втрачає сенс поділ активів залежно від їх строковості. У даному разі ринок цінних паперів слід розглядати в якості складової як ринку грошей, так і капіталу, для якого характерним буде обіг як коротко-, так і довгострокових фінансових інструментів.

З цього приводу І. А. Трахтенберг писав: «Грошовий ринок і ринок капіталів утворюють один і той самий ринок позикових капіталів. Але в одному випадку капітал є не стільки (хоча зберігає і це значення) як капітал, а скільки як сума купівельних і платіжних засобів, а в іншому – позикова сума грошей є не стільки (хоча він і це значення зберігає) як гроші, скільки як капітал» [294].

Подібний комплексний підхід до визначення фінансових активів є важливим під час визначення інструментарію державного регулювання різних ланок фінансового ринку. Автор праці [176] вказує на синонімічність та змістовну ідентичність категорій «фінансовий ринок» і «ринок капіталів».

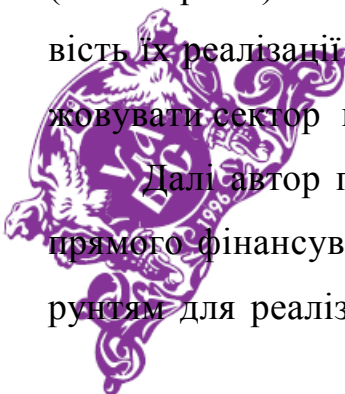
Більше того, розглядаючи інституційну структуру фінансової системи, В. В. Вірченко наголошує на інвестиційній природі функціонування фінансового ринку в цілому. Так, для фінансового ринку характерним завжди буде присутність, з одного боку, власників капіталу (інвесторів), націлених на йо-



го розміщення у відповідні види фінансових активів, з іншого боку, емітентів цих активів, націлених на залучення тимчасово вільних грошових ресурсів з подальшим використанням їх у господарській діяльності. Розглядаючи типи інвесторів фінансового ринку, слід відмітити особливу роль домогосподарств як головних постачальників заощаджень. Саме останні за рахунок трансформації в межах фінансового ринку стають одним з джерел для фінансування реального сектора економіки. Світовий досвід дає приклади, коли близько половини капіталовкладень у виробничу сферу забезпечується коштами населення, що безумовно є свідченням ринкової розвиненості країни. В той час як фінансове інвестування з подальшим отриманням прибутку характерним є для юридичних осіб та нерезидентів [120]. Переходячи до розгляду емітентів фінансових активів, зазначимо підприємства, які ляхом механізму випуску акцій та боргових фінансових інструментів залучають капітал. Не можна оминати і місце держави на фінансовому ринку, яка покликана забезпечувати стабільність та ефективність його роботи, захист прав власників активів за рахунок інструментів державного регулювання ринку, а також виступати в ролі емітента, реалізуючи державні (власні) боргові зобов'язання [41].

Загалом у праці [272] вказується, що основними учасниками фінансового ринку є економічні одиниці позафінансової сфери, основною метою виходу яких на фінансовий ринок є задоволення потреб як виробничого, так і споживчого характеру, та для яких нехарактерним є операції купівлі-продажу фінансових активів. Останні знаходяться в компетенції професійних учасників фінансового ринку, іншими словами інституційних та інфраструктурних суб'єктів ринку. Характеризуючи взаємовідносини між власниками капіталу (інвесторами) та емітентами фінансових інструментів, слід відмітити можливість їх реалізації як прямо, так і опосередковано, що дає можливість розмежовувати сектор прямого та опосередкованого фінансування [41].

Далі автор праці [41] підкреслює, що невід'ємним елементом сектору прямого фінансування є ринкова інфраструктура, що слугує технічним підґрунтям для реалізації посередницьких функцій. Також для сектору прямого



фінансування, що використовується як в межах ринку грошей, так і капіталу, притаманним є наявність прямих зв'язків в системі взаємовідносин «емітент-інвестор». В якості інфраструктурних елементів фінансового ринку виступають, як правило, інформаційні та рейтингові агентства, брокери, депозитарії, реєстратори, біржі, розрахунково-клірингові інституції. В цілому діяльність таких посередників спрямована на реалізацію технічних функцій, а саме пошук відповідних інтересам контрагентів угоди з купівлі-продажу фінансових активів. Таким чином, немає підстав говорити про опосередковуючу роль таких посередників, оскільки їх діяльність спрямована виключно на прискорення контактів. Для сектору прямого фінансування характерним є використання таких інструментів як пайові (зокрема, акції), боргові та похідні цінні папери.

На противагу сектору прямого фінансування, основними учасниками сектору опосередкованого фінансування виступають інституційні суб'єкти, які представлені сукупністю таких інститутів як банки, інвестиційні та страхові компанії, пенсійні фонди та ін. Діяльність інституційної структури фінансового ринку спрямована на трансформацію залучених грошових ресурсів розрізнених власників капіталу в продуктивні активи (інвестиції), забезпечуючи підґрунтя економічного зростання. Як правило, для реалізації механізму трансформації непродуктивних активів у продуктивні використовуються операції купівлі-продажу фінансових активів. Механізм опосередкованої ролі інституційної структури ринку проявляється:

- в емісії (з подальшим продажем) ними власних фінансових інструментів – як способу залучення вільних грошових коштів;
- в інвестуванні в інші фінансові інструменти, емітентами яких зазвичай виступають представники реального сектору економіки, тобто суб'єкти нефінансової сфери [41].

У загальному сенсі інституційний устрій фінансового ринку представлений рядом об'єднаних взаємозв'язками фінансових інститутів, які прий-



мають участь в системі відносин, пов'язаних з купівлею- продажем фінансових активів (рис. 1.10) [41].

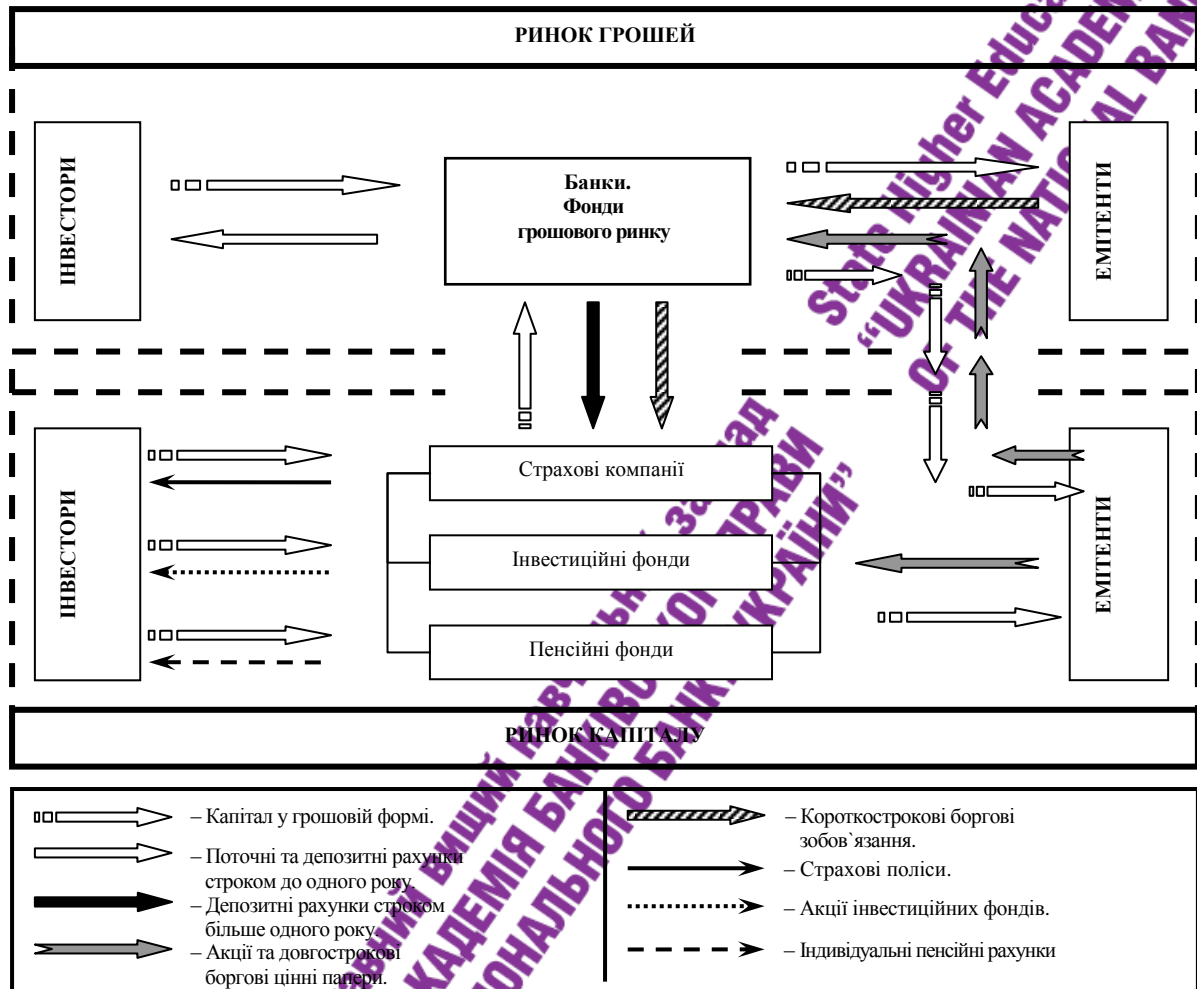


Рисунок 1.10 – Інституційна структура фінансового ринку [41]

В. В. Корнєєв [176] наводить власне бачення інституційної структури фінансового ринку, виділяючи два відносно самостійних його сегменти – ринок інструментів боргу і власності, а також вказуючи на переплетення двох видів фінансових потоків – інвестиційного і кредитного.

Для цих двох потоків спільним є присутність грошей (грошового еквіваленту у вигляді документів, наприклад цінних паперів), а відмінним – фінансовий аспект відносин «постачальник-споживач капіталу». Можли-

вість перетворення негрошових активів на гроші свідчить про ліквідність ринку (рис. 1.11).

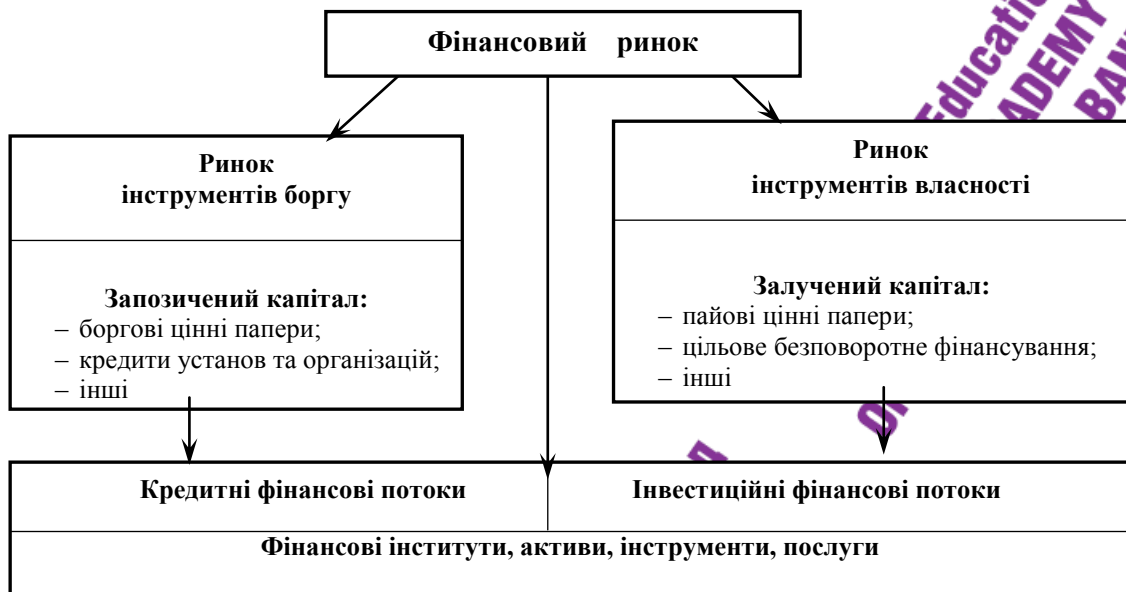


Рисунок 1.11 – Інституційна структура фінансового ринку [176]

Автор підкреслює альтернативність і одночасну взаємодоповнюваність інвестицій та кредитів як варіантів фінансування підприємницького розвитку. Таким чином, ці поняття є економічно самостійними, оскільки спрямовані на відображення різних фінансових відносин. Однак слід наголосити на тому, що чітке розділення фінансового середовища на два зазначені ринкові утворення може бути ускладненим з огляду на властиві деяким фінансовим активам ознаки як інструментів власності, так і інструментів боргу. Зокрема, до таких належать привілейовані акції, конвертовані облігації, форвардні і ф'ючерсні деривативи [176].

На основі проведеного дослідження зазначимо ключові критерії виокремлення інвестиційного ринку та на їх основі виділимо у структурі фінансового ринку ті сегменти, які характеризуються інвестиційною природою своєї діяльності. Отже, до таких концептуальних положень, на нашу думку, потрібно віднести такі:

- оборотність (обіговість) фінансових активів на фондовому ринку (наприклад, облігація, яка номінально засвідчує лише відносини позики, реально є інструментом, що може активно продаватися на торгових майданчиках як національного, так і міжнародного рівня. У цьому аспекті дозволимо собі не погодитися з віднесенням у праці [176] до суто кредитних потоків усіх боргових інструментів);

- набуття прав власності на активи, які придбав інвестором, що дає останньому можливість вільно розпоряджатися ними (у тому числі корпоративні права у формі акцій);

- ігнорування часового параметра (терміну дії) фінансового інструменту. Іншими словами, інвестиція не завжди є об'єктом довгострокових вкладень;

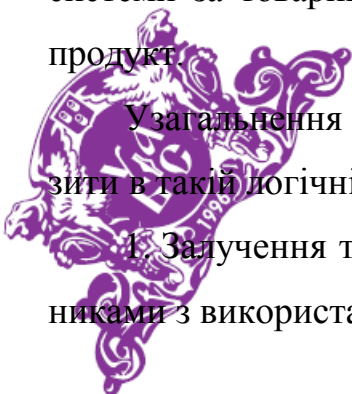
- необов'язковість отримання інвестором (капіталодавцем) прибутку, на відміну від кредитних відносин, де названа умова є істотною.

Використовуючи наведені припущення, деталізуємо сегменти фінансового ринку, які складають ядро вітчизняного інвестиційного ринку відповідно. Структуризація, на нашу думку, має проводитися за критерієм типу фінансових активів, які використовуються на тому чи іншому ринку. Отже, до таких ринків належать: фондовий ринок; кредитний ринок (за винятком боргових зобов'язань та прав вимоги боргу, не віднесених до цінних паперів), у тому числі ринок гібридних інструментів; валютний ринок; ринок дорогоцінних металів.

Виходячи з подороження про наявність у структурі інвестиційного середовища сегмента реального інвестування (поряд із фінансовим), доцільно більш детально розглянути місцезнаходження інвестиційного ринку у просторі міжринкової взаємодії. Для цього застосуємо структуризацію національної економічної системи за товарними ознаками для задоволення попиту на один і той самий продукт.

Узагальнення перебігу інвестиційних процесів в економіці можна відобразити в такій логічній послідовності:

1. Залучення та акумуляція інвестиційного капіталу фінансовими посередниками з використанням відповідних фінансових інструментів.



2. Придбання за рахунок нагромаджених інвестиційних ресурсів факторів виробництва, призначених для створення і реалізації кінцевих споживчих товарів.

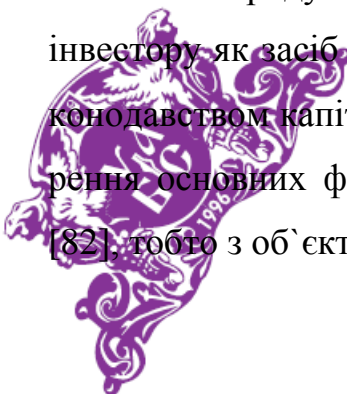
3. Виробництво та реалізація кінцевої продукції суб'єктами господарювання на товарних ринках та ринках послуг (із використанням традиційних або інноваційних факторів виробництва).

4. Розширення споживчого потенціалу суспільства за рахунок інвестування в соціальний розвиток тощо.

На нашу думку, масштабна модернізація внутрішньої структури українського фінансового ринку повинна проходити у напрямку поступового переходу до сучасної моделі інвестиційного ринку провідних країн світу, що ґрунтується на переважанні фінансових інструментів опосередкування трансформації капіталу. Така структура, підтверджена на законодавчому рівні, сприятиме активізації інвестування в реальний сектор економіки, оскільки передбачатиме створення максимально стандартизованого, прозорого і зрозумілого середовища розгортання інвестиційних потоків як національними, так і зарубіжними інвесторами.

Водночас в процесі виокремлення місця інвестиційного ринку у просторі між ринковою взаємодією набуває особливого значення фактор кінцевої мети постачання інвестиційного капіталу, зокрема на ринок факторів виробництва.

Наприклад, О. Д. Вовчак [43] прирівнює інвестиційну сферу до сфери капітального будівництва та відповідно ринку об'єктів реального інвестування, на якому відбувається «складний і тривалий процес перетворення авансованого інвестором капіталу у виробничі об'єкти, поступово залучені у процес створення готової продукції інвестиційної сфери – будівель і споруд, які передаються інвестору як засіб погашення авансованого капіталу». Згідно з вітчизняним законодавством капітальні вкладення також асоціюються з інвестиціями у відтворення основних фондів і розширення обсягу матеріально-виробничих запасів [82], тобто з об'єктами реального інвестування.



До інвестиційних товарів В. В. Биковський [26] відносить засоби виробництва, які придбаються безпосередньо за рахунок попередніх циклів інвестування, причому на інвестиційному ринку гроші та їх еквіваленти самі стають товаром, покупець і продавець міняються місцями, а інвестор стає постачальником пропозиції. Сплачуючи кошти, він одночасно збільшує розмір власного капіталу, придбаваючи право на частку власності тієї фірми, в яку він вкладає інвестиції (капітал) з метою отримання оптимального (максимального) прибутку. Відповідно поняття інвестицій повністю ототожнюється з виробничими капіталовкладеннями.

Досліджуючи постачання інвестиційного капіталу на ринок факторів виробництва доречно розглянути потенційні об'єкти для вкладення інвестиційного капіталу. Ринок об'єктів реального інвестування характеризує сегмент, у межах якого об'єктом проведення торгових операцій є всі види товарів та послуг, що створюють безпосередні умови для капітального розширення діяльності окремих суб'єктів господарювання [16]. За обсягом операцій цей ринок на сучасному етапі розвитку вітчизняної економіки є головним у системі інвестиційного ринку.

Ринок інструментів фінансового інвестування є відображенням сегмента, в межах якого об'єктами здійснення інвестиційних вкладень є усі види інструментів та послуг, що здатні повноцінно опосередкувати процес фінансового інвестування різних підприємств – учасників ринку (як резидентів, так і нерезидентів). За динамікою свого розвитку цей сектор є найбільш активним, хоча на сьогодні обсяг інвестиційних операцій на ньому є відносно незначним [16].

Ринок нерухомості охоплює різні схеми реалізації компаній у формі цілих майнових комплексів; об'єктів приватизації, які продаються цілком на спеціальних аукціонах, на конкурсній основі або повністю викупляються трудовими колективами (частина приватизованих об'єктів, що спочатку акціонуються, а потім продаються у вигляді пакетів акцій, є об'єктами фінансового інвестування); виробничих об'єктів незавершеного будівництва; офісних приміщень, квартир для співробітників компаній, земельних ділянок тощо [219].

Ринок капітальних товарів передбачає купівлю-продаж предметів виробничо-технічного призначення (виробничого обладнання, машин, механізмів тощо), комп'ютерної техніки, засобів зв'язку і комунікації, а також широкої номенклатури матеріалів та інструментів будівельного (ремонтного) призначення [17].

Інвестиційними продуктами на ринку об'єктів інноваційного інвестування є патенти на відкриття та винаходи, ліцензії на права їх використання, торгові марки, ноу-хау, товарні знаки та інші види прав. На думку Т. А. Васильєвої, ринку інноваційного інвестування належить виключна роль у формуванні, мобілізації, використанні та відтворенні інвестиційного потенціалу як сукупності наявних коштів та можливостей їх використання в інноваційній сфері [32].

Виділення ринку об'єктів інноваційного інвестування у структурі національного інвестиційного ринку (як рівноправного сегментам реального та фінансового інвестування) продемонстровано у праці [320]. У свою чергу, складовими елементами ринку інновацій є два ключових сегменти – інтелектуальних інвестицій та науково-технічних інновацій (рис. 1.12).

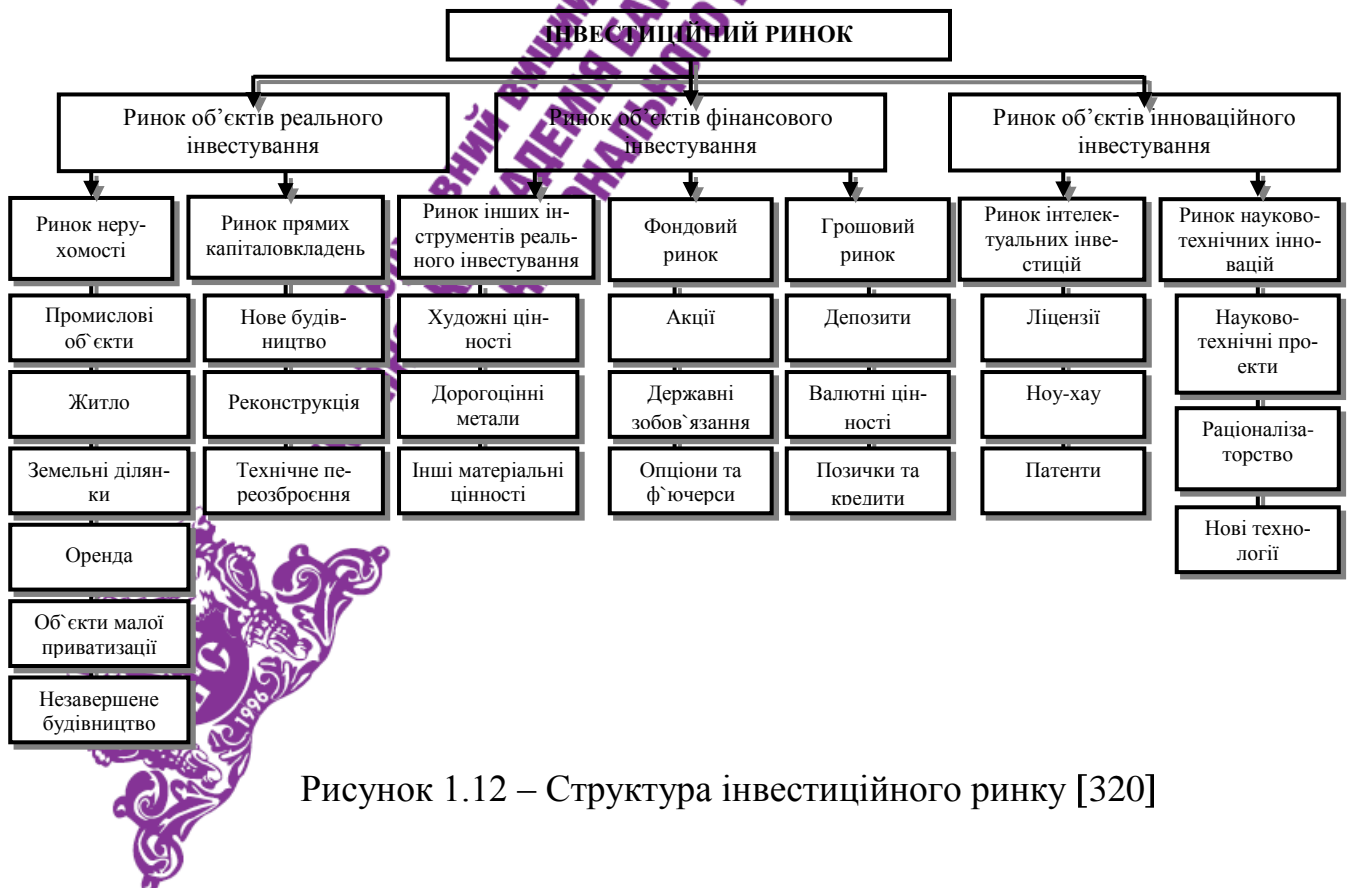


Рисунок 1.12 – Структура інвестиційного ринку [320]

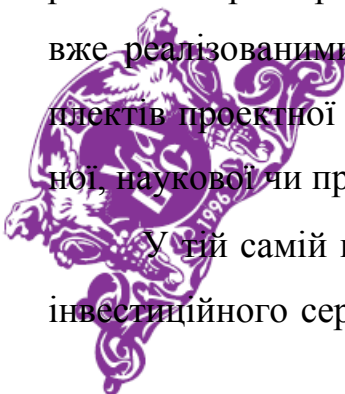
Відмінність підходу Т. А. Васильєвої [33] полягає у тому, що інвестиційні ресурси, отримані на ринку інноваційного інвестування, використовуються для придбання факторів виробництва, які, у свою чергу, вже потім будуть використані для виробництва та продажу інновації, в той час як у праці [83] передбачено безпосереднє вкладання фінансових ресурсів у кінцеві інноваційні об'єкти безпосередньо на інвестиційному ринку.

О. А. Кириченко та С. А. Єрохін [121], також застосовуючи об'єктний підхід до структуризації інвестиційного ринку, виділяють у його складі:

- ринок об'єктів реального інвестування (сегменти прямих капітальних вкладень, об'єктів приватизації, нерухомості, інших об'єктів здійснення реальних інвестицій);
- ринок фінансових інструментів інвестиційної діяльності (фондовий, грошовий та кредитний сегменти);
- ринок об'єктів інноваційних інвестицій.

У праці А. А. Пересади [233] ринок об'єктів реального інвестування фактично ототожнюється з ринком інвестиційних проектів. Іншою складовою інвестиційного ринку є сегмент фінансових активів, який служить для опосередкування вкладень у реалізацію цих же проектів. Уже згадана класифікація інвестиційних товарів, за В. В. Биковським [26], відповідаючи окремим сегментам інвестиційного ринку, також передбачає наявність у своєму складі ринку інвестиційних проектів. На відміну від ринку інвестиційних ідей та пропозицій, який пропонує як товар інформацію, ринок інвестиційних проектів має матеріально-речовий характер та оперує готовими для купівлі-продажу розробленими або вже реалізованими проектами. На такому ринку відбувається реалізація комплексів проектної документації, що може формуватися на базі будь-якої керівної, наукової чи профільно-дослідної установи.

У тій самій праці [26] розмежування фінансової та «реальної» складових інвестиційного середовища відбувається на рівні такого сегмента, як ринок ін-

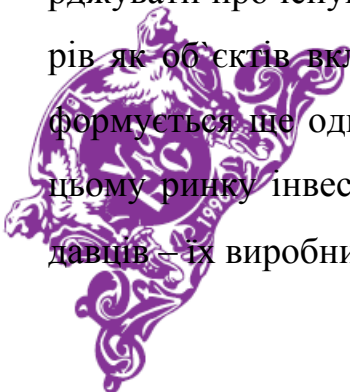


вестиційних ресурсів, що виявляється «результуючою» функцією всіх інших; на нього тією чи іншою мірою орієнтовані усі інші сегменти ринку інвестицій. Крім того, не можна ігнорувати різноманітність цього ринку, що різко відрізняє його від інших ринків інвестиційних товарів. Адже інвестиційні ресурси можуть бути виражені різними формами: фінансовою, матеріально-речовою, а також формою послуг, що реалізуються відповідними суб'єктами інфраструктури інвестиційного ринку.

На думку автора праці [26], за умови нерозвиненості таких складових фінансового ринку, як фондовий та валютний ринки, на особливу увагу заслуговує такий сегмент, як ринок інвестиційних ресурсів у матеріально-речовій формі, що вміщує значну кількість постачальницько-збутових, торговельних та інших організацій, які забезпечують обіг матеріальних інвестиційних ресурсів у сотні тисяч найменувань великими обсягами. Ця мережа вимагає створення такої ж об'ємної і добре розвинутої інфраструктури. Без перебільшення до підсистеми інфраструктури можна віднести також і виділений автором ринок інвестиційної інформації.

Розглянута модель інвестиційних відносин відповідає устрою «ринку інвестицій» з точки зору ресурсного підходу до визначення інвестиційного ринку (див. підрозділ 1.1). Ринок інвестицій, за О. Д. Вовчак, являє собою «обмін інвестиціями як джерелами коштів (капіталом). Він характеризується пропозицією інвестицій як капіталу з боку інвесторів (продавців) і попитом на них з боку потенційних покупців, якими є виробники або власники інвестиційних товарів (суб'єкти господарювання, держава тощо)» [43].

З іншого боку, на момент реалізації інвестицій на ринку вже можна стверджувати про існування не просто інвестицій, а сукупності інвестиційних товарів як об'єктів вкладення інвестицій, тому для здійснення процесу їх обміну формується ще один ринок – ринок інвестиційних товарів (див. табл. 1.5). На цьому ринку інвестори відіграють роль покупців (носіїв попиту), а роль продавців – їх виробники чи власники (рис. 1.13) [43].



Саме така специфіка інвестиційних відносин, на думку А. А. Котукова [182], створює певні труднощі у здійсненні їх локального аналізу на інвестиційному ринку. Це зумовлено, по-перше, одночасним суміщенням об'єгу інвестицій та інвестиційних товарів на рівні одного ринку, а по-друге, збігом інвестицій та інвестиційних товарів за матеріально-речовою формою, які на інвестиційному ринку мають властивість поєднуватися.

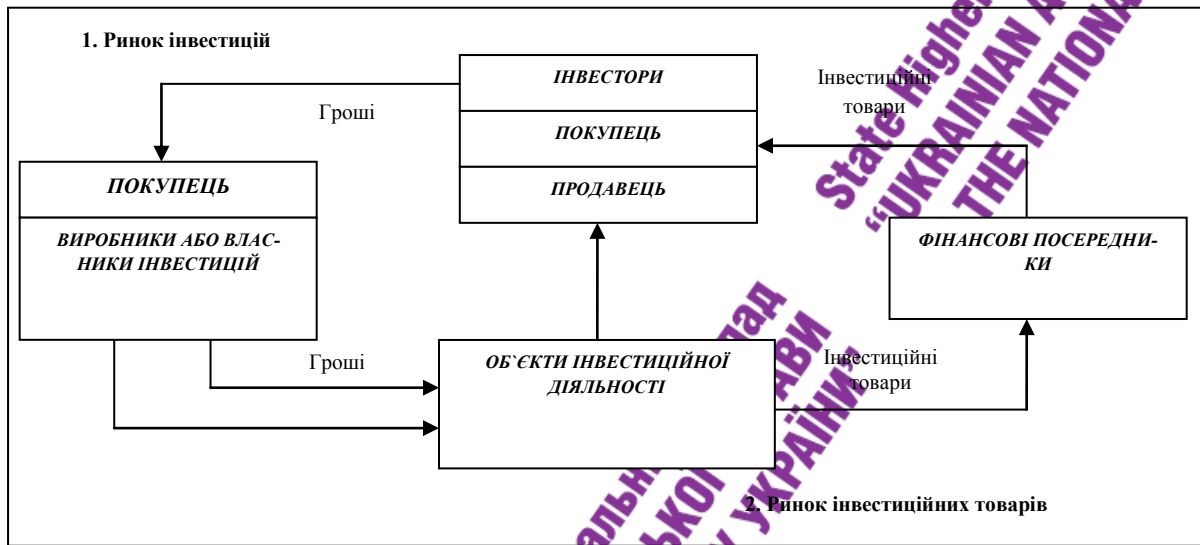


Рисунок 1.13 – Схема операції на інвестиційному ринку [43]

А. А. Котуков підкреслює, що поділ інвестиційного ринку подібним способом має умовний характер та може застосовуватися у кожній конкретній ситуації [182]. До того ж, подвійна природа інвестиційних відносин може проявлятися в тому, що інвестиційні активи можуть одночасно відігравати роль інвестиційних ресурсів і роль інвестиційних товарів (рис. 1.14).

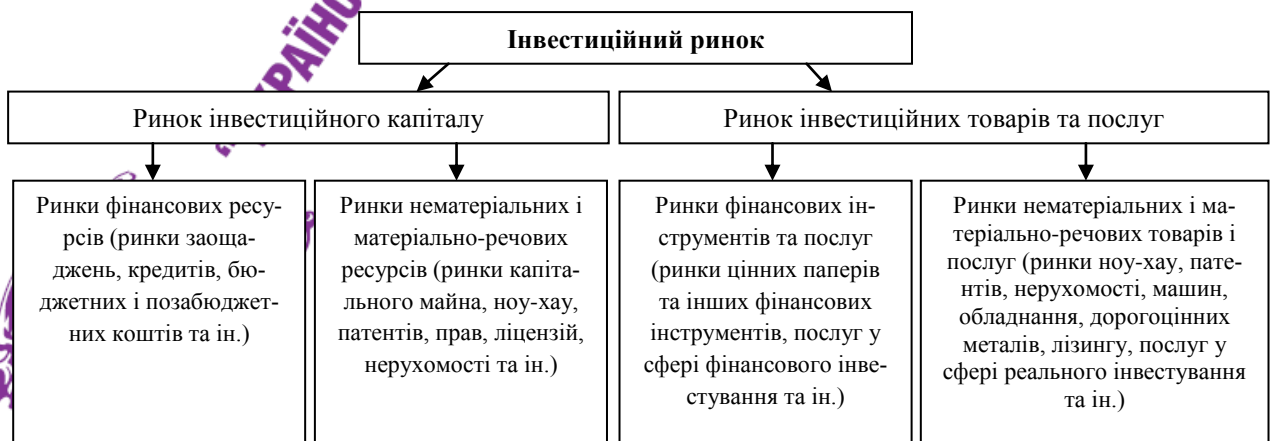


Рисунок 1.14 – Структура інвестиційного ринку в розрізі ключових підсистем [182]

Ринок послуг сектору реального інвестування вміщує сукупність різноманітних інвестиційних сервісів: розроблення бізнес-планів інвестиційних проєктів реальної економіки (у тому числі консультування з окремих розділів його обґрунтування); проектування окремих об'єктів чи технологічних мереж, проведення будівельно-монтажних робіт та інші види робіт [16].

Об'єктна складова ринку послуг у сфері фінансового інвестування, на нашу думку, найбільш широко розкривається в основних положеннях Директиви 2004/39/ЄС, за якою інвестиційні послуги передбачають виконання таких операцій: отримання та передача замовлень стосовно певного обсягу фінансових інструментів; виконання наказів від імені клієнта; здійснення торговельних операцій від власного імені; управління портфелем активів; організація інвестиційного консультування; андеррайтинг фінансових інструментів; розміщення фінансових інструментів без твердої гарантії; управління міжнародними торговими засобами обслуговування [63].

Отже, структура інвестиційного ринку з точки зору його об'єктів подана на рис. 1.15. Підхід до сегментації інвестиційного ринку, запропонований групою вітчизняних авторів (А. А. Пересада [234], І. П. Моїсеєнко [215]), надає пріоритетне значення його розгляду з позиції інвестора, чітко вказуючи на критерії розмежування споживчого та інвестиційного ринків. У структурі останнього виділено ринок інвестиційних товарів та ринок фінансових ресурсів.

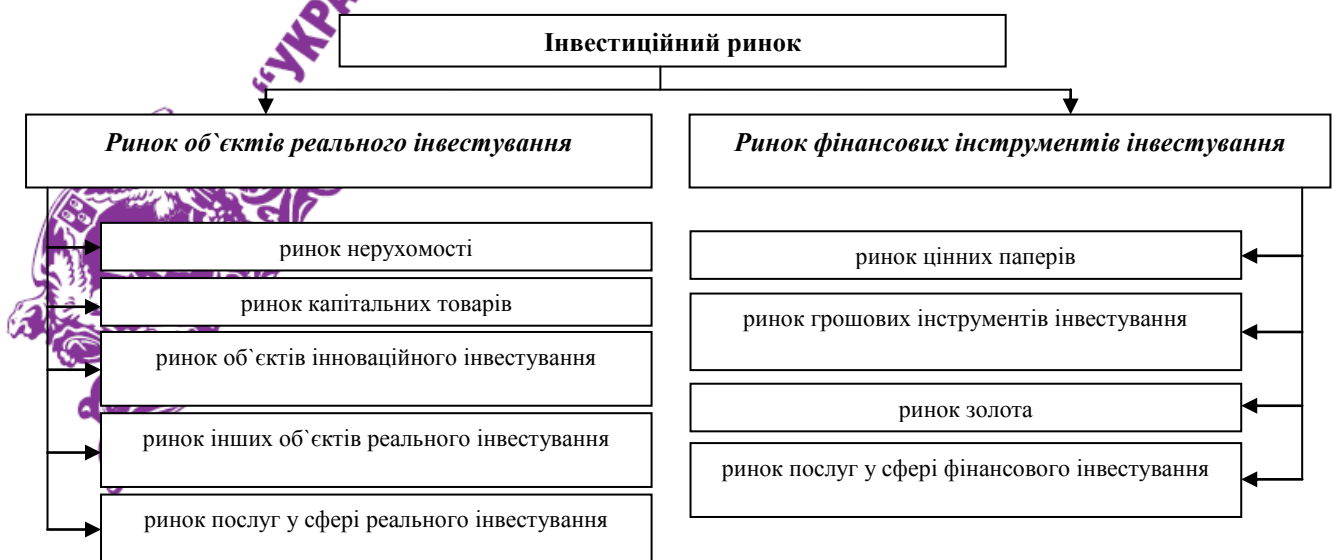
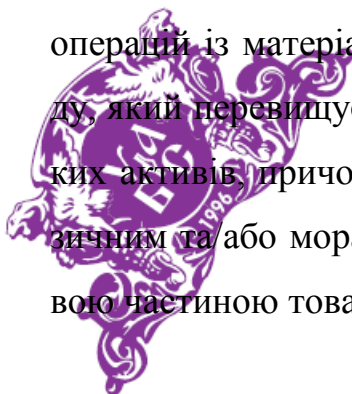


Рисунок 1.15 – Склад інвестиційного ринку в розрізі окремих його видів [17]

На ринку реальних активів (досить часто вживається категорія «матеріальні чи фізичні активи») відбувається пропозиція такого переліку інвестиційних товарів та послуг: ділянки під будівництво об'єктів нерухомості (іпотечний ринок), власне нерухомість; будівельні матеріали, обладнання, устаткування, конструкторські, дослідницькі, монтажні, будівельні, пусконаладжувальні та інші види робіт і послуг (підрядний ринок); нові технології, ноу-хау, патенти на різноманітні винаходи і відкриття, ліцензії, виробничий досвід, знання, послуги з інжинірингу (ринок інтелектуальних цінностей). На цьому ринку як інвестиційний продукт реалізується, серед іншого, і робоча сила, тобто здатність до праці найманих робітників [234, 215].

Ключовим завданням інвестиційної інфраструктури країни є надання послуг суб'єктам інвестиційної сфери та відповідно задоволення інвестиційного попиту. Перелік інвестиційних товарів передбачає сервісні пропозиції будівельних, проектно-дослідних, монтажних компаній, виробників та постачальників матеріально-технічних засобів, які відповідно забезпечують інвестиційний процес. На інвестиційному ринку проводить власну діяльність значна кількість посередників різного типу, які формують його інфраструктуру. Саме особливості взаємодії цих посередників і характеризують стан інвестиційного ринку [234, 215].

Ринок основних засобів (інвестиційних товарів) передбачає проведення операцій із матеріальними цінностями, що використовуються впродовж періоду, який перевищує один календарний рік від дати уведення в експлуатацію таких активів, причому вартість останніх поступово скорочується у зв'язку з фізичним та або моральним зносом. Цей сегмент інвестиційного ринку є складовою частиною товарного ринку, причому нерухомість можна вважати товаром з



особливими властивостями [219].

Автор праці [219] наводить таку класифікацію основних засобів: земельні ділянки, багаторічні насадження (сади, чайні плантації, виноградники тощо), ліси; будівлі (виробничі будівлі, житлові та нежитлові будинки тощо) та споруди (шляхопроводи, мости, електропідстанції, насосні станції тощо); автомобілі; морські та повітряні судна, засоби внутрішнього плавання, космічні об'єкти; машини і технологічне устаткування; інструменти та інвентар, меблі та периферія; офісне обладнання; інші основні фонди. Перші два типи основних засобів класифікуються як об'єкти нерухомості (рис. 1.16).

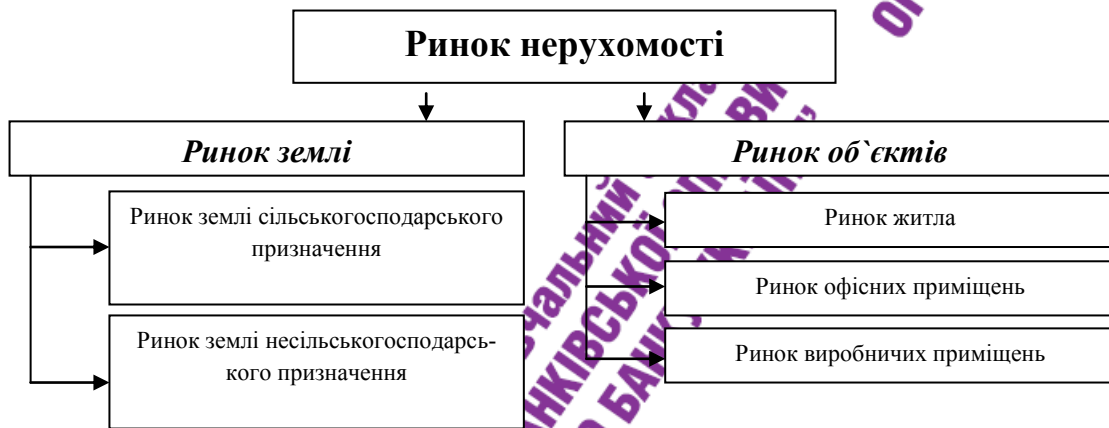


Рисунок 1.16 – Класифікація ринку нерухомості [219]

Державний нагляд за пропозицією фінансових послуг на ринку нерухомості як із використанням відповідних фінансових інструментів, так і без використання проводять відповідно до своїх повноважень Національний банк України, Національна комісія з цінних паперів фондового ринку, а також Державна комісія з регулювання ринків фінансових послуг. Ріелторська діяльність (купівля-продаж нерухомого майна, у тому числі продаж нерухомого майна на публічних торгах; активне посередництво, пов'язане з нерухомими активами; інформаційно-консультаційна діяльність, пов'язана тими самими активами) до цього часу не врегульована окремим нормативним актом, а тому не передбачає наявності спеціального регулятора [219].

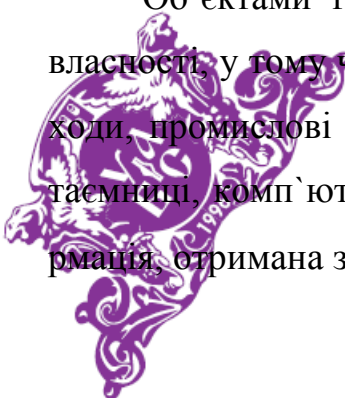
До нематеріальних активів як об'єктів торгівлі на відповідному ринку згідно із законодавством [230] належать немонетарні активи, які не мають матеріальної форми, можуть бути ідентифіковані та утримуються з метою використання більше одного календарного року (чи одного операційного циклу підприємства, якщо він перевищує 1 рік) для виробництва, торгівлі, в адміністративних цілях або надання в оренду іншим особам.

Нематеріальні активи можна класифікувати таким чином:

1. Права на об'єкти комерційної промислової власності.
2. Авторські та суміжні з ним права.
3. Права та знаки для товарів і послуг.
4. Права на володіння та користування природними ресурсами.
5. Права розпорядження різним майном.
6. Гудвіл.
7. Інші нематеріальні активи.

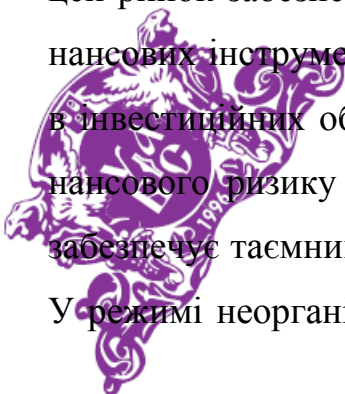
Технологія – це результат інтелектуальної діяльності певної сфери, сукупність систематизованих науково-практичних знань, організаційних, технічних та інших рішень щодо переліку, порядку, терміну та послідовності виконання конкретних операцій, загального процесу виробництва або зберігання та реалізації товарів, надання сервісів. Під ринком технологій слід розуміти систему взаємовідносин споживачів технологій та їх елементів або конкуруючих між собою постачальників таких елементів, що в подальшому спрямовуються на максимальне задоволення державних та суспільних потреб у відповідних технологіях, їх об'єктах та продукції, виготовленої за рахунок їх практичного застосування [78].

Об'єктами торгів на ринку технологій є об'єкти права інтелектуальної власності, у тому числі промислової власності, а саме на: корисні моделі, винаходи, промислові зразки, твори наукового і технічного характеру, комерційні таємниці, комп'ютерні програми, сорти рослин, породи тварин, ноу-хау (інформація, отримана завдяки проведенню дослідів та випробувань) [220].



Функціонування будь-якого із зазначених ринків може підлягати біржовим правилам організації. У такому разі інвестиційний ринок набуває статусу організованого (біржового), інфраструктура якого охоплює мережу товарних, фондових та валютних бірж, тією чи іншою мірою залучених до міжнародних торгових майданчиків. На такому ринку досягається значний рівень концентрації попиту і пропозиції в одному місці; встановлюється максимально об'єктивна система цін на певні капітальні продукти, фінансові інструменти та інвестиційні сервіси; здійснюється професійна перевірка фінансової стійкості (платоспроможності) емітентів різних видів цінних паперів, які допускаються до системи торгів; сама процедура торгів має відкритий характер, виконання укладених угод є гарантованим. До недоліків організованого ринку належать: обмежене коло інвестиційних товарів та фінансових інструментів публічних компаній, які реалізуються на ньому; жорстке регулювання з боку держави і, як наслідок, зменшення гнучкості ринку, зростання витрат на проведення операцій купівлі-продажу (через дотримання всіх правил нормативно-правових актів); великомасштабні угоди, що здійснюються окремими торговцями на біржі, на практиці неможливо зберегти в таємниці [16].

Сегмент інвестиційного ринку, представлений торговими операціями, не реєстрованими на біржі, має назву неорганізованого (позабіржового) ринку. Він характеризується більш високим ступенем інвестиційного ризику, оскільки багато з котированих на ньому фінансових інструментів та послуг не проходять процедури аналітичної перевірки на торгових майданчиках або були відхилені ними у процесі листингу; нижчим рівнем правової захищеності покупців інструментів; незначним рівнем їх поточної інформованості та ін. Разом із тим цей ринок забезпечує обіг ширшого асортименту інвестиційних продуктів, фінансових інструментів та послуг; задовольняє потреби певного кола інвесторів в інвестиційних об'єктах та фінансових інструментах із високим ступенем фінансового ризику та відповідно вищим очікуваним доходом; більшою мірою забезпечує таємницю проведення окремих договірних зобов'язань (контрактів). У режимі неорганізованого сегмента інвестиційного ринку здійснюється пере-



важна частина операцій із реальними об'єктами (інвестиційними товарами), цінними паперами та переважний обсяг послуг у секторі реального інвестування [16].

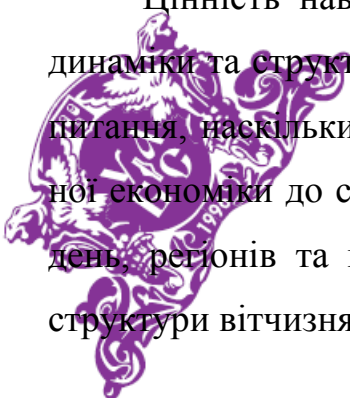
Виходячи з різної компонентної структури фінансового капіталу, можна класифікувати фінансову частину інвестиційного ринку за типом інвестиційних активів (універсальністю їх використання):

1. Ринок класичних фінансових інструментів (передбачає обіг інструментів передачі власності).
2. Ринок змішаних (гібридних) фінансових інструментів (передбачає обіг інструментів з ознаками як передачі власності, так і передачі боргу), у тому числі ринок привілейованих акцій, конвертованих облігацій, форвардних і ф'ючерсних деривативів, ринок корпоративних прав із зобов'язаннями обов'язкової виплати доходу.

З іншого боку, необхідність урахування капіталотворчої сутності інвестиційного ринку, на нашу думку, вимагає його класифікації за ступенем участі інвестицій у відтворювальному процесі:

1. Ринок первинних інвестицій, який не слід ототожнювати з первинним сегментом фондового ринку, оскільки він стосується доданої вартості (прибутку) в реальному секторі економіки, отриманої за рахунок як реального, так і фінансового інвестування (тобто прямо чи опосередковано).
2. Ринок реінвестицій, що пов'язаний із проведенням господарських операцій, які, у свою чергу, передбачають здійснення капітальних або фінансових інвестицій за рахунок доходу (прибутку), отриманого від інвестиційних операцій [88].

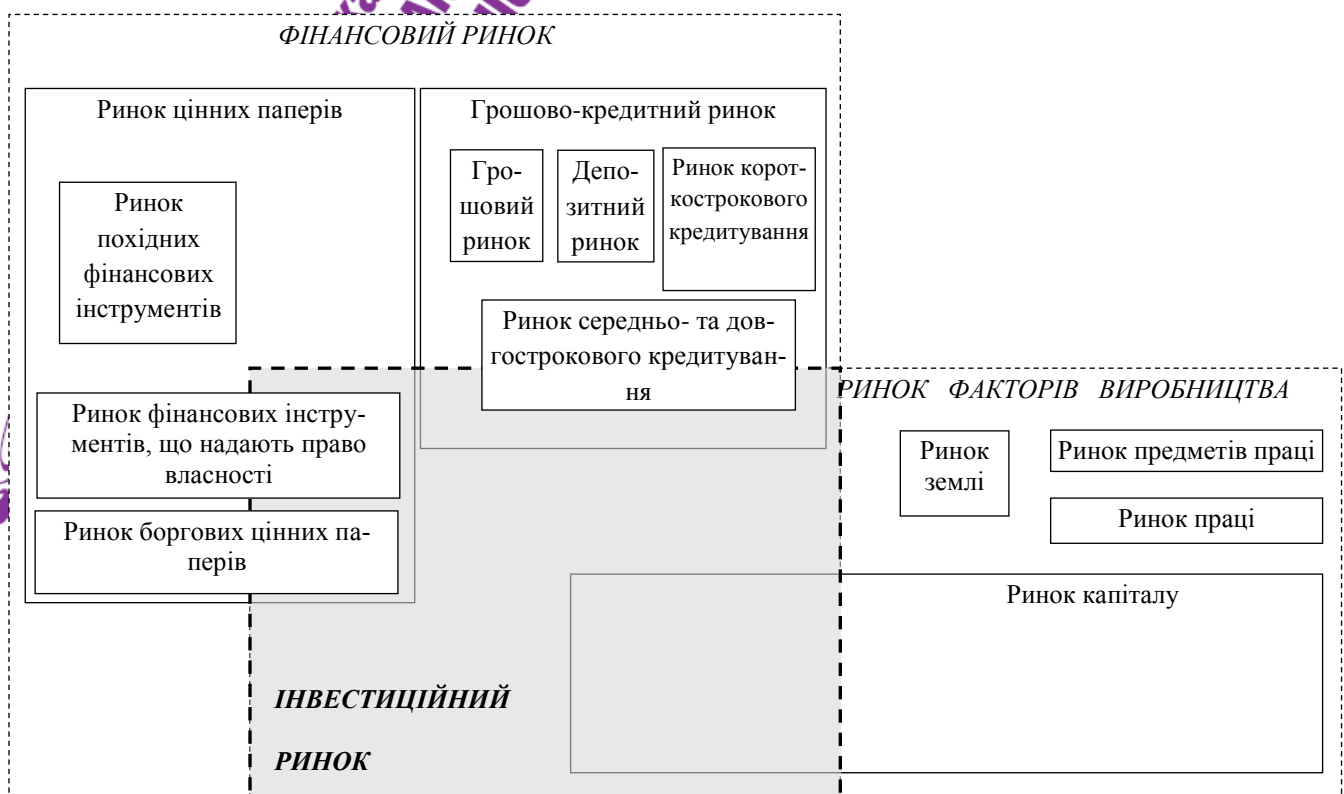
Цінність наведеної класифікації пояснюється наочністю представлення динаміки та структури інвестиційного процесу в країні, даючи відповідь на запитання, наскільки впродовж визначеного періоду зросла здатність національної економіки до самоінвестування, розширився перелік об'єктів капіталовкладень, регіонів та галузей-реципієнтів інвестицій. Таким чином, дослідження структури вітчизняного інвестиційного ринку є доцільним з огляду на відкриття



можливостей об'єктивної оцінки інвестиційного потенціалу економіки в цілому та окремих її підсистем зокрема.

Таким чином, на відміну від існуючих підходів, автор пропонує розглядати інвестиційного ринку на перетині фінансового ринку та ринку факторів виробництва (рис. 1.17). Виходячи з цього, критеріями ідентифікації меж інвестиційного ринку слід вважати ринковий простір, на якому обертаються ресурси, виокремлені не за двома, а за трьома критеріями: 1) строковість їх розміщення (середньо- та довгострокові); 2) інструменти їх розміщення (акції, облігації, кредити); 3) мета їх розміщення (не спекулятивна, а інвестиційна).

В контексті дослідження інвестиційного ринку в межах ринкової взаємодії потребує уточнення поняття «інвестиційний продукт-послуга-товар». Так, автор праці [183] наводить визначення, за яким під інвестиційними ресурсами необхідно розуміти сукупність засобів, які формують інвестиційний капітал і призначаються для вкладення в об'єкти інвестування. Іншими словами, це інвестиційний капітал, що являє собою потенціал розгортання нового виробництва, який може набирати як матеріальної, так і грошової форми. Внаслідок неможливості окремих видів інвестиційного капіталу та інвестиційних товарів в їх виробничій формі безпосередньо обертатися на інвестиційному ринку їх заміщують на боргові зобов'язання або свідчення про вкладення капіталу – фінансові інструменти, які дають право на отримання доходу.



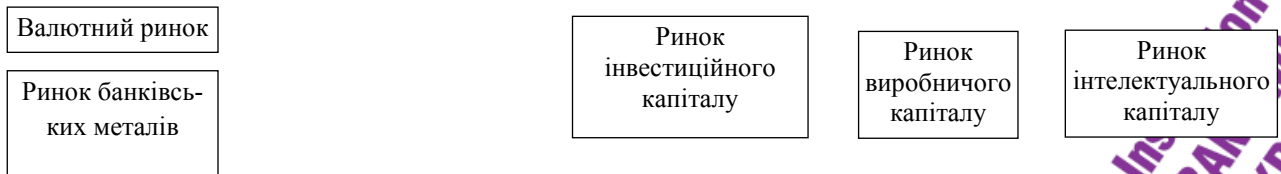


Рисунок 1.17 – Місце інвестиційного ринку у просторі взаємодії фінансового ринку та ринку факторів виробництва

Відповідно до впровадженого автором праці [183] поняття інвестиційної послуги її потрібно розуміти як особливий вид інвестиційного товару, виражений у формі укладеного договору підяду, розроблення проектної документації, надання посередницьких послуг із купівлі-продажу інвестиційних товарів (ресурсів) чи надання консалтингової, лізингової, факторингової та інших видів послуг, реалізація яких дозволить отримати дохід у майбутньому. За своєю економічною сутністю інвестиційна послуга являє собою процес авансування витрат на придбання необхідного інвестиційного товару, при якому враховується фактор часу, що сприяє динамізму вартісної характеристики придбаного інвестиційного товару.

Таким чином, необхідно відмітити деяке протиріччя у термінології, оскільки зазначений автор в одному переліку вживає поняття «інвестиційний товар» та «інвестиційна послуга», які належать до об'єктів торгівлі на інвестиційному ринку, однак у той самий час зазначається, що інвестиційна послуга є особливим видом інвестиційних товарів. До того ж, знову-таки наголошується на належності таких послуг до сфери реального інвестування. Зокрема, В. В. Биковський [26] – один із небагатьох авторів, які виділяють поняття «інвестиційний продукт», розглядає дану категорію як сукупність інвестиційних товарів, що мають нетоварну форму, та виділяє такі групи цих продуктів: інвестиційні ідеї та пропозиції; бізнес- та інвестиційні проекти; інвестиційні технології; інвестиційні ресурси; інвестиційну інформацію; здані в експлуатацію інвестиційні об'єкти; комплекти документів із технології управління інвестиційною діяльністю.

Вважаємо за необхідне виділити як об'єкт торгівлі (власне товару в класичному розумінні) на інвестиційному ринку поняття «інвестиційний продукт» з огляду на комплексну природу інвестиційних відносин. Виходячи з цього, до складу інвестиційного продукту входять, з одного боку, інвестиційні активи (сукупність інвестиційного капіталу та інвестиційних інструментів), а з іншого – інвестиційні послуги.

Про аналог подібного визначення згадується у праці [75], де під фінансовим інструментом розуміють «різноманітні види ринкового продукту, зокрема, цінних паперів, грошових зобов'язань, валюти, ф'ючерсів та ін.». Г. Лацк [191] обґрунтовує визначення фінансових інструментів як фінансових продуктів (товарів і послуг фінансового ринку), які відображають одночасно права й зобов'язання учасників фінансових відносин, забезпечують ефективне використання фінансових ресурсів (фінансового капіталу) з метою одержання доходу.

На нашу думку, не потрібно ототожнювати інвестиційні інструменти з продуктом інвестиційної сфери, оскільки механізм реалізації відповідних активів забезпечується саме за допомогою інвестиційної послуги, тобто інструмент (актив) не є самодостатнім засобом функціонування інвестиційного ринку. Причому врахування процесу трансформації інвестицій в інвестиційний продукт дозволяє відобразити механізм безпосереднього руху об'єктів різних інвестиційних вкладень на ринках інвестиційних продуктів (активів та послуг) у такій формулі (1.2):

$$\text{Inv}(M, G, PR) - IP \dots \text{Inc}, \quad (1.2)$$

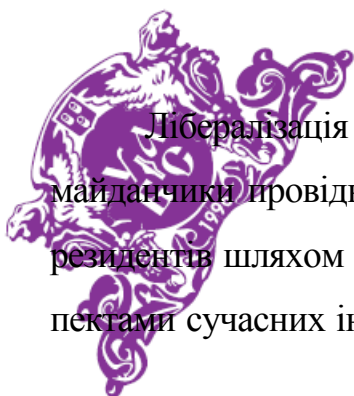
де IP – це інвестиційний продукт. Таким чином, названий процес інвестування дає можливість інвестору отримати дохід через певний період після придбання ним інвестиційного продукту. Як результат, подвійний аспект теоретичного розгляду інвестиційного ринку виражається у функціонуванні системи «інвестиційний капітал – інвестиційний інструмент (об'єкт вкладення)» в межах реалізації інвестиційних активів.

На основі проведеного нами дослідження сформулюємо визначення товару на інвестиційному ринку, під яким необхідно розуміти комплексний інвестиційний продукт, що є об'єктом контрактних відносин між суб'єктами інвестиційного ринку з приводу надання інвестиційних послуг щодо обслуговування руху інвестиційних активів. Виходячи з цього, інвестиційний ринок являє собою складну відкриту систему економічних та регулятивно-правових відносин між суб'єктами інвестиційного процесу з приводу купівлі-продажу інвестиційних продуктів, метою функціонування якої є об'єктивно-ефективний перерозподіл інвестиційного ресурсу між споживачами інвестицій. Вважаємо, що таке визначення, узагальнюючи попередній теоретичний доробок, певною мірою відображатиме маркетинговий підхід до розуміння сутності даної категорії.

Підбиваючи підсумок, необхідно зазначити, що правильне визначення категорії «інвестиційний ринок» дозволить:

- формалізувати національний інвестиційний процес та визначити найоптимальніші шляхи його розвитку;
- установити чіткі принципи формування системи взаємодії інвестиційного капіталу та інвестиційних інструментів;
- окреслити чіткі правові характеристики інвестиційних активів та послуг як механізму реалізації інвестиційної політики держави;
- полегшити розуміння сутності інвестиційних відносин безпосередніми споживачами інвестиційних продуктів.

Висновки до першого розділу



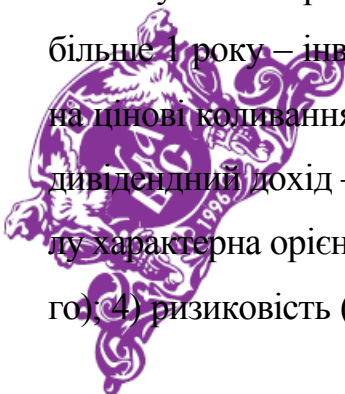
Лібералізація фінансових інвестицій та їх активне просування через торгові майданчики провідних світових бірж, посилення впливу ТНК на бізнес суб'єктів-резидентів шляхом придбання пакетів істотної участі залишаються провідними аспектами сучасних інвестиційних стратегій регуляторів відповідного сектору еконо-

міки та рівня ієрархії. Однак ризики інвестиційного протекціонізму за останні роки набули загрозливих масштабів у зв'язку з глобальною фінансовою кризою та зниженням платоспроможності компаній більшості галузей реального сектору, що проявляється через низку адміністративних процедур та обмежувальних нормативів інвестиційного характеру.

Узагальнення результатів наукових досліджень щодо визначення сутності інвестиційного ринку засвідчило, що у вітчизняній літературі найчастіше його розглядають з двох позицій: 1) з точки зору об'єктів інвестування – як синонім ринку інвестиційних товарів (їх відокремлюють від споживчих товарів за критерієм використання не для споживання, а з метою отримання доходу); 2) з точки зору ресурсного забезпечення – як складовий елемент фінансового ринку. В зарубіжній літературі поняття «інвестиційний ринок» та «фондовий ринок» частіш за все ототожнюються. Крім того, враховуючи відокремлення реального та фінансового капіталу в науковій спільноті сформувався думка про необхідність дослідження двох форм функціонування інвестиційного ринку: первинного (де обертається реальний капітал) та вторинного (де обертається фінансовий капітал).

Проведене автором дослідження довело розпорошеність та несистемність наукових підходів до визначення сутності та функцій інвестиційного ринку в економіці, його місця у просторі міжринкової взаємодії, що суттєво ускладнює можливість відокремлення цього ринку від інших, коректного визначення його суб'єктів та товару на ньому.

Автор поділяє думку науковців, які вважають капітал товаром на інвестиційному ринку, але в цьому контексті особливої актуальності набуває чітке відокремлення спекулятивного та інвестиційного капіталу. Це автор пропонує здійснювати за наступними критеріями: 1) строковість вкладення (до 1 року – спекулятивний, більше 1 року – інвестиційний); 2) спосіб отримання доходу (орієнтація виключно на цінні коливання характерна для спекулятивного капіталу, а на відсотковий або дивідендний дохід – для інвестиційного); 3) доходність (для спекулятивного капіталу характерна орієнтація на значно вищий рівень доходності, ніж для інвестиційного); 4) ризиковість (всі операції зі спекулятивним капіталом є значно більш ризико-



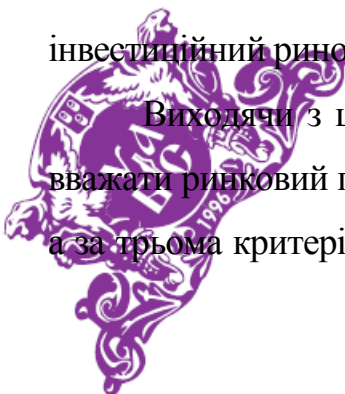
ваними, ніж з інвестиційним); 5) орієнтири при прийнятті рішень про вкладення капіталу (ринкові орієнтири (трендовий аналіз) – для спекулятивного капіталу; характеристики не стільки ринку, скільки об'єкту вкладання коштів (фундаментальний аналіз) – для інвестиційного капіталу); 6) оборотність капіталу (бажаний рівень доходності досягається при спекуляціях – за рахунок значної кількості оборотів капіталу за досліджуваний період, тоді як при інвестуванні за цей же період капітал здійснює, як правило, один оборот); 7) використання фінансового важеля (спекулятивні операції значно в більшій мірі, ніж інвестиційні, орієнтовані на використання фінансового важеля). Ці критерії покладено автором в основу визначення товару на інвестиційному ринку та окреслення меж цього ринку з позиції відокремлення спекулятивного та інвестиційного сегментів фінансового ринку.

Проведене автором дослідження засвідчило, що ustalеним в економічній науці є розуміння інвестиційного ринку як складового елементу фінансового ринку, який об'єднує три ринки: фінансових інструментів, що надають право власності, боргових цінних паперів, а також середньо- та довгострокового кредитування. За такого підходу критерієм виокремлення інвестиційного ринку в межах фінансового науковці вважають або строковість фінансових ресурсів як товару на фінансовому ринку, або інструменти розміщення цих ресурсів.

В той же час, автором доведено, що в такому випадку як товар на інвестиційному ринку помилково розглядається цілий ряд ресурсів, які, навіть і при виконанні вищенаведених вимог, використовуються далі їх покупцями не для інвестування, а для спекуляцій. Іншими словами, лише окремі операції, що здійснюються на цих ринках, відповідають вимогам інвестиційних операцій, а саме: їх кінцевою метою є постачання інвестиційного та позикового капіталу на ринок факторів виробництва.

Таким чином, на відміну від існуючих підходів, автор пропонує розглядати інвестиційний ринок на перетині фінансового ринку та ринку факторів виробництва

Виходячи з цього, критеріями ідентифікації меж інвестиційного ринку слід вважати ринковий простір, на якому обертаються ресурси, виокремлені не за двома, а за трьома критеріями: 1) строковість їх розміщення (середньо- та довгострокові);



2) інструменти їх розміщення (акції, облігації, кредити); 3) мета їх розміщення (не спекулятивна, а інвестиційна).

Все вищезазначене обумовлює доцільність трактування інвестиційного ринку як сукупності економічних відносин між продавцями ресурсів та їх покупцями безпосередньо або за участю посередників з приводу акумуляції інвестиційного та/або позикового капіталу та трансформації його у фактор виробництва, на основі взаємодії попиту та пропозиції в межах інституційного й правового поля.

Основні положення даного розділу роботи викладені автором в [127, 128, 129, 130, 139, 140, 141, 142, 143, 145, 151, 157, 158, 159, 160, 161].



Державний вищий навчальний заклад
"УКРАЇНЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ"

State Higher Educational Institution
"UKRAINIAN ACADEMY OF BANKING
OF THE NATIONAL BANK OF UKRAINE"

РОЗДІЛ 2

СТРАТЕГІЧНІ АСПЕКТИ РОЗВИТКУ КОН'ЮНКТУРИ ІНВЕСТИЦІЙНОГО РИНКУ УКРАЇНИ

2.1 Стратегія формування попиту на інвестиційному ринку України

Не викликає сумніву той факт, що інвестиційний ринок є цілісним механізмом, який має як ряд унікальних характеристик, притаманних виключно йому, так і певний набір параметрів, що є спільними для всіх ринків незалежно від їх спеціалізації. У даному контексті варто зауважити, що специфічні характеристики інвестиційного ринку визначаються унікальністю системи економічних відносин, що проявляються у взаємодії суб'єктів ринку у процесі формування, перерозподілу та споживання інвестиційних ресурсів. Крім того, інвестиційний ринок як окремий сегмент національної економіки має також ряд особливостей, які визначаються умовами та рівнем розвитку бізнес-структур, реалізацією ряду політичних, економічних та соціальних факторів, притаманних для даної країни. Однак варто відзначити, що діяльність інвестиційного ринку, як і будь-якого іншого ринку, визначається загальними економічними законами та параметрами, найважливішими серед яких є попит та пропозиція. Взаємодія даних індикаторів сприяє збалансуванню інтересів суб'єктів ринку та характеризує стан його кон'юнктури.

На сьогодні розвиток національного інвестиційного ринку впливає на ефективність виробництва, визначає рівень технічної оснащеності капітальних фондів підприємств реального сектору, можливості структурної перебудови більшості галузей економіки країни, сприяє вирішенню більшості соціальних та екологічних проблем. Інвестиції є базисом для перебудови самого фінансового сектору, який застосовує модернізовані інвестиційні продукти паралельно кількісному та якісному розширенню попиту на них з боку нефінансових корпора-

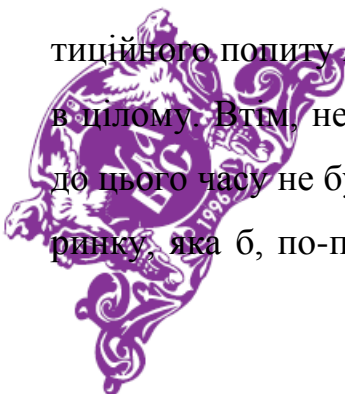
цій. Упродовж кризових років динаміка інвестиційних процесів в Україні значно погіршилася. Попит на інвестиції зменшувався набагато швидше, ніж скорочувалося виробництво валового внутрішнього продукту (ВВП). До однієї з форм прояву названих тенденцій належало швидке знецінення інвестиційних ресурсів за рахунок посилення інфляції. Упродовж 2010–2011 років, незважаючи на помітне скорочення інфляційного тиску, відбувається зменшення частки довгострокових позичок, наданих суб'єктам підприємництва та іншим організаціям, у загальному обсязі кредитів у вітчизняній економіці.

У зазначених умовах особливої актуальності набуває забезпечення стабільного рівня попиту на інвестиції як передумови активізації інвесторів, з одного боку, та фінансових посередників – з іншого – у напрямку розширення пропозиції відповідних інвестиційних активів.

Остання фінансово-економічна криза яскраво продемонструвала, що надмірний інвестиційний попит за певних умов здатний призвести до колапсу економічної системи в цілому. Зокрема, К. Паливода [231] підкреслює небезпечність штучної підтримки зростання масштабів капітальних вкладень понад певний обсяг, зазначаючи, що вони мають відповідати реальним заощадженням і потребам суспільства.

Втім, недостатній інвестиційний попит також є згубним для конкурентоспроможності національної економіки. Так, на думку В. Гурової [58], попит на інвестиції з боку вітчизняних підприємств стримується недосконалою податковою системою, непрозорими процедурами приватизації та наданням дозвільної документації, як наслідок – низьким рівнем довіри до влади як з боку резидентів, так і з боку закордонних інвесторів.

Вітчизняним науковцями були здійснені спроби побудувати моделі інвестиційного попиту як у розрізі окремих сегментів, так і по інвестиційному ринку в цілому. Втім, незважаючи на різноплановість та широту наукового доробку, до цього часу не була розроблена комплексна модель попиту на інвестиційному ринку, яка б, по-перше, максимально повно відображала специфіку відтворю-



вальних процесів у реальному секторі вітчизняної економіки, а по-друге, враховувала циклічність у розвитку економічних відносин в Україні.

Виходячи із зазначеного, мета полягає в розробленні моделі попиту на інвестиційному ринку на основі застосування окремих економетричних методів. При цьому особливої актуальності сьогодні набуває побудова адекватної моделі формалізації залежності загальної величини попиту на інвестиційному ринку України від найбільш релевантних факторів його формування, яка б враховувала: 1) тенденції розвитку ІР в цілому, а не його окремих сегментів; 2) специфіку відтворювальних процесів у реальному секторі вітчизняної економіки; 3) циклічність у розвитку економічних відносин в Україні; 4) не потенційний, а реальний попит. Логіку побудови автором такої економетричної моделі демонструє рис. 2.1.

У контексті розвитку методичних засад дослідження кон'юнктури інвестиційного ринку варто зауважити, що об'єктом економічних відносин у даному секторі виступають інвестиції, які фактично можна визначити як капітал у різних його формах, що вкладається у певні види діяльності для отримання прибутку чи досягнення іншого позитивного ефекту. Тобто фактично пропозицію на інвестиційному ринку формують суб'єкти, які мають тимчасово вільний капітал (інвестори), а попит – суб'єкти, які відчувають дефіцит капіталу та здійснюють певні операції на інвестиційному ринку для його залучення.

Інвестиційний попит, на думку В. Бочарова [21], слід поділяти на потенційний та конкретний. Виходячи з такої концепції, перший вид попиту є формальним і простежується у випадку, коли суб'єкт господарювання отримує певний обсяг прибутку, проте не має наміру проводити реальні капіталовкладення, тобто використовувати його з метою акумуляції ресурсів. Цей попит, з точки зору дослідника, можна вважати інвестиційним потенціалом, оскільки саме він є джерелом для здійснення інвестицій у подальшому.



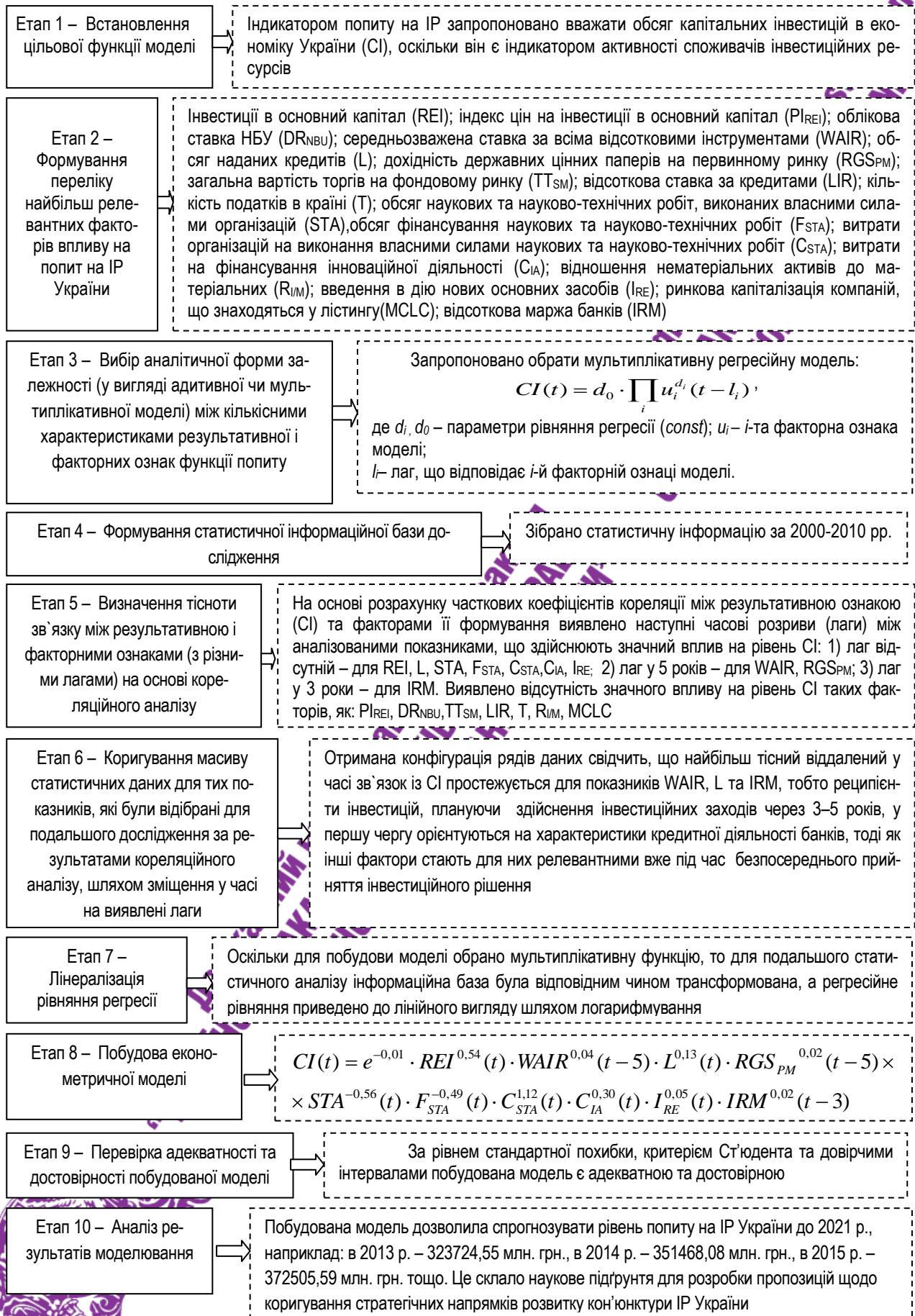


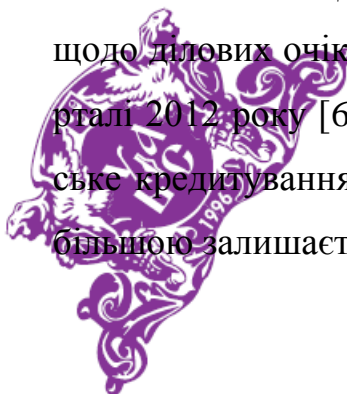
Рисунок 2.1 – Етапи моделювання рівня попиту на інвестиційному ринку України

На думку С. Леонова, зазначене розуміння інвестиційного попиту (коли прибуток компанії прирівнюється до інвестиційного потенціалу) є дещо обмеженим, оскільки «внаслідок об'єктивного протиріччя між споживанням та накопиченням формальний (потенційний) попит виникає тільки за наявності реальних нагромаджень» [194]. Навпаки, конкретний попит на інвестиції безпосередньо пов'язаний із пропозицією різноманітних видів «майнових та інтелектуальних цінностей» [82] і виникає тоді, коли суб'єкти інвестиційного ринку реально втілюють у життя свої наміри, пропонуючи капітал.

О. Лапко [190] як особливий фактор економічного зростання розглядає венчурний капітал, що характеризується наявністю власного ринку зі специфічною інфраструктурою, вартістю у вигляді пайової чи акціонерної участі у фінансованому підприємстві, а також відповідно попитом і пропозицією на інвестиційні ресурси.

Т. Васильєва [32] розглядає процес інвестування в межах ринку факторів виробництва, а не фінансового (інвестиційного) ринку, розрізняючи таким чином поняття «інвестиції» та «інвестиційні ресурси». Перші розуміються як процес «упредметнення» фінансових ресурсів у конкретних засобах виробництва, запасах сировини тощо. Другі детермінуються як грошові фонди, сформовані з багатьох фінансових джерел, які з часом спрямовуються на довгострокове розміщення в основному капіталі. А. Котуков [183] підкреслює, що інвестиційний попит, за аналогією з попитом на капітал, персоніфікується в конкретних об'єктах інвестиційної діяльності.

Менеджмент компаній планує збільшення капіталовкладень і таким чином формує попит на реальні інвестиції, виходячи з суб'єктивної оцінки фінансової стійкості підприємств у кожному зі звітних періодів. Дослідження НБУ щодо ділових очікувань вітчизняних суб'єктів господарювання у першому кварталі 2012 року [64] свідчать про стабілізацію комерційного попиту на банківське кредитування. Зокрема, серед респондентів проведеного опитування найбільшою залишається частка тих (80,5%), які планують взяти гривневий кредит.



Очікування респондентів щодо зростання обсягу власних інвестицій у промислове обладнання та інструменти впродовж усього 2012 року є позитивними (баланс таких очікувань склав 14,1% порівняно з 14,9% станом на перший квартал 2011 року). На динамічне зростання впродовж того самого періоду сподіваються представники усіх видів економічної діяльності, крім будівельної галузі. Максимальні оцінки щодо збільшення обсягів інвестицій в інструменти та обладнання надали компанії добувної промисловості (баланс очікувань склав 28,9%), а також транспорту і зв'язку (23,0%) [64].

Обсяги інвестування в будівництво об'єктів загалом в економіці мають збільшитися (баланс очікувань становить 2,0% порівняно з (-4,2%) станом на останній квартал 2011 року), що у більшості випадків пояснюється прогнозованим сезонним зростанням ділової активності. Розширення інвестицій у нове будівництво планує переважна більшість опитаних суб'єктів господарювання, крім підприємств групи «інших» видів економічної діяльності, тобто останніми зміни взагалі не очікуються [64].

Місце інвестиційних очікувань українських підприємств у загальному індексі ділових очікувань можна представити у вигляді таблиці 2.1.

Сукупний обсяг реального інвестування в контексті відображення відтворювальних процесів на підприємстві (яке, розширюючи або оновлюючи свою діяльність, по суті, є інвестором для власних активів) на мікроекономічному рівні формується у вигляді певної структури, що залежить від таких параметрів:

- виду діяльності компанії (існування законодавчих обмежень на інвестування для різних форм бізнесу, галузей промисловості тощо);
- стадії життєвого циклу виробництва компанії, географічне поширення діяльності;
- типу обраної підприємством інвестиційної стратегії (агресивна, помір-на, консервативна);
- факторів макросередовища (економічні, організаційно-правові) [108,

273, 47].



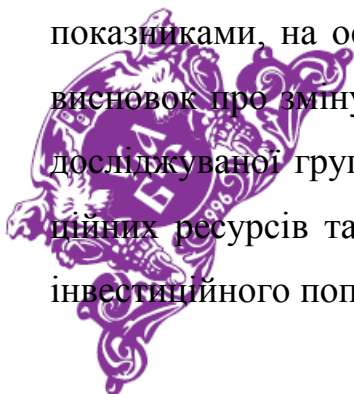
Таблиця 2.1 – Індекс ділових очікувань компаній України та його складові [64]

Очікування респондентів на наступний календарний рік щодо	Баланси відповідей, %					Відхилення у I кварталі 2012 року порівняно з IV кварталом 2011 року, в. п.
	I кв. 2011 року	II кв. 2011 року	III кв. 2011 року	IV кв. 2011 року	I кв. 2012 року	
Фінансово-економічного стану	27,0	26,3	20,6	19,6	24,8	5,2
Загальних обсягів реалізації продукції власного виробництва	36,3	33,8	31,2	29,9	33,6	3,7
Інвестиційних видатків на виконання будівельних робіт	13,7	11,7	13,6	11,9	9,1	-2,8
Інвестиційних видатків на машини, обладнання, інструмент та інвентар	29,2	25,1	24,4	26,8	21,9	-4,9
Кількості працівників	9,8	4,2	5,6	8,3	6,8	-1,5
Індекс ділових очікувань, у %	123,2	120,2	119,1	119,3	119,3	0,0

Таким чином, детально розглянемо сутність кожного із зазначених на рис. 2.1 етапів моделювання попиту на інвестиційному ринку на основі застосування економетричних методів.

На початкових етапах слід визначитися передусім з цільовою функцією моделі та сформулювати перелік найбільш релевантних факторів впливу на попит на інвестиційний ринок України. На нашу думку, найважливішими факторами формування попиту на інвестиційні ресурси є:

– капітальні інвестиції та інвестиції в основні засоби є результативними показниками, на основі дослідження тенденцій коливань яких можна зробити висновок про зміну обсягів попиту на інвестиції; дані показники є ключовими досліджуваної групи, оскільки є індикаторами активності споживачів інвестиційних ресурсів та дають можливість для прогнозування рівня волатильності інвестиційного попиту під впливом різноманітних факторів;



– обсяг введених у дію основних засобів є показником, який тісно взаємозв'язаний із попередніми індикаторами, зростання якого за умови незмінності рівня самофінансування може ілюструвати збільшення попиту на групу інвестиційних ресурсів певного цільового спрямування;

– індекс цін на інвестиції в основний капітал на відміну від показників, розглянутих вище, є не індикатором активності споживачів інвестицій, а інструментом, що впливає на даний процес, а саме: зростання індексу цін на інвестиції призводить до їх знецінення, а відповідно і зменшення реальної вартості доходу, який необхідно сплатити інвестору за користування його фінансовими ресурсами, тобто фактично споживач зацікавлений у залученні інвестицій на таких умовах; однак справедливо відзначити, що будь-які інфляційні процеси негативно впливають на обсяг пропозиції на інвестиційному ринку, тобто є стримуючим фактором для інвесторів; одночасна реалізація впливу зазначеного фактора на попит та пропозицію призведе до розбалансування стану ринкової кон'юнктури, що призведе до виникнення гострого дефіциту на інвестиційні ресурси, рівень викривлення у даній ситуації буде залежати від сили та домінування впливу інвесторів чи споживачів на рівновагу інвестиційного ринку;

– обсяг та витрати на фінансування наукових розробок організації власними силами є показником, зростання якого може бути свідченням поліпшення фінансового стану та рівня самодостатності суб'єктів господарювання, а, отже, за інших рівних умов є індикатором скорочення попиту на інвестиційні ресурси, залучені ззовні;

– загальний обсяг та витрати на фінансування наукових досліджень та інноваційної діяльності – фактори, що досить тісно пов'язані із розглянутою вище підгрупою індикаторів, оскільки висновки, зроблені на попередньому етапі, є справедливими лише за умови незмінності загальних обсягів та фінансування інноваційної діяльності, що практично неможливо в умовах динамічності розвитку наукової сфери та необхідності реалізації на перманентній основі заходів для підтримання конкурентних позицій підприємства, а тому можна зробити такі висновки: активізація науково-технічних розробок сприяє зростанню попи-

ту на інвестиційні ресурси, однак динамічність зміни попиту у даному контексті частково визначається рівнем фінансового забезпечення суб'єктів господарювання та їх можливостями у сфері самофінансування власних інвестиційних проектів, а тому поліпшення фінансових показників діяльності підприємств може призвести до короткочасного скорочення попиту на інвестиції, проте такий вплив є незначним і не здатний призвести до значного розбалансування;

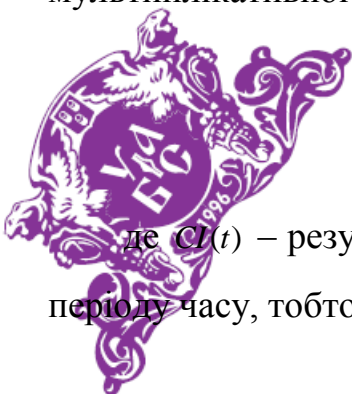
– ставка та обсяг кредитування є факторами попиту, що впливають на інтенсивність перерозподільних процесів між донорами та реципієнтами фінансових ресурсів через посередництво фінансово-кредитних установ, оскільки банки надають у користування позичальників кошти, залучені на депозити (зростання обсягу депозитів прямо пропорційно залежить від доходів суб'єктів та ставок за депозитами), а активність позичальників, у свою чергу, визначається рівнем необхідності додаткових інвестиційних ресурсів та розміром ставок за кредитами; варто зауважити, що високі ставки за кредитами будуть стимулювати потенційних позичальників шукати дешевші джерела залучення коштів або згортати свою інвестиційну діяльність, що знайде відображення у скороченні інвестиційного попиту;

– загальний обсяг торгів на фондовій біржі та ринкова капіталізація компаній, що знаходиться у лістингу, є основними показниками, які відображають активність та динаміку розвитку фондового ринку, який є важливим інститутом у процесі перерозподілу інвестиційних ресурсів між споживачами та інвесторами, а тому їх зростання буде сприяти зростанню попиту та пропозиції інвестицій, тобто активізації інвестиційних процесів.

Надалі проведемо ідентифікацію форми регресійного рівняння у вигляді мультиплікативної моделі, яка в межах аналізу попиту набуває такого вигляду:

$$CI(t) = d_0 \cdot \prod_i u_i^{d_i} (t - l_i) \quad (2.1)$$

де $CI(t)$ – результативна ознака економетричної моделі, що відповідає t -му періоду часу, тобто обсяг капітальних інвестицій в економіку України;



d_i, d_0 – параметри рівняння регресії, що є постійними величинами;

u_i – i -та факторна ознака мультиплікативної регресійної моделі;

l_i – лаг, що відповідає i -й факторній ознаці моделі.

Проведення оцінки параметрів обраного регресійного рівняння у вигляді конкретних числових значень вимагає здійснення наступного етапу моделювання попиту на інвестиційному ринку на основі застосування економетричних методів. Сутність даного етапу полягає в ідентифікації показників, за допомогою яких надаються комплексна характеристика попиту та їх всебічна оцінка, іншими словами має місце збір даних.

Релевантні статистичні дані в розрізі характеристики попиту на інвестиційному ринку наведено у табл. Б.1, використовуючи наступні позначення. Так, показниками, що описують функцію попиту, є: капітальні інвестиції (CI); інвестиції в основний капітал (RE); індекс цін інвестицій в основний капітал (PI_{REI}); облікова ставка НБУ (DR_{NBU}); середньозважена ставка за всіма відсотковими інструментами ($WAIR$); обсяг наданих кредитів (L); дохідність державних цінних паперів на первинному ринку (RGS_{PM}); загальна вартість торгів на фондовому ринку (TT_{SM}); відсоткова ставка за кредитами (LIR); податкові платежі, зокрема їх кількість (T); обсяг наукових та науково-технічних робіт, виконаних власними силами організації (підприємств) (STA); обсяг фінансування наукових та науково-технічних робіт (F_{STA}); витрати організацій на виконання власними силами наукових та науково-технічних робіт (C_{STA}); витрати на фінансування інноваційної діяльності (C_{IA}); співвідношення нематеріальних до матеріальних активів (R_{IM}); введення в дію нових основних засобів (I_{RE}); ринкова капіталізація компаній, що знаходяться у лістингу ($MCLC$); відсоткова маржа комерційних банків (IRM). Показники, що охоплюють інвестиційний попит, стосуються всіх сфер інвестиційного процесу: фінансовий сектор (банківський сектор та фондовий ринок), реальний сектор та державне управління (облікова ставка, податкові платежі).

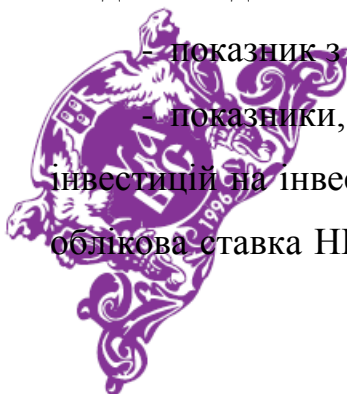


Отримати адекватну реальній економічній системі економетричну модель надає можливість не лише комплексний аналіз відповідної статистичної інформації, але і виявлення часових розривів між кількісними значеннями аналізованих показників. Проведення зазначених аспектів дослідження передбачає реалізацію третього етапу економетричного моделювання пропозиції та попиту на інвестиційному ринку.

Так, за допомогою використання можливостей кореляційного аналізу, а саме побудови часткових коефіцієнтів кореляції між результативною ознакою (капітальними інвестиціями) та факторами її формування залежно від лагів між даними показниками пропонується визначити в розрізі кожного напрямку дослідження. Результати проведених розрахунків подамо у вигляді таблиці 2.2.

На основі аналізу даних таблиці 2.2 необхідно зазначити, що в розрізі 18 показників впливу на рівень попиту на інвестиційному ринку були виявлені такі групи:

- показники, для яких характерний лаг в розмірі 5 років порівняно з капітальними інвестиціями, тобто рівнем результативної ознаки даної економетричної моделі, а саме середньозважена ставка за всіма відсотковими інструментами, дохідність державних цінних паперів на первинному ринку;
- показники, часовий період надання яких збігається із часовим періодом капітальних інвестицій, тобто інвестиції в основний капітал, обсяг наданих кредитів, обсяг наукових та науково-технічних робіт, виконаних власними силами організацій (підприємств), обсяг фінансування наукових та науково-технічних робіт, витрати організацій на виконання власними силами наукових та науково-технічних робіт, витрати на фінансування інноваційної діяльності, введення в дію нових основних засобів;
- показник з лагом у 3 роки – відсоткова маржа комерційних банків;
- показники, що не здійснюють значного впливу на рівень капітальних інвестицій на інвестиційному ринку: індекс цін інвестицій в основний капітал, облікова ставка НБУ, загальна вартість торгів на фондовому ринку, відсоткова



ставка за кредитами, податкові платежі, співвідношення нематеріальних до матеріальних активів, ринкова капіталізація компаній, що знаходяться у лістингу.

Таблиця 2.2 – Результати проведених розрахунків часткових коефіцієнтів кореляції між попитом на інвестиційному ринку (рівнем капітальних інвестицій) та факторами його формування залежно від лагів між даними показниками

Показник	Капітальні інвестиції (тривалість лагу в роках)					
	0	1	2	3	4	5
Інвестиції в основний капітал	1,00	–	–	–	–	–
Індекс цін інвестицій в основний капітал	0,73	0,50	0,29	0,35	–0,10	–0,84
Облікова ставка НБУ	0,74	–0,07	–0,51	–0,56	–0,67	–0,85
Середньозважена ставка за всіма відсотковими інструментами	0,42	–0,25	–0,50	–0,45	–0,60	–0,96
Обсяг наданих кредитів	0,91	–	–	–	–	–
Дохідність державних цінних паперів на первинному ринку	0,04	–0,51	–0,56	–0,62	0,25	–1,00
Загальна вартість торгів на фондовому ринку	0,85	0,87	0,48	0,03	–0,64	–0,93
Відсоткова ставка за кредитами	–0,43	–0,78	–0,82	–0,86	–0,89	–
Податкові платежі		–	–	–	–	–
Обсяг наукових та науково-технічних робіт, виконаних власними силами організацій (підприємств)	0,93	–	–	–	–	–
Обсяг фінансування наукових та науково-технічних робіт	0,93	–	–	–	–	–
Витрати організацій на виконання власними силами наукових та науково-технічних робіт	0,94	–	–	–	–	–
Витрати на фінансування інноваційної діяльності	0,99	–	–	–	–	–
Співвідношення нематеріальних до матеріальних активів	–0,46	–0,49	–0,51	–0,68	–0,80	–
Введення в дію нових основних засобів	1,00	–	–	–	–	–
Ринкова капіталізація компаній, що знаходяться у лістингу	0,42	0,87	–	–	–	–
Відсоткова маржа комерційних банків	–0,73	–0,84	–0,85	–0,90	–	–



Формування інформаційної бази в розрізі рядів даних за період 2000–2010 рр., а також проведення їх обробки шляхом застосування кореляційного аналізу надають можливість провести подальшу побудову економетричної моделі у формі обраного виду залежності шляхом оцінки параметрів відповідного регресійного рівняння, тобто реалізувати четвертий етап алгоритму визначення функції попиту на інвестиційному ринку. Для цього побудуємо таблицю 2.3, яка враховує часові лаги між рядами даних.

Виходячи з отриманої конфігурації рядів, можна зробити висновок, що найбільш тісний віддалений у часі зв'язок із капітальними інвестиціями простежується у середньозваженій ставці за всіма відсотковими інструментами, на другому місці знаходиться обсяг наданих кредитів, на третьому – відсоткова маржа комерційних банків. Тобто очевидним є той факт, що реципієнти інвестицій, плануючи розширення власного виробництва чи модернізації існуючих потужностей через 3–5 років, у першу чергу орієнтуються на ринкові ставки за довгостроковими кредитами фінансових установ, а вже потім – на інші фактори. І навпаки, останні є найбільш релевантними безпосередньо в межах періоду реалізації інвестиційних проектів.

Беручи до уваги результати етапу процесу моделювання попиту на інвестиційному ринку на основі застосування економетричних методів, а також аналіз даних у розрізі коефіцієнтів, стандартної похибки, критерію значущості знайдених параметрів рівняння регресії (критерію Стюдента) та довірчих інтервалів, запишемо загальний вигляд емпіричного рівняння регресії залежності капітальних інвестицій на інвестиційному ринку від ключових факторів їх формування, що набуває такого вигляду (формула 2.2):

$$CI(t) = d_0 \cdot u_1^{d_1}(t-l_1) \cdot u_2^{d_2}(t-l_2) \cdot u_3^{d_3}(t-l_3) \cdot u_4^{d_4}(t-l_4) \cdot u_5^{d_5}(t-l_5) \times \\ \times u_6^{d_6}(t-l_6) \cdot u_7^{d_7}(t-l_7) \cdot u_8^{d_8}(t-l_8) \cdot u_9^{d_9}(t-l_9) \cdot u_{10}^{d_{10}}(t-l_{10}), \quad (2.2)$$

де CI – капітальні інвестиції;



Таблиця 2.3 – Динамічні зміни порівнянних на основі урахування лагів часових рядів результативної і факторних ознак формування економетричної моделі попиту інвестиційного ринку

Рік	Капітальні інвестиції	Інвестиції в основний капітал	Середньозважена ставка за всіма відсотковими інструментами	Обсяг наданих кредитів	Дохідність державних цінних паперів на первинному ринку	Обсяг НР та НТР, виконаних власними силами організації	Обсяг фінансування НР та НТР	Витрати організації на виконання власними силами НР та НТР	Витрати на фінансування інноваційної діяльності	Введення в дію нових основних засобів	Відсоткова маржа комерційних банків
1995			29,60								
1996			20,20								
1997			9,20	42227,85							
1998			8,00	67892,07							27,81
1999			16,10	88614,73							21,29
2000		23629,00	14,70	143423,36		1978,40	2046,30	1636,30	1757,10	23726,00	17,42
2001		32573,00	11,53	245230,36		2275,00	2432,50	2010,70	1971,40	33255,00	10,92
2002	46563,00	37178,00	10,10	426867,35	10,81	2496,70	2611,70	2153,70	3013,80	35025,00	9,61
2003	59899,00	51011,00	15,30	734021,70	9,75	3319,80	3597,40	2824,00	3059,80	44165,00	7,60
2004	89314,00	75714,00	16,70	723295,12	11,24	4112,40	4251,70	3538,40	4534,60	61468,00	7,60
2005	111174,00	93096,00	11,62	732822,79	7,25	4818,60	5160,40	4386,30	5751,60	70497,00	5,78
2006	148972,00	125254,00			9,26	5354,60	5164,40	4961,10	6160,00	82333,00	7,54
2007	222679,00	188486,00			6,71	6700,70	6149,20	5908,40	10850,90	127453,00	7,10
2008	272074,00	233081,00			11,86	8538,90	8024,80	7723,20	11994,20	149635,00	5,31
2009	192878,00	151777,00			12,21	8653,70	7822,20	7680,60	7949,90		
2010		171091,90			12,48	9867,10			8045,50		



- u_1 – інвестиції в основний капітал (REI);
- u_2 – середньозважена ставка за всіма відсотковими інструментами (WAIR);
- u_3 – обсяг наданих кредитів (L);
- u_4 – дохідність державних цінних паперів на первинному ринку (RGS_{PM});
- u_5 – обсяг наукових та науково-технічних робіт, виконаних власними силами організацій (підприємств) (STA);
- u_6 – обсяг фінансування наукових та науково-технічних робіт (F_{STA});
- u_7 – витрати організацій на виконання власними силами наукових та науково-технічних робіт (C_{STA});
- u_8 – витрати на фінансування інноваційної діяльності (C_{IA});
- u_9 – введення в дію нових основних засобів (I_{RE});
- u_{10} – відсоткова маржа комерційних банків (IRM).

Оскільки для побудови моделей обрано мультиплікативну функцію, то передумовою застосування можливостей статистичного аналізу є зведення рівняння до лінійного вигляду, тобто проведення його лінеаризації шляхом логарифмування правої і лівої частин, що в розрізі аналізу попиту набуває такого вигляду (2.3):

$$\begin{aligned} \ln CI(t) = & \ln d_0 + d_1 \cdot \ln u_1(t-l_1) + d_2 \cdot \ln u_2(t-l_2) + d_3 \cdot \ln u_3(t-l_3) + \\ & + d_4 \cdot \ln u_4(t-l_4) + d_5 \cdot \ln u_5(t-l_5) + d_6 \cdot \ln u_6(t-l_6) + d_7 \cdot \ln u_7(t-l_7) + \\ & + d_8 \cdot \ln u_8(t-l_8) + d_9 \cdot \ln u_9(t-l_9) + d_{10} \cdot \ln u_{10}(t-l_{10}) \end{aligned} \quad (2.3)$$

Перетворення виду економетричної моделі залежності попиту на інвестиційному ринку від факторів його формування до лінійного вигляду потребує перетворення інформаційної бази (таблиці 2.3) до вигляду таблиці 2.4.



Таблиця 2.4 – Інформаційне забезпечення побудови мультиплікативної економетричної моделі залежності рівня попиту на інвестиційному ринку від макроекономічних факторів формування даного показника

Період	Ln(d) (капітальні ін- вестиції, млн грн)	Ln(u ₁)	Ln(u ₂)	Ln(u ₃)	Ln(u ₄)	Ln(u ₅)	Ln(u ₆)	Ln(u ₇)	Ln(u ₈)	Ln(u ₉)	Ln(u ₁₀)
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2000	10,15	10,07	2,69	11,87	2,34	7,59	7,62	7,40	7,47	10,07	2,86
2001	10,49	10,39	2,44	12,41	2,36	7,73	7,80	7,61	7,59	10,41	2,39
2002	10,75	10,52	2,31	12,96	2,38	7,82	7,87	7,67	8,01	10,46	2,26
2003	11,00	10,84	2,73	13,51	2,28	8,11	8,19	7,95	8,03	10,70	2,03
2004	11,40	11,23	2,82	13,49	2,42	8,32	8,36	8,17	8,42	11,03	2,03
2005	11,62	11,44	2,45	13,50	1,98	8,48	8,55	8,39	8,66	11,16	1,75
2006	11,91	11,74	2,40	13,65	2,23	8,59	8,55	8,51	8,73	11,32	2,02
2007	12,31	12,15	2,34	13,78	1,90	8,81	8,72	8,68	9,29	11,76	1,96
2008	12,51	12,36	2,28	13,90	2,47	9,05	8,99	8,95	9,39	11,92	1,67
2009	12,17	11,93	2,21	14,00	2,50	9,07	8,96	8,95	8,98	12,02	1,33
2010	12,22	12,05	2,14	14,09	2,52	9,20	9,04	9,03	8,99	12,11	0,83

Примітка. Дані результативної ознаки граfi 2 відповідають періодам граfi 1, факторні ознаки у графах 3 – 12 наведені з урахуванням лагів

Отримані результати проведеного статистичного аналізу залежності рівня капітальних інвестицій від значущих факторів формування попиту на інвестиційному ринку подамо у вигляді таблиці 2.5.

На основі граfi 2 таблиці 2.5 отримаємо конкретний вигляд емпіричної економетричної моделі залежності рівня капітальних інвестицій як характеристики попиту на інвестиційному ринку від його основних чинників у вигляді такого математичного співвідношення (2.4):

$$\begin{aligned}
 CI(t) = & e^{-0,01} \cdot REI^{0,54}(t) \cdot WAIR^{0,04}(t-5) \cdot L^{0,13}(t) \cdot RGS_{PM}^{0,02}(t-5) \times \\
 & \times STA^{-0,56}(t) \cdot F_{STA}^{-0,49}(t) \cdot C_{STA}^{1,12}(t) \cdot C_{IA}^{0,30}(t) \cdot I_{RE}^{0,05}(t) \cdot IRM^{0,02}(t-3)
 \end{aligned}
 \tag{2.4}$$



Таблиця 2.5 – Результати статистичного аналізу залежності рівня капітальних інвестицій від значущих факторів формування попиту на інвестиційному ринку

	Коефіцієнт	Стандартна похибка	t-статистика	Нижні 95%	Верхні 95%
1	2	3	4	5	6
Y-перетин	-0,01	0,00	-4971970895846,82	-0,01	-0,01
REI	0,54	0,00	1933884308015500,00	0,54	0,54
WAIR	0,04	0,00	168930951378448,00	0,04	0,04
L	0,13	0,00	1488108195648700,00	0,13	0,13
RGS_{PM}	0,02	0,00	175984629923196,00	0,02	0,02
STA	-0,56	0,00	-669726716072045,00	-0,56	-0,56
F_{STA}	-0,49	0,00	-536092382380639,00	-0,49	-0,49
C_{STA}	1,12	0,00	894167462281074,00	1,12	1,12
C_{IA}	0,30	0,00	1195420303064070,00	0,30	0,30
I_{RE}	0,05	0,00	192861250361377,00	0,05	0,05
IRM	0,02	0,00	118110591434836,00	0,02	0,02

Таким чином, проведене моделювання попиту на інвестиційному ринку на основі застосування економетричних методів дозволяє провести математичну формалізацію функції досліджуваної категорії та визначити найбільш релевантні фактори, що впливають на капітальні інвестиції. Функції, що характеризують інвестиційний попит і враховують часові зміни факторних ознак, дозволять в подальшому ідентифікувати рівноважну точку, до якої прямує інвестиційний ринок. Вплив ряду індикаторів, які традиційно вважаються науковцями та експертами-практиками значущими чинниками його формування, виявився незначущим саме для вітчизняного ринку. Так, зокрема, це стосується індексу цін на інвестиції в основний капітал, зростання якого обумовлює знецінення інвестиційного капіталу, а відповідно, і зменшення реальної вартості доходу, який необхідно сплатити інвестору за користування його фінансовими ресурсами. До складу таких показників потрапила і ставка кредитування, яка традиційно вважається фактором впливу на інтенсивність перерозподільних про-

цесів між донорами та реципієнтами інвестиційних ресурсів та характеристикою активності позичальників на інвестиційному ринку (високі ставки за кредитами будуть стимулювати потенційних позичальників шукати дешевші джерела залучення коштів або згортати свою інвестиційну діяльність, що знайде відображення у скороченні інвестиційного попиту). Зростання загальної вартості торгів на фондовій біржі та ринкової капіталізації компанії, що знаходиться у лістингу, як основних індикаторів динаміки розвитку фондового ринку, також відповідно до теорії формування попиту на інвестиційному ринку, мало би приводити до його збільшення, але в Україні не суттєво впливає на активізацію інвестиційних процесів. Незначущим виявився також і вплив на рівень попиту на інвестиційному ринку України облікової ставки НБУ, кількості податків в країні, відношення нематеріальних активів до матеріальних.

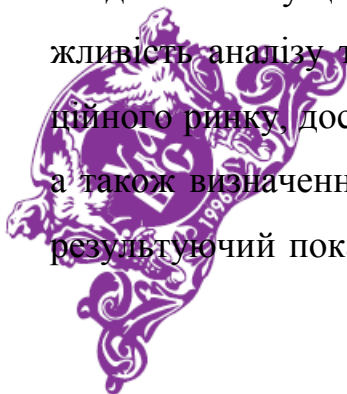
Результатом реалізації цієї моделі є також і визначені в роботі лаги впливу окремих факторів формування попиту на інвестиційному ринку України. Так, наприклад, прогнозуючи попит на 2013 р., слід орієнтуватися на прогнозні дані на цей рік – щодо обсягів інвестицій в основний капітал, кредитів, виконання та фінансування наукових розробок та інновацій; на дані трьохрічної давнини (тобто за 2010 р.) – щодо відсоткової маржі банків; на дані п'ятирічної давнини (тобто за 2008 р.) – щодо середньозваженої ставки за всіма відсотковими інструментами та доходності державних цінних паперів на первинному ринку. Результати проведеного моделювання можуть бути інструментами аналізу закономірностей розвитку вітчизняного інвестиційного ринку всіма суб'єктами, що здійснюють діяльність на ньому. Так, держава і суб'єкти господарювання, які одночасно можуть бути як інвесторами, так і споживачами інвестиційних ресурсів, мають можливість оперативно проводити корегування власних стратегій, спрямованих у випадку державного управління на підвищення економічного зростання країни та задоволення суспільних потреб, а у випадку функціонування інших учасників інвестиційного ринку – на максимізацію прибутку.



2.2 Пропозиція на інвестиційному ринку України: розвиток методології оцінювання та стратегічного прогнозування

Інвестиційний механізм створює особливе середовище, в межах якого відбувається переміщення капіталу між ринковими суб'єктами, визначаються закономірності й характер економічного зростання, підвищується ефективність роботи механізму розширеного відтворення. Впродовж останніх років негативна динаміка капіталовкладень в українські підприємства обумовлювалася в першу чергу впливом світової фінансової кризи. Однак згубним фактором залишилася відсутність реальних ринкових перетворень та фактичне перебування у стані «трансформаційного періоду». До характеристик останнього належать особливості умов передачі прав власності, неналежний рівень «фінансової грамотності» населення та розуміння ним специфіки інвестиційної діяльності, відсутність адекватної державної політики та інші фактори, що перешкоджають покращанню інвестиційної привабливості країни загалом та прийняттю стратегічних інвестиційних рішень окремими суб'єктами господарювання. Особливим недоліком є існування вітчизняного ринку інвестицій у зародковому стані, нерозвиненість відповідної фінансової та організаційно-технічної інфраструктури, що його обслуговує.

Важливим є той факт, що саме на основі балансування попиту та пропозиції відбувається встановлення рівноважної ціни на інвестиційні ресурси та продукти, яка відображає реальне становище даного ринку і є сигналом для потенційних інвесторів та емітентів щодо доцільності та можливої результативності діяльності у цьому секторі. Цей взаємозв'язок доводить необхідність та важливість аналізу тенденцій зміни попиту та пропозиції вітчизняного інвестиційного ринку, дослідження загальних та специфічних факторів їх формування, а також визначення ступеня впливу і рівня кореляції виявлених параметрів на результуючий показник. Саме ґрунтовне дослідження та подальше врахування



описаних вище аспектів сприяє прийняттю виважених та ефективних інвестиційних рішень як з погляду емітента, так і інвестора.

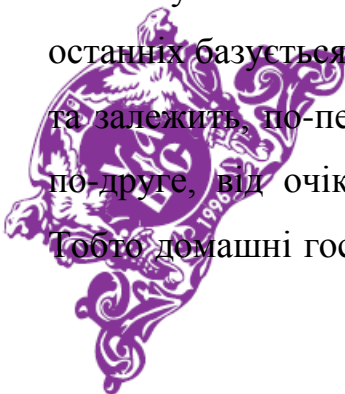
Метою має бути побудова моделі пропозиції на інвестиційному ринку України за допомогою використання економетричних методів. Однак попередньо, з метою уточнення релевантних факторів впливу на поведінку постачальників капіталу, на нашу думку, необхідно провести невеликий екскурс у теорію інвестиційної діяльності.

Перші спроби інтерпретації теоретичних положень щодо механізму дії інвестиційної пропозиції містяться у працях класиків економічної думки – А. Сміта, Д. Рикардо, Ж. Б. Сея, Н. Сеніора, Д. Лодердейла, Ф. Ліста та інших [378, 373]. Так, систематизуючи попередні концепції, Дж. Міль [367] постулює три теореми:

- реальна економіка обмежується існуючими капіталами, а зайнятість населення є прямим відображенням інвестиційних вкладень;
- капітали є результатом здійснених заощаджень;
- капітал можна споживати.

Намагаючись поєднати положення класичної школи та концепції граничних величин (Ф. Візер, Дж. Кларк, Л. Вальрас [389]), для пояснення формування напрямків інвестиційної пропозиції А. Маршалл [364] пропонує використовувати правило зростаючої віддачі капіталу. Згідно з ним розвиток продуктивних сил сприяє переміщенню інвестицій в інноваційні сектори з низьким рівнем поточної дохідності, однак з високим потенціалом отримання надприбутків у подальшому.

На думку І. Фішера [342], пропозиція інвестицій формується специфічними суб'єктами господарювання – домашніми господарствами. Поведінка останніх базується на індивідуальній мотивації, що визначає рівень заощаджень та залежить, по-перше, від рівня добробуту суб'єкта та поточних прибутків, а по-друге, від очікуваної дохідності інвестиційного капіталу в майбутньому. Тобто домашні господарства здійснюють вибір між поточним і майбутнім спо-



живанням, а це прямо залежить від ринкової ставки відсотка, яка, у свою чергу, є рівноважною ціною інвестиційних (капітальних) активів.

Динаміка ставки відсотка впливає на рішення учасників інвестиційних відносин різноспрямовано, що пов'язано з дією ефекту доходу та ефекту заміщення (рис. 2.2).

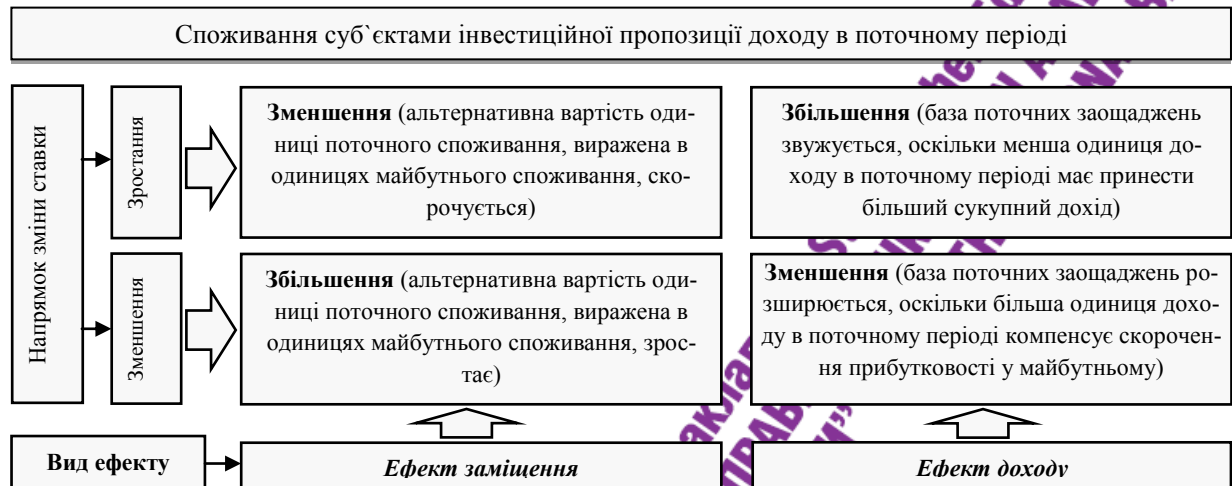


Рисунок 2.2 – Ефекти заміщення та доходу під час вибору інвесторами моделі поведінки (складено на основі [342])

М. Туган-Барановський [297] пов'язує процеси накопичення грошового і виробничого капіталів як джерела пропозиції інвестицій з циклічністю економічного розвитку та закономірним виникненням промислових криз. Якщо виробничий капітал зростає з чітко вираженими періодами спадів та підйомів, то грошовий – безперервно, хоч і з певними флуктуаціями в динаміці розвитку. Останній факт об'єктивно можна пояснити існуванням додаткових прибутків економічних суб'єктів, які безпосередньо не пов'язані з реальним промисловим виробництвом, проте значно впливають на макроекономічну ситуацію в країні. Сюди можна віднести різні види рентних платежів та доходи від державного кредитування.

С. Леонов [194] як ключову домінуючу економічного зростання виокремлює інвестиційний потенціал банківської системи, який серед іншого стимулює механізми розширеного відтворення. Поряд із операціями з мобілізації наявних грошових коштів (як резидентів, так і нерезидентів), які створюють ефективний

попит на різні інвестиційні ресурси, кредитні установи формують стійку мотивацію до їх акумуляції і перетворення: вартість грошових коштів, законодавчі обмеження та гарантії, захист вкладників від ризику втрат при неплатоспроможності банку і доведення його до банкрутства тощо. Зазначені трансформації дають змогу в подальшому підтримувати необхідний обсяг потенціалу інвестицій.

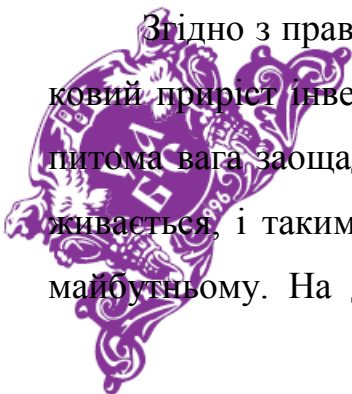
Останній серед іншого базується на забезпеченні оптимального рівня пропозиції інвестицій в економіку та може розглядатися в розрізі трьох домінант: з точки зору існування в банківській системі необхідного обсягу інвестиційних ресурсів; з погляду законодавчо визначених та ринково забезпечених можливостей банків залучати, акумулювати і перетворювати інвестиційні ресурси на фінансовому ринку з метою їх подальшого розміщення; з точки зору ефективності цільового використання тих чи інших інвестиційних ресурсів [194].

Модель мультиплікатора (відношення розміру доходів до розміру інвестицій), розроблена Р. Каном та Дж. Кейнсом, пояснює розподіл обсягу зростання доходу в економіці за рахунок впливу такого параметра, як гранична схильність до споживання (формула 2.5):

$$\Delta Y_w = \Delta C_w + \Delta I_w, \text{ або } \Delta Y_w = k \Delta I_w, \Delta Y_w = r \Delta C_w, \quad (2.5)$$

де Y_w – дохід, визначений в одиницях заробітної плати; C_w – споживання, визначене в одиницях заробітної плати; I_w – інвестиції; k – мультиплікатор інвестицій; $r = dC_w/dY_w = 1 - 1/k$ – гранична схильність до споживання.

Згідно з правилом, сформульованим за даною моделлю, будь-який додатковий приріст інвестицій формує базу для приросту сукупних доходів, в яких питома вага заощаджень зростає більшими темпами стосовно частки, яка споживається, і таким чином створюється підґрунтя для здійснення інвестицій у майбутньому. На думку Кейнса, використання інструменту мультиплікатора



дозволяє визначити ефект від державного стимулювання (державних витрат) [355].

Е. Хансен [348] розвиває теорію Дж. Кейнса за рахунок введення у модель ефекту акселератора (формула 2.6), що дозволяє спрогнозувати інвестиційну пропозицію за умови відомого очікуваного доходу. Власне принцип акселерації пов'язаний із кореляційним зв'язком між падінням споживчого попиту та скороченням попиту (як результат) на засоби виробництва.

$$a = \Delta I / \Delta Y \quad (2.6)$$

Дана концепція передбачає наявність, з одного боку, ендогенних чинників (мультиплікатора та акселератора), а з іншого – екзогенного (автономного інвестування), які можуть пояснити природу циклічного розвитку. Так, до передумов економічного спаду належать причини, наведені на рис. 2.3.

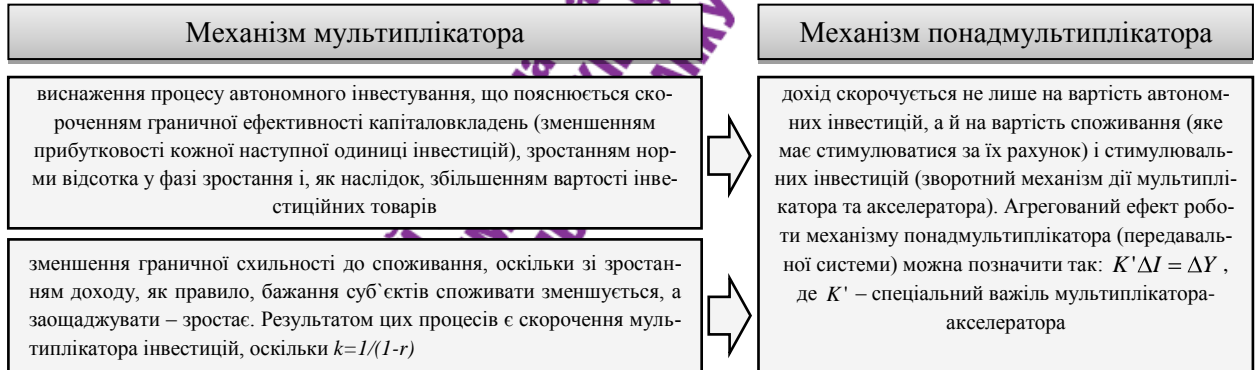


Рисунок 2.3 – Ланцюговий механізм розвитку фази економічного спаду за Е. Хансеном (складено на основі [348])

Таким чином, на думку Е. Хансена, як і інших неокейнсіанців (А. Афталіон, Г. Кассель та інші), якщо мультиплікатор покликаний забезпечувати додатковий приріст доходів в економіці, то акселератор – прискорювати дане зростання за рахунок істотного розширення обсягу капіталовкладень (інвестицій).

Подальший розвиток наукової думки в галузі інвестиційної теорії тісно пов'язаний із дослідженням особливостей встановлення рівноваги на ринках капіталів, а тому дані концепції будуть розглянуті нижче, в контексті моделювання рівноваги на інвестиційному ринку.

Варто зауважити, що попит і пропозиція є базовими поняттями економічної теорії, які мають конкретний зміст, що є універсальним для ринків різної спеціалізації та територіальної належності. Однак оскільки економічні відносини на ринку формуються у процесі взаємодії його суб'єктів щодо привласнення, обміну чи відчуження конкретного об'єкта, то характеристики цього об'єкта мають значний вплив на кон'юнктуру ринку та фактори, що її визначають.

Кількісно оцінити більшу частину пропозиції інвестиційних ресурсів можна за допомогою аналізу динаміки кредитування банками інвестиційних проєктів, реалізованих українськими підприємствами (рис. 2.4).

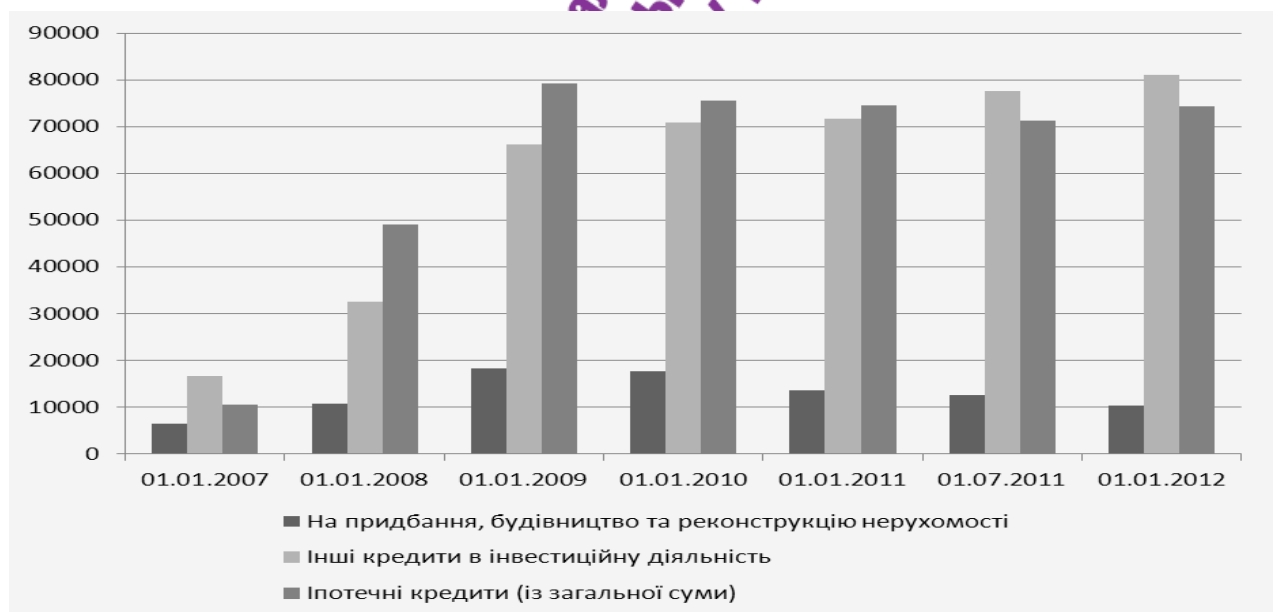


Рисунок 2.4 – Інвестиційні кредити, надані банками України нефінансовим корпораціям, за цільовим спрямуванням, млн грн (складено на основі [30, 28])

Використання саме цього показника пов'язане у першу чергу з домінуванням банківських кредитів як джерела зовнішніх капіталовкладень для ком-

паній. Аналіз свідчить, що порівняно із 2006 роком обсяги інвестиційного кредитування значно збільшилися, однак упродовж останніх чотирьох років ситуація кардинально не змінилася: кредити на придбання, будівництво та реконструкцію нерухомості у 2011 році порівняно з 2008 роком скоротилися на 43%, кредити в інвестиційну діяльність зросли на 22%, іпотечні кредити продемонстрували зниження на 6%.

З'ясувавши специфіку взаємодії суб'єктів та об'єкта інвестиційного ринку, доцільно перейти до розгляду ключових факторів формування пропозиції та їх характеристики.

Отже, серед усіх можливих факторів, що обумовлюють пропозицію на інвестиційному ринку, нами запропоновано обмежитися нижчезрозглянутими показникам. Дані показники є найбільш релевантними з точки зору мети дослідження, що полягає в ідентифікації функції попиту і пропозиції від критеріїв, що здійснюють найбільший вплив на результативний показник:

– доходи, витрати та заощадження населення є базовими показниками, що характеризують обсяг вільних фінансових ресурсів домогосподарств, які вони можуть запропонувати суб'єктам з дефіцитним бюджетом; варто відзначити, що заощадження населення розраховуються як різниця між доходами та видатками і характеризують ту частину надходжень домогосподарств, яка може бути потенційно інвестована, а тому для інвестиційного ринку є позитивним зростання їх обсягу під впливом підвищення доходів чи скорочення рівня витрат;

– реальна заробітна плата – показник, який є найбільш вагомим складовим елементом доходів населення і характеризує реальний (з урахуванням інфляції) обсяг фінансових ресурсів домогосподарств; алгоритм впливу на пропозицію ідентичний впливу попередньої групи факторів, а саме: чим вищий рівень реальної заробітної плати, тим меншу частку домогосподарства спрямовують на споживання (за інших незмінних умов) і тим більшу частину доходів залишають у вигляді заощаджень, які, у свою чергу, формують пропозицію інвестиційних ресурсів від домогосподарств;

– рівень споживчих цін тісно пов'язаний із попереднім фактором, оскільки фактично визначає купівельну спроможність населення, тобто чим нижчі темпи інфляції на групу товарів споживчого кошика, тим більшу частину доходів домогосподарств буде трансформовано у заощадження, навіть при незмінному рівні заробітної плати, які за аналогічним до попередніх факторів сценарієм буде запропоновано на ринок; варто зазначити, що для національної економіки стабільність споживчих цін та доходів населення є нереальним фактом, тому за таких умов позитивним для інвестиційного ринку будуть випереджальні темпи зростання доходів населення над темпами зростання цін на продукти споживчого кошика;

– офіційний рівень безробіття характеризує активність участі фізичних осіб-працівників у пропозиції інвестиційних ресурсів; логіка даного процесу така: рівень безробіття в країні фактично ілюструє рівень економічної активності його працездатного населення, тобто його спроможність працювати та отримувати винагороду за результатами трудової діяльності, а тому чим нижчий рівень безробіття, тим відповідно більша частина населення є працевлаштованою, а отже, гіпотетично зростає загальний рівень доходів населення, що за інших рівних умов сприяє зростанню пропозиції на інвестиційному ринку;

– обсяг реалізованої продукції є фактором, що характеризує активність суб'єктів господарювання у процесі інвестування, а саме: чим більший обсяг промислової продукції було реалізовано, тим більший обсяг доходу та прибутку (при стабільному розмірі витрат) отримає підприємство, а отже, тим ширші можливості для пропозиції вільних інвестиційних ресурсів воно матиме;

– податкове навантаження на бізнес має безпосередній вплив на обсяг прибутку, який залишається у розпорядженні суб'єктів господарювання для реінвестування, а тому для пропозиції інвестиційного ринку позитивним є мінімізація даного показника;

– облікова ставка НБУ та середньозважена ставка за всіма інструментами також значно впливають на інвестиційну активність, а саме: менший рівень зазначених ставок буде стимулювати комерційні банки, надавати більший обсяг



фінансових ресурсів своїм клієнтам, активізуючи тим самим пропозицію інвестиційних ресурсів;

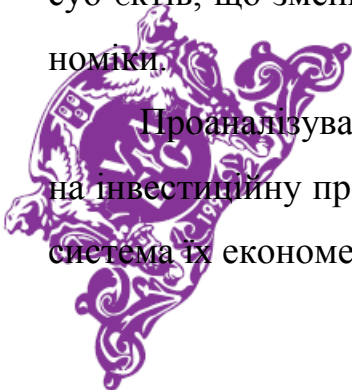
– ставка за депозитами та їх обсяг тісно пов'язані із попередніми факторами; як зазначалося раніше, скорочення облікової ставки НБУ активізує процес кредитування, а отже, і зростання обсягу інвестиційних ресурсів лише гіпотетично, тобто за умов відсутності достатнього обсягу фінансових ресурсів для задоволення потреб споживачів кредитних ресурсів реалізувати даний потенціал неможливо, саме тому інтенсифікація процесів залучення депозитів, викликана зростанням ставок за даною операцією, є матеріальним забезпеченням, активізованим дією попередніх факторів механізму;

– агрегованими показниками, що характеризують зростання обсягу вільних фінансових ресурсів є готівкові кошти в обігу (M0) та грошова маса (M3); зростання кількісного вираження даних агрегатів за інших рівних умов може бути свідченням активізації вивільнення фінансових ресурсів у найбільш та найменш ліквідних формах відповідно, що позитивно впливає на рівень пропозиції;

– інвестиційна активність держави виражається у видатках зведеного бюджету, оскільки саме даний показник дозволяє відстежувати обсяги та напрями вкладання коштів державних та місцевих бюджетів;

– курс національної валюти є останнім серед визначених нами факторів, який впливає на пропозицію на інвестиційному ринку; стабільність курсу національної валюти у середньо- та довгостроковому періодах сприяє покращанню стану пропозиції на аналізованому ринку, оскільки створює можливість для планування та прогнозування інвестиційних процесів різними групами суб'єктів, що зменшує ризик та підвищує рівень довіри до даного сектору економіки.

Проаналізувавши загальну специфіку формування та детермінанти впливу на інвестиційну пропозицію, визначимо необхідний перелік етапів, які включає система їх економетричного моделювання:



1. Визначення аналітичного вигляду залежності (у формі адитивної або мультиплікативної моделі) між кількісними параметрами однієї результативної і кількох факторних ознак функції пропозиції.

2. Збирання статистичної інформації та її класифікація в контексті аналізу виокремленої економічної системи, а також налаштування інформаційної бази наступного опису взаємного впливу між пропозицією на інвестиційному ринку та факторами її визначення.

3. Знаходження щільності зв'язку між залежною та незалежними змінними (з урахуванням часових лагів) функції пропозиції на базі використання методу кореляційного аналізу.

4. Розроблення економетричної моделі у формі визначеного типу залежності за допомогою оцінки параметрів рівняння регресії.

5. Перевірка достовірності та адекватності побудованої моделі пропозиції на ринку інвестицій.

6. Здійснення економічного аналізу отриманих на попередніх етапах регресійних залежностей, ряду модельних експериментів з метою прийняття адекватних управлінських рішень у межах інвестиційного ринку.

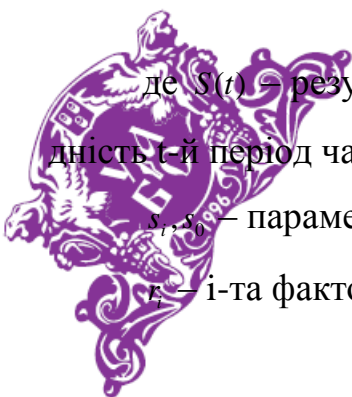
Отже, ретельно дослідимо сутність кожного із зазначених етапів моделювання пропозиції на інвестиційному ринку, ґрунтуючись на використанні економетричних методів. У першу чергу, визначимо форму регресійного рівняння як багатфакторну мультиплікативну модель, що в розрізі дослідження пропозиції набуває такого вигляду (формула 2.7):

$$S(t) = s_0 \cdot \prod_i r_i^{s_i} (t - t_i), \quad (2.7)$$

де $S(t)$ – результативна (залежна) ознака моделі, якій ставиться у відповідність t -й період часу;

s_0, s_i – параметри регресійного рівняння, які є константами;

r_i – i -та факторна (незалежна) ознака мультиплікативної моделі регресії;



t_i – часовий лаг, що відповідає i -й незалежній ознаці економетричної моделі.

Оцінювання параметрів сформульованого регресійного рівняння у формі конкретних цифрових значень вимагає реалізації другого кроку моделювання інвестиційної пропозиції на основі використання економетричних методів. Зміст цього етапу розкривається у проведенні ідентифікації показників, за допомогою яких комплексно характеризується пропозиція і подається її багатогранна оцінка. Таким чином, статистичну інформацію в контексті віддзеркалення релевантних закономірностей варіації інвестиційної пропозиції пропонується подати у вигляді таблиці Б.2.

На основі даних, наведених в таблиці Б.2, можна зазначити, що як показники, що характеризують пропозицію на інвестиційному ринку, автором запропоновано використовувати: рівень заощадження; витрати населення; доходи населення; обсяг реалізованої промислової продукції (робіт, послуг); офіційний рівень безробіття; реальну середню заробітну плату; середньорічний індекс споживчих цін; видатки зведеного бюджету; облікову ставку; середньозважену ставку за всіма процентними інструментами; М0; М3; офіційний курс гривні до ЄВРО; офіційний курс гривні до долара США; відсоткову ставку за депозитами; обсяг депозитів в економіці; загальне податкове навантаження на бізнес. Вибір саме такої кількості показників дозволяє врахувати вплив на інвестиційну діяльність тенденцій та факторів грошового ринку, банківського сектору, державної політики та фінансів населення.

Економетрична модель, яка б максимально точно відповідала реальним економічним відносинам, може бути побудована не лише за рахунок комплексного аналізу акумульованої статистичної інформації, але і за рахунок виявлення усіх можливих часових розривів між рядами значень аналізованих детермінант. Дослідження названих аспектів передбачає втілення третього етапу економетричного моделювання пропозиції на інвестиційному ринку. Зокрема, використання інструментів кореляційного аналізу дозволяє сформулювати систе-

му часткових коефіцієнтів кореляції між залежною ознакою (рівнем заощаджень) та незалежними факторами її формування за умови врахування лагів між даними показниками, що пропонується проводити в межах кожного окремо взятого напрямку дослідження. Результати проведених розрахунків можна подати у вигляді таблиці 2.6.

Таблиця 2.6 – Результати проведених розрахунків часткових коефіцієнтів кореляції між пропозицією на інвестиційному ринку (рівнем заощаджень) та факторами її формування залежно від лагів між даними показниками

Показник	Заощадження, млн грн. (тривалість лагу в роках)					
	0	1	2	3	4	5
1	2	3	4	5	6	7
Витрати населення	0,41	0,42	0,42	0,93		
Доходи населення	0,46	0,41	0,40	0,93		
Обсяг реалізованої промислової продукції (робіт, послуг)	0,41	0,32	0,37	0,91		
Офіційний рівень безробіття	-0,16	0,08	-0,03	-0,80		
Реальна середня заробітна плата	-0,05	-0,27	-0,92			
Середньорічний індекс споживчих цін	-0,45	0,11	0,89			
Видатки зведеного бюджету	0,43	0,38	0,40	0,92		
Облікова ставка НБУ	-0,45	-0,12	0,71			
Середньозважена ставка за всіма відсотковими інструментами	-0,48	0,15	0,54	-0,53	-0,36	-0,15
M0	0,26	0,84				
M3	0,22	0,79				
Офіційний курс гривні до ЄВРО	0,43	0,46	0,30	0,71		
Офіційний курс гривні до долара США	0,51	0,57	0,18	-0,81		
Відсоткова ставка за депозитами	-0,06	0,45	0,63	-0,46	-0,43	-0,29
Обсяг депозитів в економіці	0,21	0,77				
Загальне податкове навантаження на бізнес	-0,85					



На основі аналізу даних таблиці 2.6 необхідно зазначити, що в розрізі 16 показників впливу на рівень пропозиції на інвестиційному ринку були виявлені такі групи:

– показники, для яких характерний лаг у розмірі 3 років порівняно із заощадженнями, тобто рівнем результативної ознаки даної економетричної моделі, а саме витрати населення, доходи населення, обсяг реалізованої промислової продукції (робіт, послуг), видатки зведеного бюджету та М0;

– показники, розмір лага для яких не перевищує 3 років порівняно із залежною від них величиною, до яких належать: реальна середня заробітна плата з лагом у 2 роки; офіційний курс гривні до долара США з лагом в 1 рік;

– показники, які не здійснюють значного впливу на рівень заощаджень на інвестиційному ринку: офіційний рівень безробіття, середньорічний індекс споживчих цін, облікова ставка НБУ, середньозважена ставка за всіма відсотковими інструментами, МЗ, офіційний курс гривні до ЄВРО, відсоткова ставка за депозитами, обсяг депозитів в економіці.

У свою чергу, розглянемо динамічні зміни часткових коефіцієнтів кореляції у розрізі дослідження попиту на інвестиційному ринку.

Акумуляція інформаційної бази в розрізі досліджуваних рядів даних упродовж періоду з 2000 по 2010 рік, а також проведення їх обрахунку на основі використання кореляційного аналізу створюють підґрунтя для подальшого наповнення економетричної моделі у формі визначеного типу залежності за допомогою оцінки параметрів сформованого регресійного рівняння, тобто дають можливість провести четвертий етап алгоритму ідентифікації функції пропозиції на вітчизняному інвестиційному ринку. Для цього побудуємо таблицю 2.7, що враховує часові лаги між рядами даних.

Аналіз таблиці 2.7 свідчить, що найбільш щільна відтермінована у часі залежність обсягу розміщених заощаджень спостерігається від витрат і доходів населення, обсягу реалізованої промислової продукції, а також офіційного курсу гривні.



Таблиця 2.7 – Динамічні зміни зіставних на основі урахування лагів часових рядів результативної і факторних ознак формування економетричної моделі пропозиції інвестиційного ринку

Рік	Заоща- дження	Витрати населення	Доходи на- селення	Обсяг реалі- зованої про- мислової продукції	Реальна середня заробітна плата	Середньо- річний ін- декс спо- живчих цін	Видатки зведеного бюджету	M0	Офіційний курс грив- ні до до- лара США	Загальне податкове наванта- ження на бізнес
1997		124533,00	128736,00	182718,30					544,02	
1998		151208,00	157996,00	210842,70	99,10	128,20	48148,60		537,21	
1999		141618,00	185073,00	229634,40	119,30	112,00	55528,00		532,66	
2000	4203,00	199395,00	215672,00	289117,30	118,20	100,80	60318,90	26433,79	533,27	0,00
2001	6788,00	243164,00	274241,00	400757,10	115,20	105,20	75792,50	26433,79	531,92	0,00
2002	168015,00	335753,00	381404,00	468562,60	123,80	109,00	102538,40	33199,27	512,47	0,00
2003	16277,00	427858,00	472061,00	551729,00	120,30	113,50	141989,50	42344,90	505,00	0,00
2004	31077,00	575510,00	623289,00	717076,70	118,30	109,10	175512,20	60231,44	505,00	0,00
2005	45651,00	793630,00	845641,00	917035,50	112,50	112,80	226054,37	74983,64	526,72	57,30
2006	44203,00	813909,00	894286,00	806345,80	106,30	125,20	309203,73	111118,75	779,12	57,00
2007	47779,00	944657,00	1101015,00	1065108,20	90,80	115,90	307399,35	154758,54	793,56	56,60
2008	52011,00				110,20	109,40	377842,84	157029,41		57,20
2009	80377,00							182989,91		57,20
2010	153358,00									55,50



Таким чином, вітчизняні інвестори, приймаючи рішення про збільшення серед іншого розмірів власних банківських депозитів через 2–3 роки, в першу чергу беруть до уваги названі фактори. Проте масив інших незалежних ознак, навпаки, є максимально впливовим на рішення інвестора в тому самому періоді, впродовж якого планується здійснення банківських вкладів.

Визначивши лаги між результативною та факторними ознаками, з метою побудови рядів зіставних даних проведемо перенесення числових значень, що характеризують кожен із показників інвестиційної пропозиції, на відповідну лагу кількість періодів. Ці дії здійснюються з метою побудови в подальшому функції, що враховує фактор часу та відображає залежність між рівнем заощадження і витратами населення, доходами населення, обсягом реалізованої промислової продукції, реальної середньої заробітної плати, середньорічного індексу споживчих цін, видатків зведеного бюджету, грошового агрегату M0, офіційного курсу гривні до долара США та загального податкового навантаження на бізнес. Використання даних, наведених у таблиці 2.7, є основою для проведення статистичного аналізу даних та визначення конкретного виду залежності рівня заощаджень від факторів формування пропозиції на інвестиційному ринку, результати проведення якого подамо у таблиці 2.8.

Таблиця 2.8 – Результати статистичного аналізу залежності рівня заощаджень від факторів формування пропозиції на інвестиційному ринку

	Коефіцієнт	Стандартна похибка	t-статистика	Нижні 95%	Верхні 95%
Y-перетин	-5439532,22	0,00	65535,00	-5439532,22	-5439532,22
HFCE	-4,08	0,00	65535,00	-4,08	-4,08
HI	2,81	0,00	65535,00	2,81	2,81
VIPS	2,88	0,00	65535,00	2,88	2,88
AW	25735,81	0,00	65535,00	25735,81	25735,81
CPI	0,00	0,00	65535,00	0,00	0,00
BE	-1,49	0,00	65535,00	-1,49	-1,49
M0	-10,21	0,00	65535,00	-10,21	-10,21
USD _{ER}	3631,07	0,00	65535,00	3631,07	3631,07
TR	0,00	0,00	65535,00	0,00	0,00

Умовні позначення: HFCE – витрати населення; HI – доходи населення; VIPS – обсяг реалізованої промислової продукції (робіт, послуг); AW – реальна середня заробітна плата; CPI – середньорічний індекс споживчих цін; BE – видатки зведеного бюджету; M0 – M0; USD_{ER} – офіційний курс гривні до долара США; TR – загальне податкове навантаження на бізнес

З огляду на результати третього етапу моделювання інвестиційної пропозиції за допомогою економетричних методів, а також аналізу масиву даних таблиці 2.8 побудуємо загальний вигляд регресійного рівняння залежності заощаджень від основних чинників її формування. Крім цього, слід підкреслити, що за результатами статистичного аналізу виявлено незначний вплив середньорічного індексу споживчих цін та загального податкового навантаження на бізнес на результативну ознаку, тому дані змінні рекомендується виключити з моделі. Отже, економетрична модель залежності рівня пропозиції на інвестиційному ринку від ключових факторів його визначення набуває такого вигляду (2.8):

$$S(t) = s_0 \cdot r_1^{s_1} (t - t_1) \cdot r_2^{s_2} (t - t_2) \cdot r_3^{s_3} (t - t_3) \times \\ \times r_4^{s_4} (t - t_4) \cdot r_5^{s_5} (t - t_5) \cdot r_6^{s_6} (t - t_6) \cdot r_7^{s_7} (t - t_7), \quad (2.8)$$

де S – заощадження;

r_1 – витрати населення (HFCE);

r_2 – доходи населення (HI);

r_3 – обсяг реалізованої промислової продукції (робіт, послуг) (VIPS);

r_4 – реальна середня заробітна плата (AW);

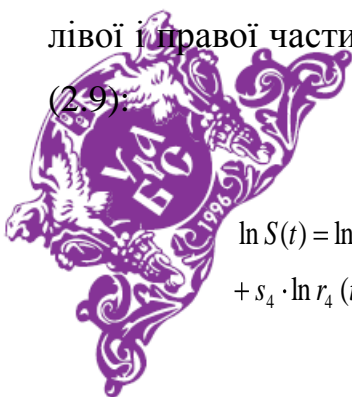
r_5 – видатки зведеного бюджету (BE);

r_6 – M0 (M0);

r_7 – офіційний курс гривні до долара США (USD_{ER}).

Оскільки в основі побудованих моделей має знаходитися мультиплікативна функція, то базисом для використання можливостей статистичного аналізу є процедура зведення рівняння до лінійної форми за рахунок логарифмування лівої і правої частин, що в контексті аналізу пропозиції набуває такого вигляду (2.9):

$$\ln S(t) = \ln s_0 + s_1 \cdot \ln r_1 (t - t_1) + s_2 \cdot \ln r_2 (t - t_2) + s_3 \cdot \ln r_3 (t - t_3) + \\ + s_4 \cdot \ln r_4 (t - t_4) + s_5 \cdot \ln r_5 (t - t_5) + s_6 \cdot \ln r_6 (t - t_6) + s_7 \cdot \ln r_7 (t - t_7). \quad (2.9)$$



Перетворення виду економетричної моделі залежності пропозиції на інвестиційному ринку від факторів їх формування до лінійного вигляду потребує перетворення інформаційної бази (наведеної в таблиці 2.7) до вигляду таблиці 2.9.

Таблиця 2.9 – Інформаційне забезпечення побудови мультиплікативної економетричної моделі залежності рівня пропозиції на інвестиційному ринку від макроекономічних факторів формування даного показника

Період	Ln(s) (заощадження, млн грн)	Ln (HFCE)	Ln (HI)	Ln (VIPS)	Ln (AW)	Ln (BE)	Ln (MO)	Ln (USD _{ER})
1	2	3	4	5	6	7	8	9
2000	8,34	12,20	12,28	12,57	4,77	11,01	8,83	6,28
2001	8,82	12,40	12,52	12,90	4,75	11,24	10,18	6,28
2002	12,03	12,72	12,85	13,06	4,82	11,54	10,41	6,24
2003	9,70	12,97	13,06	13,22	4,79	11,86	10,65	6,22
2004	10,34	13,26	13,34	13,48	4,77	12,08	11,01	6,22
2005	10,73	13,58	13,65	13,73	4,72	12,33	11,23	6,27
2006	10,70	13,61	13,70	13,60	4,67	12,64	11,62	6,66
2007	10,77	13,76	13,91	13,88	4,51	12,64	11,95	6,68

Примітка. Дані результативної ознаки графі 2 відповідають періодам графі 1, факторні ознаки у графах 3 – 9 наведені з урахуванням лагів

Таким чином, побудова економетричної моделі у формі обраного виду залежності шляхом оцінки параметрів відповідного регресійного рівняння після проведення ряду проміжних розрахунків остаточно надає можливість отримати результати статистичного аналізу в розрізі коефіцієнтів рівняння регресії, їх значущості та критерію відповідності реальним даним (стандартна похибка), що наведені у таблиці 2.10 та формулі 2.10, для опису пропозиції.

$$\ln S(t) = 54,32 + 18,67 \cdot \ln HFCE(t-3) + 23,25 \ln HI(t-3) - 29,72 \ln VIPS \cdot (t-3) + 6,78 \ln AW(t-2) - 24,46 \ln BE(t-3) + 4,94 \ln MO(t-3) + 1,22 \ln USD_{ER} \cdot (t-1) \quad (2.10)$$

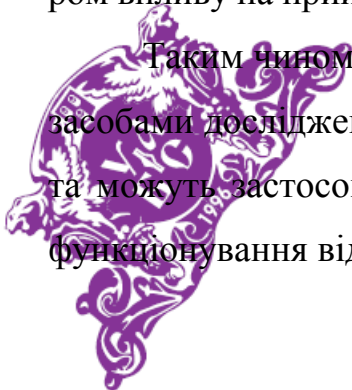


Таблиця 2.10 – Результати статистичного аналізу залежності рівня заощаджень від значущих факторів формування пропозиції на інвестиційному ринку

	Коефіцієнт	Стандартна похибка	t-статистика	Нижні 95%	Верхні 95%
1	2	3	4	5	6
Y-перетин	54,32	0,00	7782884421954,86	54,32	54,32
HFCE	18,67	0,00	20839711160894,70	18,67	18,67
HI	23,25	0,00	75514356642120,70	23,25	23,25
VIPS	-29,72	0,00	-44015119830693,10	-29,72	-29,72
AW	6,78	0,00	13469001171060,00	6,78	6,78
BE	-24,46	0,00	-89110466014446,20	-24,46	-24,46
MO	4,94	0,00	40290944391867,50	4,94	4,94
USD _{ER}	1,22	0,00	5648446494611,02	1,22	1,22

Як видно з табл. 2.10, ряд факторів, які виходячи з теоретичних постулатів, мають суттєво впливати на обсяги заощаджень, а також на рішення економічних суб'єктів щодо міжчасового розподілу споживання та інвестування, у вітчизняних реаліях не є значущими чинниками формування пропозиції інвестиційних ресурсів. Це стосується, зокрема, середньорічного індексу споживчих цін, рівня безробіття та загального податкового навантаження на бізнес. Відсутність у переліку релевантних факторів облікової ставки НБУ та середньозваженої ставки за всіма відсотковими інструментами ще раз підтвердило тезу про неефективність функціонування в Україні процентного каналу трансмісійного монетарного механізму перетворення заощаджень в інвестиції. Незважаючи на банкоцентричність фінансового ринку в цілому та інвестиційного ринку зокрема, обсяг депозитів та відсоткові ставки по ним також не можна сьогодні вважати фактором впливу на прийняття економічними суб'єктами рішення про заощадження.

Таким чином, інструменти економетричного моделювання є ефективними засобами дослідження закономірностей розвитку інвестиційного ринку України та можуть застосовуватися тими суб'єктами, які несуть «відповідальність» за функціонування відповідної ринкової кон'юнктури:



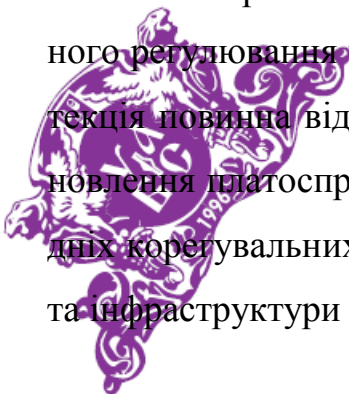
- фінансово-кредитні інститути (у першу чергу банки) зможуть оптимально сформувати власний інвестиційний потенціал з урахуванням реальних капіталоутворювальних можливостей ринкових суб'єктів;

- держава отримує можливість вчасно реагувати на зміну інвестиційних настроїв з метою якнайповнішого задоволення суспільних потреб розширеного відтворення.

На основі балансування попиту та пропозиції відбувається встановлення рівноважної ціни на інвестиційні ресурси, яка відображає реальний стан розвитку інвестиційного ринку і є сигналом для потенційних інвесторів та емітентів щодо доцільності та можливої результативності їх діяльності на цьому ринку. Тому особливої актуальності набуває моделювання точки рівноваги на інвестиційному ринку з метою розробки регуляторами цього ринку комплексу заходів щодо її досягнення та підтримання у стратегічній перспективі.

2.3 Методологічні засади формування стратегічних напрямків розвитку інвестиційного ринку України в контексті забезпечення його рівноважного стану

На сьогодні актуальності набуває розвиток питання стосовно розроблення науково-методичного підходу до ідентифікації рівноважної позиції на інвестиційному ринку. Вирішення даного питання є особливо важливим в умовах систематичних кризових явищ та відповідно нестабільності розвитку як економіки України в цілому, так і кожного сегмента ринку фінансових послуг зокрема. Фінансова криза 2008–2009 рр. наочно продемонструвала необхідність державного регулювання усіх сфер економічних відносин у країні. Так, державна протекція повинна відбуватися не тільки в межах підвищення капіталізації та відновлення платоспроможності суб'єктів ринку фінансових послуг, але й попередніх корегувальних і превентивних заходів щодо кон'юнктурних змін на ринку та інфраструктури його функціонування.

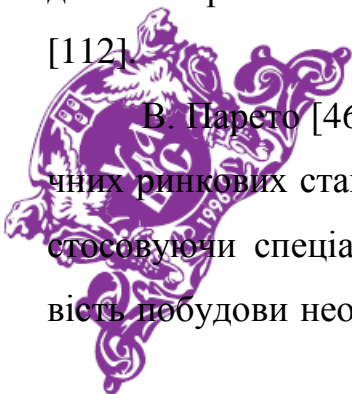


На нашу думку, тільки на основі існування цільового показника ефективного функціонування інвестиційного ринку можливо впроваджувати дієві заходи протидії деструктивним факторам впливу на його діяльність та забезпечувати динамічний поступальний розвиток усіх суб'єктів, що працюють на інвестиційному ринку. Виходячи з цього, нашою метою є моделювання рівноважної позиції інвестиційного ринку.

На інвестиційному ринку точку рівноваги можна визначити за допомогою рівняння, при якому інвестиційний попит дорівнює інвестиційній пропозиції. При цьому виникає ситуація, за якої економічні агенти не відчують дії стимулювальних факторів щодо зміни своєї поведінки [184]. У ринкових умовах така збалансованість досягається за умови рівноважних цін на інвестиції та інвестиційні об'єкти. Врівноваженість цін відбувається за умови функціонування вільно конкурентного інвестиційного ринку. Вирівнювання попиту і пропозиції продовжуватиметься на інвестиційному ринку до того часу, поки не буде досягнуто динамічної рівноваги між цінами на об'єкти інвестицій і інвестиційним капіталом та балансуванням рішень про їх відповідний продаж та купівлю.

Проблематика знаходження точки рівноваги на інвестиційному ринку може розглядатися в розрізі існування двох видів рівноваги: статичного та динамічного. Зокрема, Л. Вальрас [389] формулює концепцію, відповідно до якої рівновага може бути порушена під час виникнення різниці між значеннями попиту і пропозиції, причому новий рівень збалансування буде сформований лише у випадку, коли зростуть інвестиційний капітал, з одного боку, і населення країни – з іншого. А. Сміт і Д. Рікардо наголошували на тому, що порушення рівноваги і зниження загальної ефективності обумовлюється не існуючими недоліками ринкового механізму, а постійним втручанням держави в економіку [112].

В. Парето [46] розглядає динамічні зміни лише як послідовний ряд статичних ринкових станів, враховуючи в моделі граничну корисність товарів та застосовуючи спеціальні технічні коефіцієнти, на основі яких виникає можливість побудови неоднорідної лінійної виробничої залежності та декількох ліній



ринкової рівноваги. Дж. Р. Хікс [350] розширює теорію загальної рівноваги за допомогою врахування впливу відсотків та капіталу.

Модель динамічної рівноваги, введена Дж. Кейнсом [355] та розвинена іншими класиками [193, 276], передбачає існування функціонального зв'язку між факторними змінними і темпами їх зростання (спаду). Так, П. Самуельсон займався розробленням питань існування умов переходу від одного стану економічної рівноваги до іншого.

Згідно з інституціонально-еволюційним підходом точка рівноваги на інвестиційному ринку досягається не лише під впливом інвестиційного попиту, інвестиційної пропозиції та цін, але й залежить від поєднання політичних, соціальних, правових факторів і рівня економічного розвитку, тобто тактичних і стратегічних планів суб'єктів інвестиційного ринку, ступеня розвиненості інститутів інвестиційного ринку, змін в інвестиційній сфері, інформаційної забезпеченості інвестиційного ринку. Наслідком розбіжностей між суб'єктами інвестиційного ринку може стати протиріччя між формальними і неформальними принципами діяльності на ньому, що в кінцевому підсумку призведе до порушення точки рівноваги. У той самий час необхідно зазначити, що в результаті цієї неоднозначності поглядів при прийнятті інвестиційних рішень виникає можливість досягти кількох точок рівноваги на інвестиційному ринку.

Модель рівноваги Дж. Кейнса ґрунтується на припущенні, що майбутні заощадження є функцією від виробництва продукції, яка припадає на одну людину (формула 2.11), а плановані інвестиції – функцією від норми відсотка за облігаціями (формула 2.12) [181].

$$\frac{s}{n} = f\left(\frac{Y}{n}\right), \text{ або } \frac{s}{k} = f\left(\frac{Y}{k}\right) \quad (2.11)$$

де s – гранична схильність до заощадження; Y – обсяг виробництва продукції; n – кількість населення; k – капітал.

$$\rho = r - \pi \quad (2.12)$$



де ρ – реальна ставка; r – номінальна ставка відсотка; π – темп інфляції.

Іншим припущенням є прагнення компаній підтримувати на стабільному рівні коефіцієнт капітал/праця за умови рівності реальної ставки відсотка граничній продуктивності капіталу. Виходячи з цього, плановані інвестиції мають забезпечувати зростання запасу капіталу тими ж темпами, що і зростання населення у країні (формула 2.13).

$$\frac{i}{k} = n', \text{ або } i = kn', \quad (2.13)$$

де i – обсяг інвестицій; n' – темпи зростання населення.

Якщо реальна ставка відсотка є нижчою за граничну продуктивність капіталу, то обсяги інвестування будуть перевищувати рівень s/k , що спонукатиме компанії збільшувати у подальшому коефіцієнт капітал/праця, і навпаки. Отже, функція майбутніх (планованих) інвестицій має такий вигляд (формула 2.14):

$$\frac{i}{k} = n' - f \left[\frac{\partial y}{\partial k} - (r - \pi) \right], f' > 0. \quad (2.14)$$

Функції заощаджень та інвестицій можуть бути подані так (рис. 2.5):

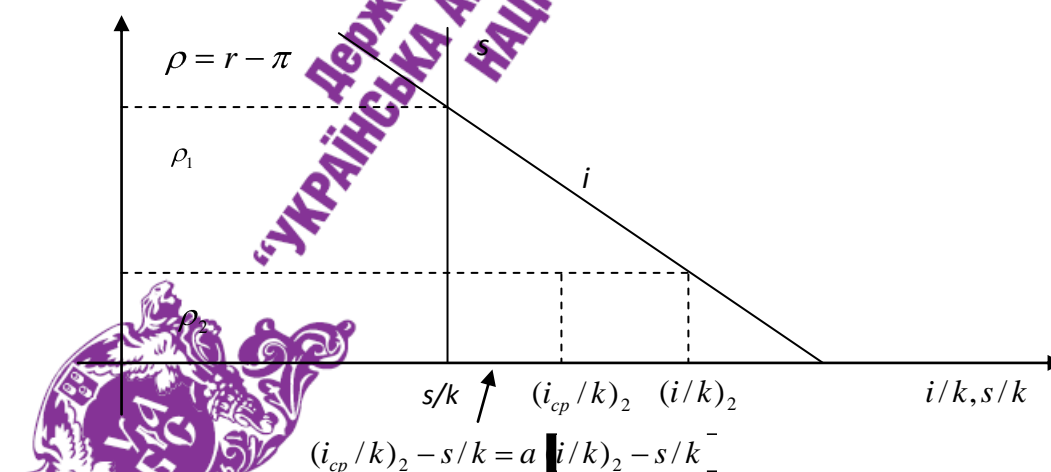


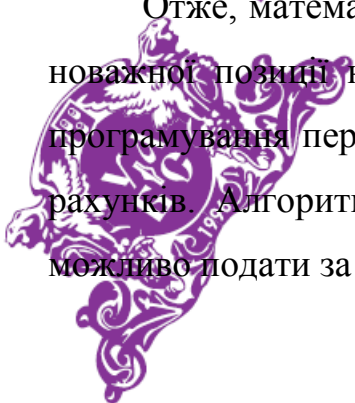
Рисунок 2.5 – Встановлення рівноваги на інвестиційному ринку в контексті збалансування заощаджень та інвестицій

Рівноважна ставка відсотка дорівнює $(r - \pi)_1$, тобто при цьому рівні заощадження та інвестиції є збалансованими. У разі перевищення реальною ставкою відсотка названого рівня на товарному ринку виникає надмірний попит, що характеризується посиленням інфляційних процесів.

Таким чином, визначивши основні теоретичні засади ідентифікації рівноважної позиції інвестиційного ринку, перейдемо до формалізації даного завдання. Перш за все зауважимо, що дослідження задачі моделювання рівноважної позиції інвестиційного ринку запропоновано розглядати на базі застосування можливостей параметричного програмування. Використання даного математичного інструментарію обумовлено можливостями визначити з його допомогою не лише точки рівноваги на інвестиційному ринку, але й запропонувати гнучкий механізм коригування рівноважної позиції шляхом прийняття параметрами функцій попиту і пропозиції відповідних значень. Крім того, необхідно зазначити, що задача параметричного програмування передбачає визначення рівноважної точки на основі лінійного програмування, враховуючи основні показники кількісної характеристики попиту і пропозиції на інвестиційному ринку як параметрів. Так, визначаючи діапазони можливих значень кожного з параметрів окремо або їх співвідношення у певних комбінаціях, можна провести формалізацію таких напрямків дослідження на інвестиційному ринку:

- моделювання рівноважної позиції за рахунок коригування параметрів функції пропозиції;
- здійснення управління ступенем досягнення рівноважного стану на основі варіації параметрів функції попиту.

Отже, математична формалізація зазначених напрямків моделювання рівноважної позиції на інвестиційному ринку на основі задачі параметричного програмування передбачає проведення ряду послідовних етапів та певних розрахунків. Алгоритм моделювання рівноважної позиції інвестиційного ринку можливо подати за допомогою рисунка 2.6.



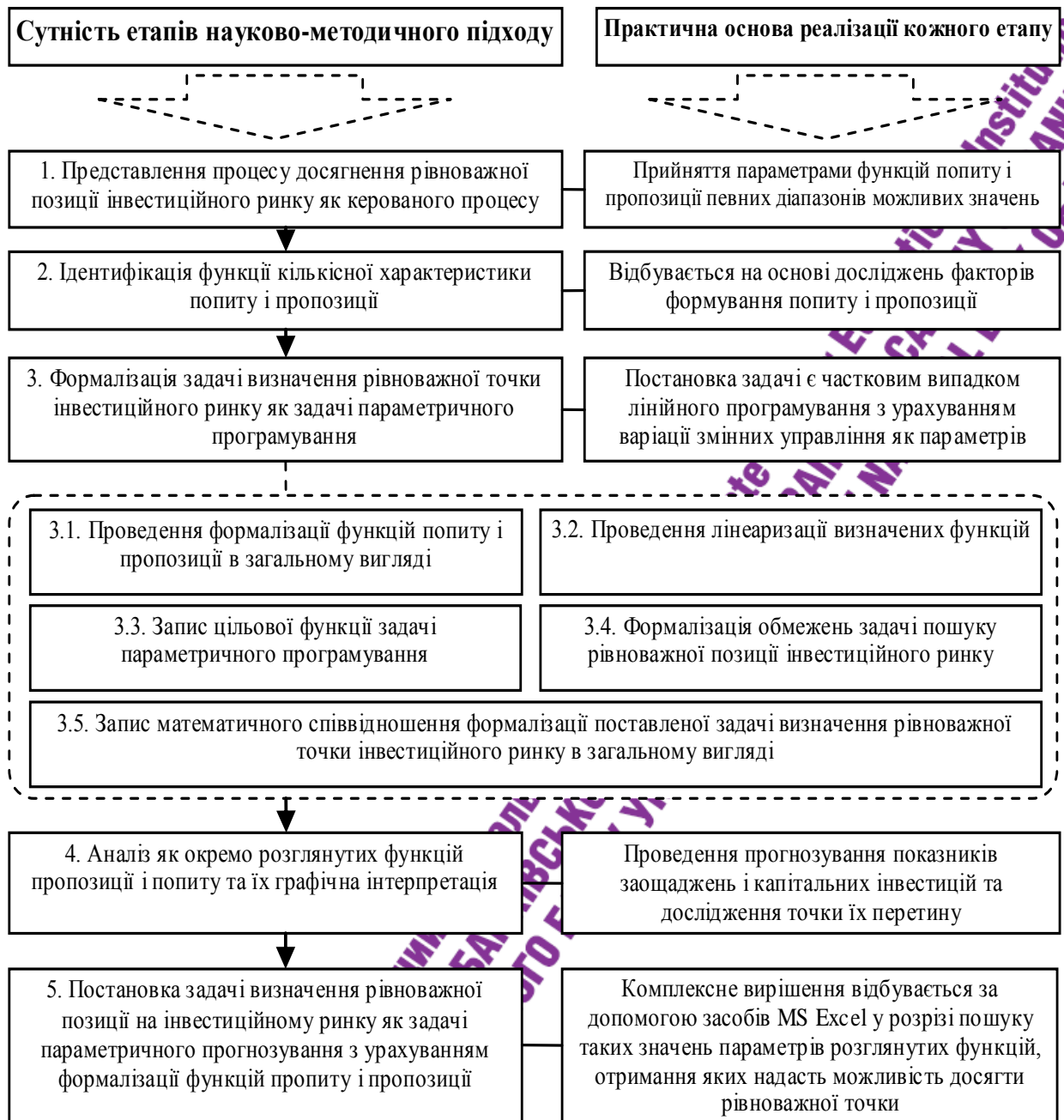


Рисунок 2.6 – Послідовність етапів розроблення науково-методичного підходу до моделювання рівноважної позиції інвестиційного ринку

Розкриємо більш детально сутність кожного з етапів послідовності реалізації науково-методичного підходу до моделювання рівноважної позиції інвестиційного ринку.

По-перше, відбувається представлення процесу досягнення рівноважної позиції інвестиційного ринку як керованого процесу, що передбачає можливість впливу на хід його досягнення як у часі, так і в розмірі визначеної величини.

ни, за рахунок прийняття параметрами функцій попиту і пропозиції певних діапазонів можливих значень.

По-друге, здійснюється побудова або обирається серед існуючих рівнянь функції кількісної характеристики попиту і пропозиції на інвестиційному ринку і визначаються найбільш значущі змінні цих моделей як параметрів управління.

По-третє, проводиться формалізація задачі визначення рівноважної точки інвестиційного ринку як задачі параметричного програмування, враховуючи, що запропонована постановка задачі є частковим випадком лінійного програмування з урахуванням варіації змінних управління як параметрів.

Виходячи з визначених теоретичних положень, математично в загальному вигляді задачу параметричного програмування можна записати так:

$$F = \sum_{j=1}^n (\alpha_j + \beta_j p) x_j \rightarrow \max(\min),$$

$$\begin{cases} \sum_{j=1}^n (a_{ij} + c_{ij} p) x_j = b_i + d_i p, (i = \overline{1; m}), \\ x_j \geq 0, (j = \overline{1; n}), \end{cases} \quad (2.15)$$

де F – функція мети задачі параметричного програмування, що кількісно характеризує рівноважну позицію інвестиційного ринку і є певним співвідношенням функцій пропозиції і попиту; x_j – змінна управління, тобто той чи інший показник визначення попиту чи пропозиції на розглянутому ринку; α_j, β_j – сталі величини, що характеризують ступінь зміни значення цільової функції при варіації як змінної управління, так і параметрів моделі; a_{ij}, c_{ij} – константи, які показують ступінь впливу кожної величини змінної управління на кількісну характеристику обмежень досягнення точки рівноваги на інвестиційному ринку; b_i, d_i – сталі величини, що визначають існуючі нормативно встановлені вимоги щодо рівнів тієї чи іншої змінної управління; $p, p \in \bar{p}; \sigma$ – параметр та діапазон його можливих значень, який описує та надає можливість формалізувати обрані стратегії

досягнення рівноважної позиції (здійснення за рахунок змінних управління функції попиту чи пропозиції).

Проводячи адаптацію наведеної економіко-математичної моделі (формула 2.15) як задачі параметричного програмування до визначення точки рівноваги інвестиційного ринку, зазначимо, що здійснити формалізацію пропонується за такими напрямками:

- моделювання рівноважної позиції за рахунок коригування параметрів функції пропозиції;
- здійснення управління ступенем досягнення рівноважного стану на основі варіації параметрів функції попиту.

Розглянемо спочатку функцію пропозиції і функцію попиту та проміжні розрахунки, проведення яких надає можливість записати задачу визначення точки рівноваги на інвестиційному ринку як задачу параметричного програмування з параметрами як одного чи кількох показників характеристики заощаджень (табл. Б.3).

Паралельно із дослідженням досягнення рівноважної позиції на інвестиційному ринку за рахунок варіації параметрів функції пропозиції актуальності набуває також напрямок вирішення поставленої задачі в межах аналізу змінних управління функції попиту. Отже, математична форма запису даного аспекту дослідження набуває такого вигляду:

$$\begin{aligned}
 L = \ln S(t) - \ln CI(t) - \ln s_0 + \sum_i s_i \ln \left[\frac{1}{1+r_i} (t-t_i) \right] - \ln CI_0 - \\
 - \sum_j (CI_j + \delta_j p) \ln \left[\frac{1}{1+u_j} (t-l_j) \right] \rightarrow 0, \\
 \begin{cases} r_i \geq 0, \\ u_j \geq 0. \end{cases}
 \end{aligned}
 \tag{2.16}$$

По-четверте, здійснюється аналіз як окремо розглянутих функцій пропозиції і попиту, так і прогнозування показників заощаджень і капіта-



льних інвестицій з подальшим дослідженням точки їх перетину. Так, розглянемо функцію пропозиції.

$$S(t) = s_0 \cdot r_1^{s_1}(t-t_1) \cdot r_2^{s_2}(t-t_2) \cdot r_3^{s_3}(t-t_3) \times \\ \times r_4^{s_4}(t-t_4) \cdot r_5^{s_5}(t-t_5) \cdot r_6^{s_6}(t-t_6) \cdot r_7^{s_7}(t-t_7), \quad (2.17)$$

де S – заощадження; r_1 – витрати населення; r_2 – доходи населення; r_3 – обсяг реалізованої промислової продукції (робіт, послуг); r_4 – реальна середня заробітна плата; r_5 – видатки зведеного бюджету; r_6 – М0; r_7 – офіційний курс гривні до долара США.

На основі фактичних даних у розрізі характеристики заощаджень, отриманих за допомогою формули (2.17) з урахуванням специфікації факторних ознак, результати яких наведені в таблиці 2.11, проведемо графічне порівняння зазначених часових рядів на рисунку 2.7.

Таблиця 2.11 – Аналітичні форми залежності факторів формування пропозиції на інвестиційному ринку від часу

Факторна ознака	Рівняння регресії	Коефіцієнт детермінації
Витрати населення	$y = 86956x - 87408$	$R^2 = 0,922$
Доходи населення	$y = 98194x - 109216$	$R^2 = 0,9242$
Обсяг реалізованої промислової продукції	$y = 89664x - 7173,3$	$R^2 = 0,9417$
Реальна середня заробітна плата	$y = -0,9555x + 117,91$	$R^2 = 0,1003$
Видатки зведеного бюджету	$y = 34328x - 35031$	$R^2 = 0,9338$
М0	$y = 20173x - 25965$	$R^2 = 0,9566$
Офіційний курс гривні до долара США	$y = 19,219x + 457,5$	$R^2 = 0,3589$

У рамках четвертого етапу формалізації рівноважної позиції інвестиційного ринку важливого значення набуває дослідження функції попиту, а також її фактичних і прогнозних значень. З метою реалізації зазначеної мети розглянемо аналітичну форму залежності між результативною (рівнем капітальних інвестицій) і факторними ознаками співвідношення кількісної характеристики попиту.

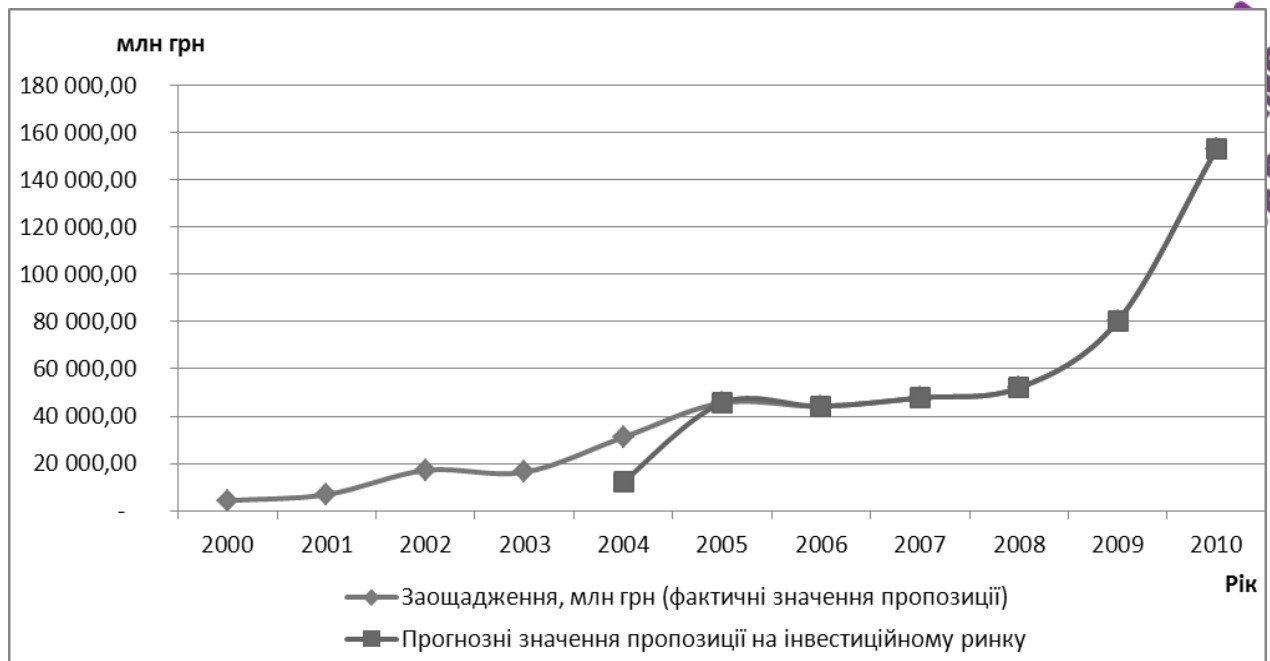


Рисунок 2.7 – Співвідношення динаміки фактичних і прогнозних рівнів пропозиції на інвестиційному ринку

$$\begin{aligned}
 CI(t) = & d_0 \cdot u_1^{d_1}(t-l_1) \cdot u_2^{d_2}(t-l_2) \cdot u_3^{d_3}(t-l_3) \cdot u_4^{d_4}(t-l_4) \times \\
 & \times u_5^{d_5}(t-l_5) \cdot u_6^{d_6}(t-l_6) \cdot u_7^{d_7}(t-l_7) \cdot u_8^{d_8}(t-l_8) \times \\
 & \times u_9^{d_9}(t-l_9) \cdot u_{10}^{d_{10}}(t-l_{10}),
 \end{aligned}
 \tag{2.18}$$

де CI – капітальні інвестиції; u_1 – інвестиції в основний капітал; u_2 – середньозважена ставка за всіма відсотковими інструментами; u_3 – обсяг наданих кредитів; u_4 – дохідність державних цінних паперів на первинному ринку; u_5 – обсяг наукових та науково-технічних робіт, виконаних власними силами організацій (підприємств); u_6 – обсяг фінансування наукових та науково-технічних робіт; u_7 – витрати організацій на виконання власними силами наукових та науково-технічних робіт; u_8 – витрати на фінансування інноваційної діяльності; u_9 – введення в дію нових основних засобів; u_{10} – відсоткова маржа комерційних банків.

Проводячи розрахунок теоретичних значень функції попиту, зазначимо, що основою їх побудови є попереднє визначення регресійних рівнянь, які надають можливість отримати прогнозні значення відповідних факторних ознак

функції (2.18). Наведемо самі рівняння та критерій їх адекватності (коефіцієнт детермінації) в таблиці 2.12.

Таблиця 2.12 – Аналітичні форми залежності факторів формування попиту на інвестиційному ринку від часу

Факторна ознака	Рівняння регресії	Коефіцієнт детермінації
Інвестиції в основний капітал	$y = 19330x - 8446,1$	$R^2 = 0,8115$
Обсяг наданих кредитів	$y = 105047x - 169193$	$R^2 = 0,9005$
Обсяг наукових та науково-технічних робіт, виконаних власними силами організацій (підприємств)	$y = 828,08x + 314,78$	$R^2 = 0,965$
Обсяг фінансування наукових та науково-технічних робіт	$y = 690,02x + 925,72$	$R^2 = 0,9701$
Витрати організацій на виконання власними силами наукових та науково-технічних робіт	$y = 732,35x + 258,13$	$R^2 = 0,9682$
Витрати на фінансування інноваційної діяльності	$y = 904,59x + 489,63$	$R^2 = 0,7414$
Введення в дію нових основних засобів	$y = 16788x - 12178$	$R^2 = 0,9421$
Відсоткова маржа комерційних банків	$y = 31,034x^{-0,71}$	$R^2 = 0,9389$

На основі даних таблиці 2.12 проведемо визначення прогнозних значень рівня капітальних інвестицій на інвестиційному ринку з подальшим порівнянням отриманих значень з фактичними величинами (рис. 2.8).



Рисунок 2.8 – Співвідношення динаміки фактичних і прогнозних рівнів попиту на інвестиційному ринку



Провівши аналіз функцій пропозиції і попиту та надавши їм графічну інтерпретацію, проведемо прогнозування показників заощаджень і капітальних інвестицій з подальшим дослідженням точки їх перетину, тобто рівноважної точки на інвестиційному ринку. Результати розрахунків на основі застосування формул (2.17) і (2.18) наведено на рисунку 2.9.

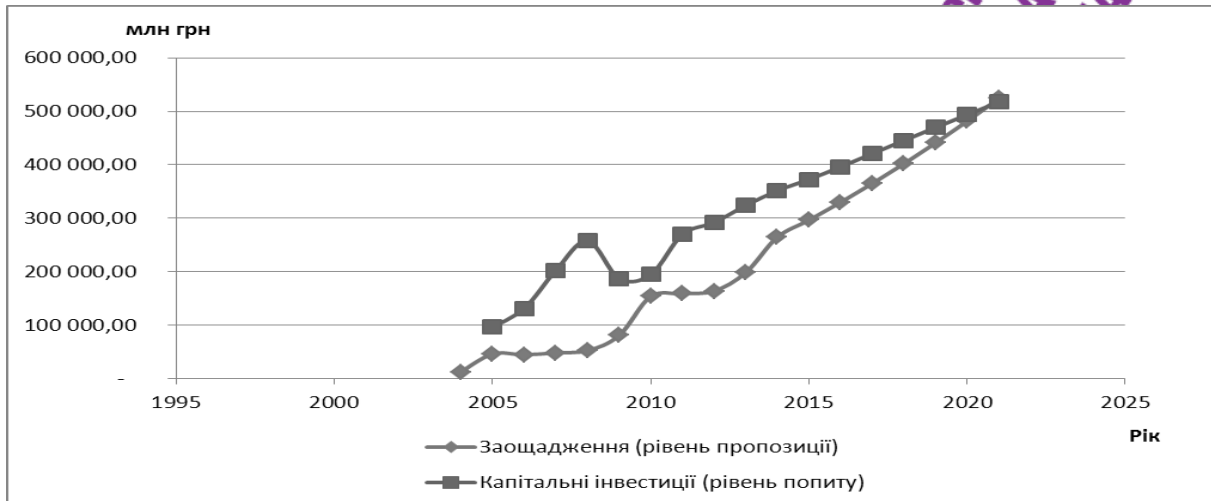


Рисунок 2.9 – Встановлення точки рівноваги на інвестиційному ринку на основі прогнозних даних

Отже, на основі графічного зображення трендів, які описують функцію попиту та пропозиції, можна зробити висновок, що досягнення точки рівноваги на інвестиційному ринку, при збереженні існуючих тенденцій та параметрів його розвитку, відбудеться на рубежі 2020–2021 рр. Зважаючи на той факт, що ймовірно не тільки динаміка розвитку інвестиційного ринку впродовж 9 років кардинально зміниться, але й структура самого ринку значно трансформується у зв'язку з розвитком новітніх технологій, актуальності набуває дослідження можливостей досягнення рівноважного стану в короткостроковому періоді. Виходячи з цього наступний етап реалізації запропонованого науково-методичного підходу буде полягати в наступному.

По-п'яте, здійснюється постановка задачі визначення рівноважної позиції на інвестиційному ринку як задачі параметричного прогнозування з урахуван-

ням формул (2.17) і (2.18) формалізації функцій попиту і пропозиції, а також її комплексне вирішення за допомогою засобів MS Excel в розрізі пошуку таких значень параметрів зазначених функцій, отримання яких надасть можливість досягти рівноважної точки у короткостроковій перспективі (у 2013, 2014 та 2015 роках) за рахунок реалізації обраних управлінських рішень.

Необхідно також зауважити, що досягнення рівноважної позиції інвестиційного ринку може відбуватися за рахунок двох підходів: у першому випадку можливо одночасно проводити коригування усіх параметрів управління функцій попиту або пропозиції, у другому – відбувається управління тільки одним із параметрів, що характеризує ту чи іншу функції. Дана варіативність управління параметрами функціонування інвестиційним ринком надає можливість державним органам влади здійснювати диференційований вплив на його розвиток залежно від загальних напрямків реалізації економічної політики в країні та власних можливостей у тій або іншій сфері господарювання.

Отже, обираючи як параметри формалізації управлінських рішень змінні функції пропозиції, отримаємо таку математичну форму представлення задачі параметричного програмування визначення точки рівноваги на інвестиційному ринку:

– одночасне коригування усіх параметрів управління (формула 2.19):

$$\begin{aligned}
 L = \ln S(t) - \ln CI(t) = & \\
 = 5.60 + (4.86 + c_1 p) \ln \frac{1}{3} (t-3) + (-1.53 + c_2 p) \ln \frac{1}{2} (t-3) + & \\
 + (2.33 + c_3 p) \ln \frac{1}{3} (t-3) + (-2.64 + c_4 p) \ln \frac{1}{4} (t-2) + & \\
 + (-5.25 + c_5 p) \ln \frac{1}{5} (t-3) + (0.91 + c_6 p) \ln \frac{1}{5} (t-3) + & \\
 + (-0.41 + c_7 p) \ln \frac{1}{7} (t-1) - (-0.01) - 0.54 \ln u_1(t) - 0.04 \ln u_2(t-5) - & \\
 - 0.13 \ln u_3(t) - 0.0 \ln 2u_4(t-5) - (-0.56) \ln u_5(t) - (-0.49) \ln u_6(t) - & \\
 - 1.12 \ln u_7(t) - 0.30 \ln u_8(t) - 0.05 \ln u_9(t) - 0.02 \ln u_{10}(t-3) \rightarrow 0, &
 \end{aligned} \tag{2.19}$$

$$\begin{cases} r_i \geq 0, i = \overline{1;7}, \\ u_j \geq 0, j = \overline{1;10}; \end{cases}$$

– проведення коригування одного з параметрів функції пропозиції (на прикладі варіації витрат населення) набуває вигляду (формула 2.20):



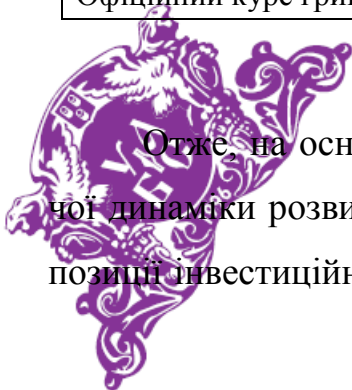
$$\begin{aligned}
L &= \ln S(t) - \ln CI(t) = \\
&= 5.60 + (4.86 + c_1 p) \ln \left[\frac{1}{2} (t-3) \right] - 1.53 \ln \left[\frac{1}{2} (t-3) \right] + 2.33 \ln \left[\frac{1}{2} (t-3) \right] - \\
&- 2.64 \ln \left[\frac{1}{4} (t-2) \right] - 5.25 \ln \left[\frac{1}{5} (t-3) \right] + 0.91 \ln \left[\frac{1}{5} (t-3) \right] - \\
&- 0.41 \ln \left[\frac{1}{7} (t-1) \right] - (-0.01) - 0.54 \ln u_1(t) - 0.04 \ln u_2(t-5) - \\
&- 0.13 \ln u_3(t) - 0.0 \ln 2u_4(t-5) - (-0.56) \ln u_5(t) - (-0.49) \ln u_6(t) - \\
&- 1.12 \ln u_7(t) - 0.30 \ln u_8(t) - 0.05 \ln u_9(t) - 0.02 \ln u_{10}(t-3) \rightarrow 0, \\
&\begin{cases} r_i \geq 0, i = \overline{1;7}, \\ u_j \geq 0, j = \overline{1;10}. \end{cases}
\end{aligned} \tag{2.20}$$

Таким чином, обираючи як параметри усі змінні функції пропозиції і використовуючи постановку задачі параметричного програмування (2.19), визначимо, досягнення яких значень кожного з показників зазначеної функції відповідно до їх лагів у 2012, 2013 та 2014 роках необхідне для отримання рівноважної точки інвестиційного ринку у 2015 році. Результати застосування можливостей «Пошуку рішення» MS Excel в розрізі вирішення поставленого завдання як задачі лінійного програмування наведено в таблиці 2.13.

Таблиця 2.13 – Досягнення точки рівноваги на інвестиційному ринку в 2015 році за рахунок одночасного коригування змінних управління функції пропозиції, %

Показник	Рік внесення змін		
	2012	2013	2014
Витрати населення	$1,51 \cdot 10^{-7}$		
Доходи населення	$3,78 \cdot 10^{-8}$		
Обсяг реалізованої промислової продукції (робіт, послуг)	$5,87 \cdot 10^{-8}$		
Реальна середня заробітна плата		8,34	
Видатки зведеного бюджету	$1,05 \cdot 10^{-6}$		
M0	$5,52 \cdot 10^{-7}$		
Офіційний курс гривні до долара США			-0,02

Отже, на основі даних таблиці 2.13 справедливо зазначити, що за існуючої динаміки розвитку основних параметрів, що характеризують функцію пропозиції інвестиційного ринку в 2012 р., для досягнення рівноважної позиції ін-



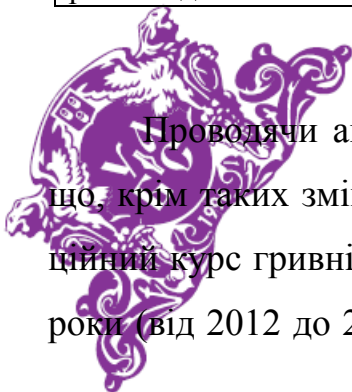
вестиційного ринку такі показники, як витрати населення, доходи населення, обсяг реалізованої продукції, видатки зведеного бюджету та грошовий агрегат М0, повинні зрости на дуже незначний відсоток, тобто темп їх приросту необхідно скоригувати на мінімальні значення (від $5,87 \cdot 10^{-8}\%$ до $1,05 \cdot 10^{-6}\%$). У свою чергу, вже в наступному 2013 р. зростання реальної заробітної плати повинно збільшитися порівняно з 2011 р. на 8,34%.

У свою чергу, досягнення перетину функцій пропозиції і попиту на інвестиційному ринку можливе також при коригуванні кожного з параметрів функції пропозиції окремо. У цьому випадку значно розширюються можливості та гнучкість прийняття управлінських рішень щодо корегування параметрів формування функції пропозиції, оскільки передбачається досягнення рівноважної позиції як у 2013, 2014, так і у 2015 роках за рахунок відповідної зміни факторних ознак моделі. Отримані в межах зазначеного дослідження результати наведемо в таблиці 2.14.

Таблиця 2.14 – Досягнення точки рівноваги на інвестиційному ринку за рахунок почергового коригування змінних управління функції пропозиції, %

Показник	Рік досягнення точки рівноваги		
	2013	2014	2015
Витрати населення			4,84 (2012)
Доходи населення			13,96 (2012)
Обсяг реалізованої промислової продукції (робіт, послуг)			10,34 (2012)
Реальна середня заробітна плата		10,25 (2012)	8,34 (2013)
Видатки зведеного бюджету			4,28 (2012)
М0			28,60 (2012)
Офіційний курс гривні до долара США	-69,82 (2012)	-50,07 (2013)	-42,84 (2014)
Примітка. У дужках зазначено рік, в якому досягнення зазначеного перед дужками рівня надасть можливість забезпечити точку рівноваги на інвестиційному ринку			

Проводячи аналіз даних, наведених у таблиці 2.14, доцільно зауважити, що, крім таких змінних управління, як реальна середня заробітна плата та офіційний курс гривні до долара США, коригування всіх інших параметрів у різні роки (від 2012 до 2014 року) приведе до досягнення рівноважного стану інвес-



тиційного ринку не раніше 2015 р. Крім того, необхідно зазначити, що для даних двох змінних з кожним наступним роком значення, на яке необхідно здійснити коригування, зменшується. Як і в попередньому випадку, для управління всіма змінними в даному випадку зменшення потребує тільки офіційний курс гривні до долара США, усі інші показники вимагають значного збільшення.

У той самий час, обираючи як параметри формалізації управлінських рішень змінні функції попиту, отримуємо таку математичну форму представлення задачі параметричного програмування визначення точки рівноваги на інвестиційному ринку:

– одночасне коригування усіх параметрів управління (формула 2.21):

$$\begin{aligned}
 L &= \ln S(t) - \ln CI(t) = \\
 &= 5.60 + 4.86 \ln \frac{1}{4} (t-3) - 1.53 \ln \frac{1}{2} (t-3) + 2.33 \ln \frac{1}{8} (t-3) - \\
 &- 2.64 \ln \frac{1}{4} (t-2) - 5.25 \ln \frac{1}{5} (t-3) + 0.91 \ln \frac{1}{5} (t-3) - \\
 &- 0.41 \ln \frac{1}{7} (t-1) - (-0.01) + (0.54 + \delta_1 p) \ln u_1(t) + \\
 &+ (0.04 + \delta_2 p) \ln u_2(t-5) + (0.13 + \delta_3 p) \ln u_3(t) + \\
 &+ (0.02 + \delta_4 p) \ln u_4(t-5) + (-0.56 + \delta_5 p) \ln u_5(t) + \\
 &+ (-0.49 + \delta_6 p) \ln u_6(t) + (1.12 + \delta_7 p) \ln u_7(t) + \\
 &+ (0.30 + \delta_8 p) \ln u_8(t) + (0.05 + \delta_9 p) \ln u_9(t) + \\
 &+ (0.02 + \delta_{10} p) \ln u_{10}(t-3) \rightarrow 0, \\
 &\begin{cases} r_i \geq 0, i = \overline{1;7}, \\ u_j \geq 0, j = \overline{1;10}; \end{cases}
 \end{aligned} \tag{2.21}$$

– проведення коригування одного з параметрів функції попиту (на прикладі варіації інвестицій в основний капітал) набуває вигляду (формула 2.22):

$$\begin{aligned}
 L &= \ln S(t) - \ln CI(t) = \\
 &= 5.60 + 4.86 \ln \frac{1}{4} (t-3) - 1.53 \ln \frac{1}{2} (t-3) + 2.33 \ln \frac{1}{8} (t-3) - \\
 &- 2.64 \ln \frac{1}{4} (t-2) - 5.25 \ln \frac{1}{5} (t-3) + 0.91 \ln \frac{1}{5} (t-3) - \\
 &- 0.41 \ln \frac{1}{7} (t-1) - (-0.01) + (0.54 + \delta_1 p) \ln u_1(t) + \\
 &+ 0.04 \ln u_2(t-5) + 0.13 \ln u_3(t) + 0.02 \ln u_4(t-5) - 0.56 \ln u_5(t) - \\
 &- 0.49 \ln u_6(t) + 1.12 \ln u_7(t) + 0.30 \ln u_8(t) + 0.05 \ln u_9(t) + \\
 &+ 0.02 \ln u_{10}(t-3) \rightarrow 0, \\
 &\begin{cases} r_i \geq 0, i = \overline{1;7}, \\ u_j \geq 0, j = \overline{1;10}. \end{cases}
 \end{aligned} \tag{2.22}$$

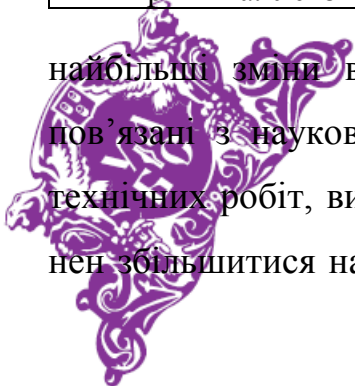
Аналогічно описаному вище підходу в розрізі коригування параметрів функції пропозиції проведемо зміну показників попиту. Зазначимо, що, намагаючись досягти точку рівноваги на інвестиційному ринку в 2015 році, було виявлено, що коригування двох змінних (середньозважена ставка за всіма відсотковими інструментами та дохідність державних цінних паперів на первинному ринку) не дає можливості в зазначений період вийти на перетин попиту і пропозиції. У розрізі аналізу інших параметрів отримані результати відображені в таблиці 2.15.

На основі даних, наведених в таблиці 2.15, можна зробити висновок, що з метою досягнення рівноважної позиції на інвестиційному ринку України в 2015 р.

Таблиця 2.15 – Досягнення точки рівноваги на інвестиційному ринку в 2015 році за рахунок одночасного коригування змінних управління функції попиту, %

Показник	Рік внесення змін
	2015
Інвестиції в основний капітал	0,01
Середньозважена ставка за всіма відсотковими інструментами	–
Обсяг наданих кредитів	$1,00 \cdot 10^{-4}$
Дохідність державних цінних паперів на первинному ринку	–
Обсяг наукових та науково-технічних робіт, виконаних власними силами організацій (підприємств)	5,36
Обсяг фінансування наукових та науково-технічних робіт	6,02
Витрати організації на виконання власними силами наукових та науково-технічних робіт	13,70
Витрати на фінансування інноваційної діяльності	2,34
Введення в дію нових основних засобів	$1,04 \cdot 10^{-3}$
Відсоткова маржа комерційних банків	–
Примітка. Усі з наведених змінних управління потребують коригування в 2012 р.	

найбільші зміни в 2012 р. повинні відбуватись з усіма показниками, що пов'язані з науково-технічними роботами. Так, обсяг наукових та науково-технічних робіт, виконаних власними силами організацій (підприємств), повинен збільшитися на 5,36%, обсяг фінансування наукових та науково-технічних



робіт – на 6,02%, а витрати організацій на виконання власними силами наукових та науково-технічних робіт відповідно на 13,7%. Коригування всіх інших досліджуваних змінних управління повинно здійснюватися на рівні менше ніж 2,5%.

Паралельно з цим, проводячи підбір діапазону можливих значень кожного окремо взятого параметра функції попиту з метою досягнення точки рівноваги на інвестиційному ринку в 2013, 2014 або 2015 роках, отримаємо результати, наведені в таблиці 2.16.

Таким чином, у будь-якому випадку державним органам влади необхідно проводити активну політику щодо стимулювання проведення науково-технічних робіт суб'єктами господарювання та інноваційної діяльності, оскільки саме за рахунок коригування кожного окремого показника можливо досягти рівноважного стану інвестиційного ринку.

Таблиця 2.16 – Досягнення точки рівноваги на інвестиційному ринку за рахунок почергового коригування змінних управління функції попиту, %

Показник	Рік досягнення точки рівноваги		
	2013 (2012)	2014 (2013)	2015 (2014)
Інвестиції в основний капітал	60,02 (2012)	41,22 (2013)	34,82 (2014)
Середньозважена ставка за всіма відсотковими інструментами	*		
Обсяг наданих кредитів	–**	–	–
Дохідність державних цінних паперів на первинному ринку	–	–	–
Обсяг наукових та науково-технічних робіт, виконаних власними силами організацій (підприємств)	140,27 (2012)	66,22 (2013)	50,57 (2014)
Обсяг фінансування наукових та науково-технічних робіт	172,56 (2012)	78,83 (2013)	59,69 (2014)
Витрати організацій на виконання власними силами наукових та науково-технічних робіт	35,64 (2012)	22,54 (2013)	18,59 (2014)
Витрати на фінансування інноваційної діяльності		61,67 (2013)	53,80 (2014)
Введення в дію нових основних засобів	–	–	–
Відсоткова маржа комерційних банків	–	–	–
Примітка. У дужках зазначається рік, в якому досягнення зазначеного перед дужками рівня надасть можливість забезпечити точку рівноваги на інвестиційному ринку: * – даний параметр не підлягає коригуванню внаслідок лага в розмірі більше ніж 3 періоди порівняно з результативною ознакою; ** – зміна даного параметра не дає можливості отримати рівноважну точку у 2013, 2014 або 2015 році.			

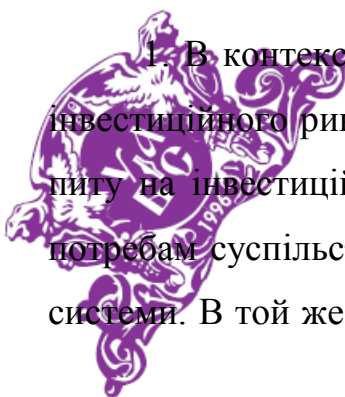
Поряд із цим значення, на яке повинні збільшитися такі показники, як інвестиції в основний капітал, обсяг наукових та науково-технічних робіт, виконаних власними силами організацій, обсяг фінансування наукових та науково-технічних робіт, витрати організацій на виконання власними силами наукових та науково-технічних робіт та витрати на фінансування інноваційної діяльності, становить у середньому 64%. Тобто якщо буде прийняте рішення стосовно досягнення рівноважного стану інвестиційного ринку за рахунок змінних управління функцією попиту, то державним органам влади, вже починаючи з 2012 р., необхідно проводити дієву та ефективну політику в межах інфраструктурної перебудови вітчизняної економіки та направлення її на інноваційний шлях розвитку.

Управління всіма іншими параметрами, які описують функцію попиту, є неможливим, виходячи зі специфіки отриманих результатів досліджуваної економіко-математичної моделі.

Таким чином, справедливо зробити висновок, що запропонований науково-методичний підхід до моделювання рівноважної позиції інвестиційного ринку розширює інструментарій, за допомогою якого державні органи влади мають можливість досягти необхідного результату, та надає можливість проводити ідентифікацію кількісних характеристик ступеня використання кожного зі способів впливу на результативний показник та визначати їх напрямок.

Висновки до 2 розділу

1. В контексті дослідження стратегічних аспектів розвитку кон'юнктури інвестиційного ринку України з'ясовано, що штучна підтримка надмірного попиту на інвестиційному ринку, який не відповідає реальним заощадженням і потребам суспільства, за певних умов здатна призвести до колапсу фінансової системи. В той же час, його дефіцит також є згубним для конкурентоспромож-

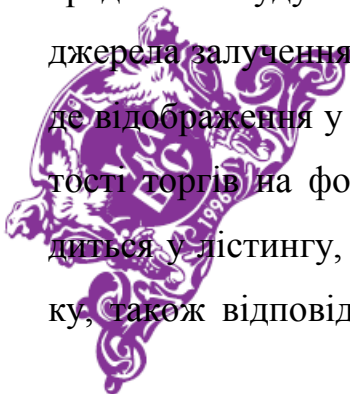


ності національної економіки, оскільки свідчить, що суб'єкти, які відчують дефіцит капіталу, переорієнтовуються на його залучення на ринках інших країн.

2. Побудова адекватної моделі формалізації залежності загальної величини попиту на інвестиційному ринку України від найбільш релевантних факторів його формування потребує врахування: 1) тенденцій розвитку інвестиційного ринку в цілому, а не його окремих сегментів; 2) специфіки відтворювальних процесів у реальному секторі вітчизняної економіки; 3) циклічності у розвитку економічних відносин в Україні; 4) не потенційного, а реального попиту.

3. Практичні розрахунки, проведені на основі цієї моделі щодо прогнозування рівня попиту на інвестиційному ринку України на термін до 2021 р., дозволили виявити, що при прийнятті його рівня в 2010 р. за базу порівняння, прогнозований приріст складе: в 2011 р. – 38,62%; в 2012 р. – 50,13%; в 2013 р. – 66,56%; в 2014 р. – 80,83%; в 2015 р. – 91,65%; в 2016 р. – 103,75% тощо.

4. Виявлено, що вплив ряду індикаторів, які традиційно вважаються науковцями та експертами-практиками значущими чинниками його формування, виявився незначущим саме для вітчизняного ринку. Так, зокрема, це стосується індексу цін на інвестиції в основний капітал, зростання якого обумовлює знецінення інвестиційного капіталу, а відповідно, і зменшення реальної вартості доходу, який необхідно сплатити інвестору за користування його фінансовими ресурсами. До складу таких показників потрапила і ставка кредитування, яка традиційно вважається фактором впливу на інтенсивність перерозподільних процесів між донорами та реципієнтами інвестиційних ресурсів та характеристикою активності позичальників на інвестиційному ринку (високі ставки за кредитами будуть стимулювати потенційних позичальників шукати дешевші джерела залучення коштів або згортати свою інвестиційну діяльність, що знайде відображення у скороченні інвестиційного попиту). Зростання загальної вартості торгів на фондовій біржі та ринкової капіталізації компаній, що знаходиться у лістингу, як основних індикаторів динаміки розвитку фондового ринку, також відповідно до теорії формування попиту на інвестиційному ринку,

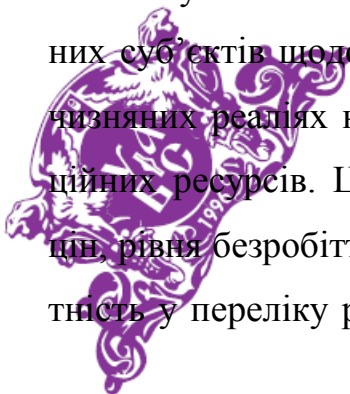


мало би приводити до його збільшення, але в Україні не суттєво впливає на активізацію інвестиційних процесів. Незначущим виявився також і вплив на рівень попиту на інвестиційному ринку України облікової ставки НБУ, кількості податків в країні, відношення нематеріальних активів до матеріальних.

5. Результатом реалізації запропонованої моделі є визначені в роботі лаги впливу окремих факторів формування попиту на інвестиційному ринку України. Так, наприклад, прогнозуючи попит на 2013 р., слід орієнтуватися на прогнозні дані на цей рік – щодо обсягів інвестицій в основний капітал, кредитів, виконання та фінансування наукових розробок та інновацій; на дані трьохрічної давнини (тобто за 2010 р.) – щодо відсоткової маржі банків; на дані п'ятирічної давнини (тобто за 2008 р.) – щодо середньозваженої ставки за всіма відсотковими інструментами та доходності державних цінних паперів на первинному ринку. Це складає наукове підґрунтя для коригування учасниками інвестиційного ринку України власних інвестиційних стратегій, а також для застосування державою ряду упереджувальних заходів щодо підтримання бажаного рівня попиту на інвестиційному ринку.

6. Здійснено моделювання рівня пропозиції на інвестиційному ринку України. В якості результативного критерію обрано рівень заощаджень в економіці, оскільки саме він характеризує ту частину вільних ресурсів, яка потенційно може бути інвестована. Автором узагальнено статистичну інформацію за 2000-2010 рр. щодо динаміки зміни рівня заощаджень, а також факторів, які визначено ним як найбільш релевантні чинники формування пропозиції на інвестиційному ринку України.

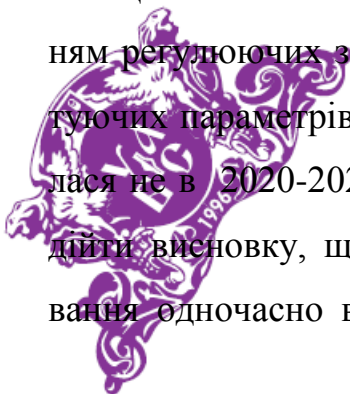
7. З'ясовано, що ряд факторів, які виходячи з теоретичних постулатів, мають суттєво впливати на обсяги заощаджень, а також на рішення економічних суб'єктів щодо міжчасового розподілу споживання та інвестування, у вітчизняних реаліях не є значущими чинниками формування пропозиції інвестиційних ресурсів. Це стосується, зокрема, середньорічного індексу споживчих цін, рівня безробіття та загального податкового навантаження на бізнес. Відсутність у переліку релевантних факторів облікової ставки НБУ та середньозва-



женої ставки за всіма відсотковими інструментами ще раз підтвердило тезу про неефективність функціонування в Україні процентного каналу трансмісійного монетарного механізму перетворення заощаджень в інвестиції. Незважаючи на банкоцентричність фінансового ринку в цілому та ІР зокрема, обсяг депозитів та відсоткові ставки по ним також не можна сьогодні вважати фактором впливу на прийняття економічними суб'єктами рішення про заощадження. Побудована модель дозволила спрогнозувати рівень пропозиції на ІР України до 2021 р. (у % до рівня 2010 р.), наприклад: в 2013 р. – 197988,98 млн. грн. (129,10%), в 2014 р. – 264303,07 млн. грн. (172,34%), в 2015 р. – 296105,39 млн. грн. (193,08%) тощо.

8. На основі балансування попиту та пропозиції відбувається встановлення рівноважної ціни на інвестиційні ресурси, яка відображає реальний стан розвитку інвестиційного ринку і є сигналом для потенційних інвесторів та емітентів щодо доцільності та можливої результативності їх діяльності на цьому ринку. Для визначення точки рівноваги на інвестиційному ринку України автором запропоновано використовувати апарат лінійного параметричного програмування, оскільки він дозволяє коригувати розрахунки при відповідних змінах окремих складових функцій попиту та пропозиції. На основі даних щодо основних характеристик попиту та пропозиції на інвестиційному ринку України за 2000-2011 рр. автором встановлено, що при збереженні тих тенденцій у розвитку кон'юнктури інвестиційного ринку України, які мали місце за цей період, точка рівноваги може бути досягнута лише на рубежі 2020-2021 рр.

9. За допомогою застосування апарату лінійного параметричного програмування визначено значення, які мають досягти окремі фактори попиту та пропозиції на інвестиційному ринку з урахуванням часових лагів між застосуванням регулюючих заходів та відповідним «відгуком» на ці зміни з боку результатуючих параметрів для того, щоб рівновага на інвестиційному ринку встановилася не в 2020-2021 рр., а значно раніше. Результати дослідження дозволяють дійти висновку, що найбільш реалістичним автор вважає здійснення коригування одночасно всіх керованих параметрів попиту або пропозиції, оскільки



інший шлях (коригування лише одного з параметрів) потребує дуже значних змін, більшість з яких є недосяжними в сучасних умовах розвитку інвестиційного ринку України. При такому сценарії точка рівноваги буде досягнута в 2015 р., але це потребує хоч і незначних (особливо – щодо витрат та доходів населення, обсягу реалізованої промислової продукції, видатків зведеного бюджету, готівкових коштів в обігу, інвестицій в основний капітал, обсягу наданих кредитів та введення в дію нових основних засобів), але щорічних змін у заходах державного регулювання кон'юнктури інвестиційного ринку. Розраховані автором відсотки, на які слід скоригувати відповідний фактор формування попиту та пропозиції на інвестиційному ринку України від його початкового рівня для досягнення бажаних змін у моменті настання точки рівноваги, можуть бути використані на практиці як кількісні індикатори (за обсягами та часом) цільових орієнтирів, що встановлюються при реалізації національних програм соціально-економічного та інвестиційного розвитку України.

Основні положення даного розділу роботи викладені автором в [132, 136, 144, 148, 149, 154, 155, 160].



РОЗДІЛ 3

КОНЦЕПТУАЛЬНІ ЗАСАДИ ФОРМУВАННЯ СТРАТЕГІЇ РОЗВИТКУ КОНКУРЕНТНОГО СЕРЕДОВИЩА НА ІНВЕСТИЦІЙНОМУ РИНКУ УКРАЇНИ

3.1 Аналіз поточних тенденцій у розвитку основних суб'єктів конкурентних відносин на інвестиційному ринку України

Пропонуємо розпочати аналіз поточних тенденцій у розвитку основних суб'єктів конкурентних відносин на інвестиційному ринку України з банків як доміантних посередників. Як було визначено раніше, банки виконують цілий комплекс визначальних інвестиційних завдань: від кредитування розширення виробничих потужностей підприємств реального сектору до надання професійних інвестиційних консультацій фізичним особам. При цьому вони залишаються ключовим інститутом мобілізації і трансформації фінансових активів, володіючи більшим обсягом інвестиційного інструментарію порівняно з установами парабанківської системи.

Оцінка відношення банківських активів та активів фінансових установ парабанківської системи України свідчить про домінуючу роль банків як інвестиційних посередників (табл. 3.1), що в першу чергу пояснюється низьким рівнем користування населення фінансовими послугами та недовірою до фінансової системи в цілому. Найбільшими учасниками ринку небанківських послуг в Україні традиційно залишаються страхові компанії, активи яких є певною мірою зіставними з активами банків. Таким чином, доцільним вважаємо аналіз впливу банків на кон'юнктуру інвестиційного ринку та стан інвестиційного середовища в цілому.



Таблиця 3.1 – Співвідношення активів банків та небанківських фінансових установ України в 2004–2011 роках

Показник	Рік							
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Співвідношення активів банків та небанківських фінансових установ (страхові компанії, недержавні пенсійні фонди, кредитні спілки, фінансові компанії)	6,53	9,00	10,97	12,62	20,08	16,55	16,67	21,05
Співвідношення активів банків та страхових компаній	6,71	10,66	14,18	18,61	22,09	20,81	20,83	23,30

Як бачимо, роль банківської системи впродовж післякризового періоду продовжувала зростати, про що свідчить зростання названого співвідношення з 16,5 у 2009 році до 21,0 у 2011-му. Не останню роль у цьому зіграла активна політика регулятора щодо підтримки банківської ліквідності та забезпечення розширення кредитно-депозитної діяльності.

У рамках узагальненої оцінки діяльності вітчизняних банків слід зазначити, що за останні роки спостерігалось поступове зниження обсягів банківського кредитування. Так, якщо у 2005 році темпи зростання кредитного портфеля вітчизняних банків становили 61,0%, у 2006 р. – 72,0%, у 2007 р. – 80,0%, то у 2008 р. – вже 63,0%, а у 2009 р. відбулося значне падіння показника до рівня близько 6,0%. Разом з тим у 2010 р. мало місце певне відновлення і показник підвищився на 1,0% [263].

Лише у 2011 році спостерігалось відчутне зростання кредитів, наданих резидентам: на 9,4% до 801,8 млрд грн за підсумками періоду. Такий приріст був пов'язаний зі зростанням обсягу позик, номінованих у гривні (на 21,0%). Зростання кредитного ринку відбулося у першу чергу за рахунок збільшення надання позик сектору нефінансових корпорацій з відповідним річним приростом майже на 15,0%. Порівняно з 2010 роком вартість кредитів (без урахування овердрафту), наданих зазначеному сектору, скоротилася на 0,6 відсоткових пунктів – до 12,8% річних. Індикатором активізації кредитної підтримки резидентів було також зростання пропозиції нових кредитів. Обсяги угод за новими по-



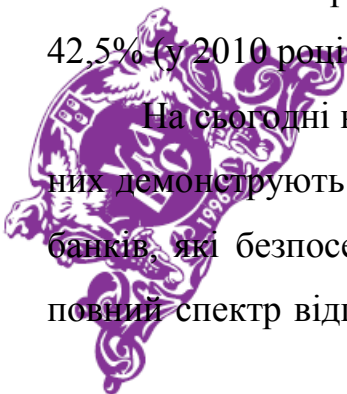
зиками за 12-місячними агрегованими даними у грудні 2011 року були на 18,1% вищими за той самий показник 2010 року.

У докризові роки банки України демонстрували позитивний фінансовий результат: 2005 р. – 2,1 млрд грн, 2006 р. – 4,1 млрд грн, 2007 р. – 6,6 млрд грн, 2008 р. – 7,3 млрд грн. Однак впродовж 2009 р. фінустанови зазнали значних фінансових втрат у розмірі 38,5 млрд грн, а у 2010 р. – 13,0 млрд грн [263]. За 2011 р. фінансовий результат 143 вітчизняних банків, за даними АУБ [246], також був від'ємним (2,8 млрд грн збитків). Незважаючи на це, слід підкреслити, що збитки фінансових установ були значно меншими, ніж за два попередні роки. Зазначені тенденції свідчать про поступовий вихід вітчизняної економіки з кризи та поживлення інвестиційних вкладень з боку резидентів.

Традиційним недоліком кредитної діяльності банків за цільовими вкладеннями є переважання надання позик на поточну діяльність. Не є винятком і 2010–2011 роки, коли внаслідок зниження темпів кредитування інвестиційної діяльності частка зазначеного виду кредитів у загальній структурі залишків за позиками, наданими сектору нефінансових корпорацій, була спрямована на зростання (впродовж 2010 року – на 2,1 відсоткових пункти, в тому числі у грудні – на 0,1 відсотковий пункт – до 83,0%; впродовж 2011 року – на 1,2 відсотковий пункт до рівня 84,1%).

У 2011 році за строками користування найбільше зростання продемонстрували позики на строк до 1 року – на 20,7%, найменше – за кредитами від 1 року до 5 років – на 9,1%. Наслідком стала зміна строкової структури кредитних операцій банків. Питома вага залишків за кредитами терміном до 1 року збільшилася на 2,1 відсоткового пункту – до 43,7%. Відповідно частка залишків за позиками з терміном кредитування від 1 року до 5 років зменшилася до 42,5% (у 2010 році їхня питома вага була найбільшою і становила 44,7%).

На сьогодні в Україні зареєстровано 176 діючих банків, однак лише 20% з них демонструють активність у сфері корпоративного фінансування, а кількість банків, які безпосередньо кредитують підприємства різних галузей і надають повний спектр відповідних послуг, є ще меншою. У 2010 році агресивну пози-



цію на ринку України зайняли російські фінансові установи, які здійснюють кредитування більшості великих компаній у центральному і східному регіонах країни.

Вітчизняні кредитні установи в умовах посткризового розвитку економіки пропонують такі кредитні продукти, як фінансування оборотного капіталу (строком на один-два роки), проекти інвестицій в основні виробничі фонди та довгострокове кредитування (як правило, до трьох років). Провідні сектори економіки – реципієнти фінансових ресурсів за програмами корпоративного кредитування: харчова промисловість, машинобудування, сільське господарство, транспорт (крім залізничного, авіаліній, морських портів та транспорту), роздрібна торгівля, фармацевтика, целюлозно-паперова промисловість, ІТ-технології, телекомунікації, фінансові вкладення у будівництво торговельно-розважальних центрів та готельних комплексів [308].

Початок 2011 року ознаменувався покращенням кон'юнктури на ринку корпоративного кредитування. Як зазначають експерти, комерційні банки мають потужне фондування, що в першу чергу характеризує діяльність фінустанов з іноземним капіталом. Додатковим стимулювальним фактором є зниження відсоткових ставок за кредитами, починаючи з листопада-грудня 2010 року: на сьогодні корпоративні кредити в гривні можна отримати під 16–17% річних [308].

За термінами користування найбільше зростання у річному обчисленні спостерігалось за кредитами, наданими на строк більше 5 років – на 21,8%, найменше – за кредитами строком до 1 року – на 4,5%. Це вплинуло на зміну строкової структури кредитних вкладень. Частка залишків за кредитами строком до 1 року знизилася на 1,5 відсоткового пункту – до 41,6% з відповідним зростанням питомої ваги кредитів, наданих на строк більше 5 років – до 13,7%. Кредити із терміном погашення від 1 року до 5 років за рік збільшилися на 8,5%, а їх частка порівняно з минулим роком не змінилась і становила 44,7% [27].



Перевага банками надавалася кредитуванню підприємств торгівлі (34,8% від загального обсягу залишків за кредитами сектору нефінансових корпорацій), переробної промисловості (24,3%). Саме цими видами економічної діяльності у 2010 році було забезпечено 65,4% загального приросту заборгованості за кредитами, наданими нефінансовим корпораціям [27].

Динаміку довгострокового банківського кредитування як одного з ключових параметрів розвитку інвестиційного ринку можна відобразити таким чином (рис. 2.5).



Рисунок 3.1 – Динаміка довгострокових кредитів та їх питомої ваги в активах банку (складено на основі [28])

Як бачимо, частка довгострокових кредитів у чистих активах банківських установ упродовж досліджуваного періоду відчутно зросла та становила більш ніж половину кредитного портфеля у 2009 році. З першого погляду це може свідчити про розширення інвестиційної пропозиції з боку банків та підтримку відновлення капітальних об'єктів реального сектору економіки тощо. Однак вияви макроекономічної нестабільності, породжені фінансовою кризою, не дозволили багатьом підприємствам вчасно і повною мірою повертати отримані позички, що, у свою чергу, викликало необхідність пролонгації раніше наданих короткострокових кредитів.

Поряд із накопиченням залишків за кредитами, розміщеними у секторі нефінансових корпорацій, впродовж 2010 року відбувалось і зростання залишків за простроченими кредитами до рівня 65,5 млрд грн. У тому ж періоді їх абсолютний приріст становив 13,2 млрд грн (у попередньому році – на 42,0 млрд грн) і був зумовлений збільшенням обсягу прострочених кредитів як у національній (на 3,4 млрд грн), так і в іноземній (майже на 10,0 млрд грн) валютах. Питома вага проблемної кредитної заборгованості в загальному кредитному портфелі сектору нефінансових корпорацій характеризується стабільним зростанням, а саме з 11,3% до 13,0%. У грудні порівняно з листопадом заборгованість за простроченими кредитами скоротилася на 4,1 млрд грн, у тому числі в національній валюті – на 1,8 млрд грн, в іноземній – на 2,3 млрд грн [27].

У 2010 році питома вага довгострокових кредитів у кредитному портфелі продовжила знижуватися і майже досягла рівня 2005 року з часткою 55,14% (рис. 3.2).



Рисунок 3.2 – Динаміка довгострокових кредитів та їх питомої ваги в кредитному портфелі банку (складено на основі [28])

У 2011 році частка довгострокових кредитів у сукупному кредитному портфелі банків скоротилася до 54,7%, хоча станом на 01.01.2009 року вона становила 64,1% (у той час як їх питома вага в чистих активах, навпаки, зростає) [6]. Слід підкреслити, що довгострокові кредити є ключовим драйвером еконо-

мічного розвитку та фактором довіри кредитних установ до існуючих та потенційних позичальників.

Низхідна динаміка кредитування вітчизняних суб'єктів ринку, яка простежувалася у 2009 році та першому півріччі 2010 року, у другій половині того ж року призупинилася. З червня 2010 року включно, за умов розширення ресурсної бази, відбувалося зростання рівня вільної ліквідності банків, а відтак зниження відсоткової вартості кредитів (у національній валюті), розпочався процес щомісячного зростання залишків проблемної заборгованості за наданими позиками (за винятком грудня). Зважаючи на це, їх загальний обсяг упродовж 2010 року збільшився на 9,5 млрд грн (на 1,3%) – до рівня 732,8 млрд грн (впродовж 2009 року – зменшився на 1,5%) Це відбулося в основному за рахунок зростання кредитів, розміщених у секторі нефінансових корпорацій (НФК) та сектору загального державного управління у національній валюті (рис. 3.3) [27].

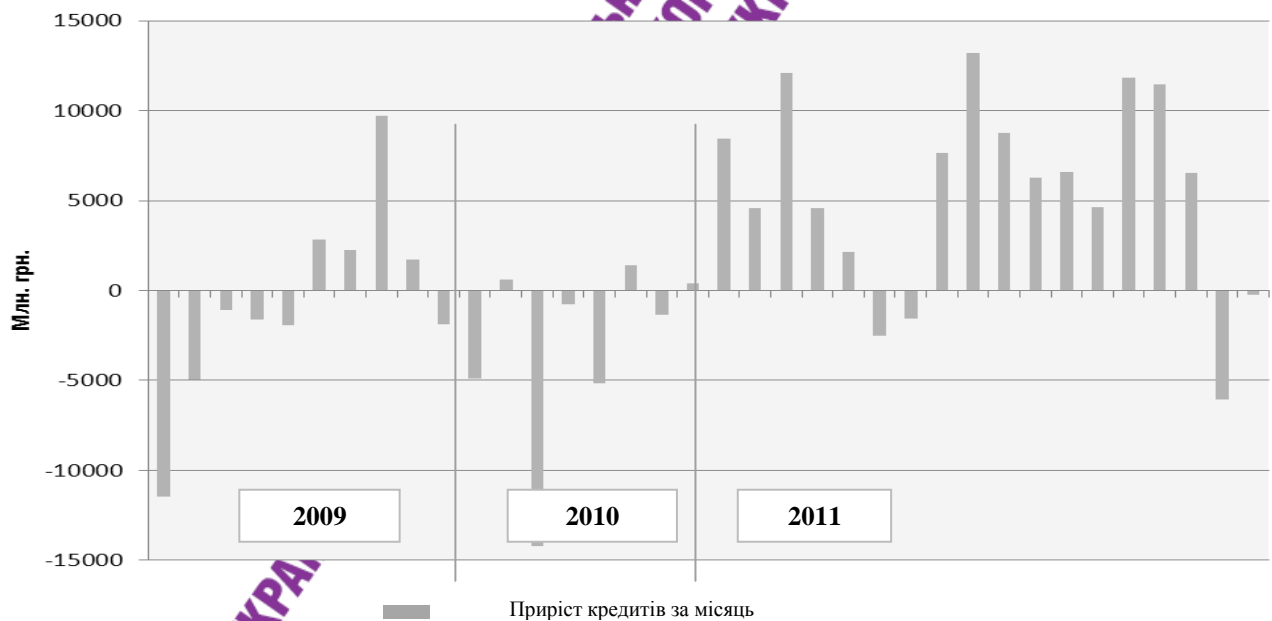


Рисунок 3.3 – Динаміка банківських кредитів в економіку України впродовж 2009–2011 років (складено на основі [27, 28])

У 2011 році, як у попередньому періоді, банки надавали перевагу фінансуванню інвестицій та поточної діяльності сектору НФК. Розмір нових кредитів

за агрегованими річними даними становив 1189,5 млрд грн, що відповідало зростанню на 15,1%, а їхня вага таких позик перевищила 90,0% (проти 9,0% у 2010 році). Більші обсяги кредитної пропозиції простежувалися за всіма строками погашення, причому найбільшою мірою – за позиками, наданими на період від одного до п'яти років (на 28,5%), за рахунок яких було забезпечено понад третину сукупного приросту нових позик у 2011 році. Це призвело до зростання їхньої частки у структурі нових кредитів на 2,1 відсотковий пункт – до рівня майже 20,0% [28]. Так, уже у 2010 році серед прострочених кредитів, наданих сектору нефінансових корпорацій, за строками порівняно з 2009 роком найбільше зроста частка кредитів, наданих на строк від 1 року до 5 років (на 9,2 відсоткових пункти – до 55,2%). Підвищилась також частка кредитів на строк понад 5 років – на 1,6 відсоткових пункти при скороченні питомої ваги кредитів із терміном користування до 1 року [27]. Незважаючи на скорочення в 2009 році банківських інвестицій в цінні папери, їх частка в чистих активах дещо збільшилася порівняно з минулим періодом, однак це відбулося на фоні загального скорочення останніх (рис. 3.4).



Рисунок 3.4 – Питома вага портфеля цінних паперів у чистих активах банків (складено на основі [27, 28])



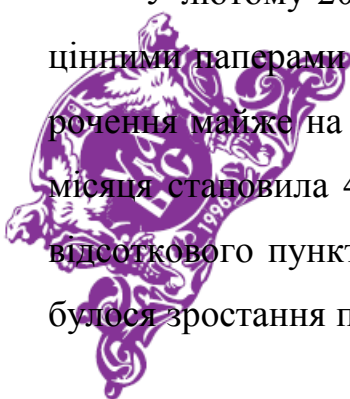
У 2010 році та на початку 2011, навпаки, частка портфеля цінних паперів у сукупних активах банків швидко зростала впродовж усього періоду. На 01.01.2011 року вона становила 8,4%, збільшилася за 2010 рік у 2,1 раза (у грудні – на 0,5 відсоткових пункти), а у 2011 році досягла найвищого рівня з початку 2003 року. Дані процеси здебільшого були обумовлені зростанням емісії ОВДП [29].

У лютому 2011 року зростання вкладень банків у цінні папери за секторами відбулося лише в секторі загального державного управління – на 0,3 млрд грн – до 60,5 млрд грн, що в річному обчисленні становило 201,3% зростання порівняно з 195,4% на початку року. Питома вага банківських цінних паперів сектору державного управління в сукупному портфелі становила 84,8% [29].

За строками погашення найбільша питома вага збереглася за цінними паперами понад 2 роки – 48,6%. У річному обчисленні вони збільшилися у 2,2 раза – до 34,7 млрд грн. Тривало зростання цінних паперів на вимогу сектора загального державного управління, що пояснювалось їх високою ліквідністю. У лютому 2011 року залишки за ними збільшилися на 11,6% – до 9,4 млрд грн, порівняно з лютим 2010 року – у 12,8 раза [29].

У лютому 2012 року вкладення банків у цінні папери, крім акцій, випущені резидентами, за станом на кінець лютого становили 79,5 млрд грн і збільшилися порівняно з січнем на 2,4 млрд грн, або на 3,1%. У річному обчисленні їхні темпи приросту зросли до 11,5% порівняно з 8,2% у січні. Упродовж місяця відбулося зростання залишків за всіма секторами економіки, зокрема: за сектором інших фінансових корпорацій – на 7,6%, загального державного управління – на 3,1%, нефінансових корпорацій – на 2,5% [29].

У лютому 2012 року в розрізі строків погашення переважали залишки за цінними паперами зі строком обігу понад 2 роки, питома вага яких попри скорочення майже на 7,0 відсоткових пунктів залишалася найбільшою і на кінець місяця становила 47,7%. Частка цінних паперів на вимогу скоротилася на 0,8 відсоткового пункту до рівня 7,6%. Паралельно із зазначеною динамікою відбулося зростання питомої ваги за вкладеннями банків у цінні папери зі строком



погашення до 1 року та від 1 року до 2 років – відповідно на 4,2 та 3,5 відсоткових пунктів до 32,3% та 12,4% (рис. 3.5).

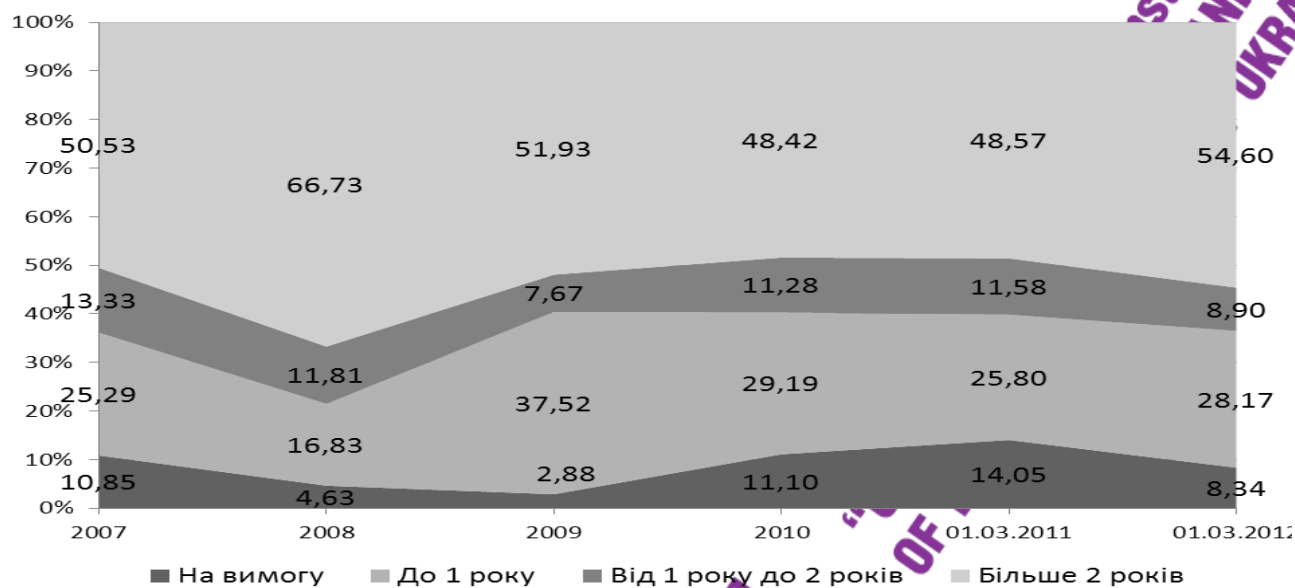


Рисунок 3.5 – Розподіл цінних паперів, крім акцій, у портфелі банків за строками погашення (складено на основі [29, 28])

Частка цінних паперів у сукупних банківських активах традиційно залишається на низькому рівні, не перевищуючи навіть їх десятої частини (рис. 3.6).

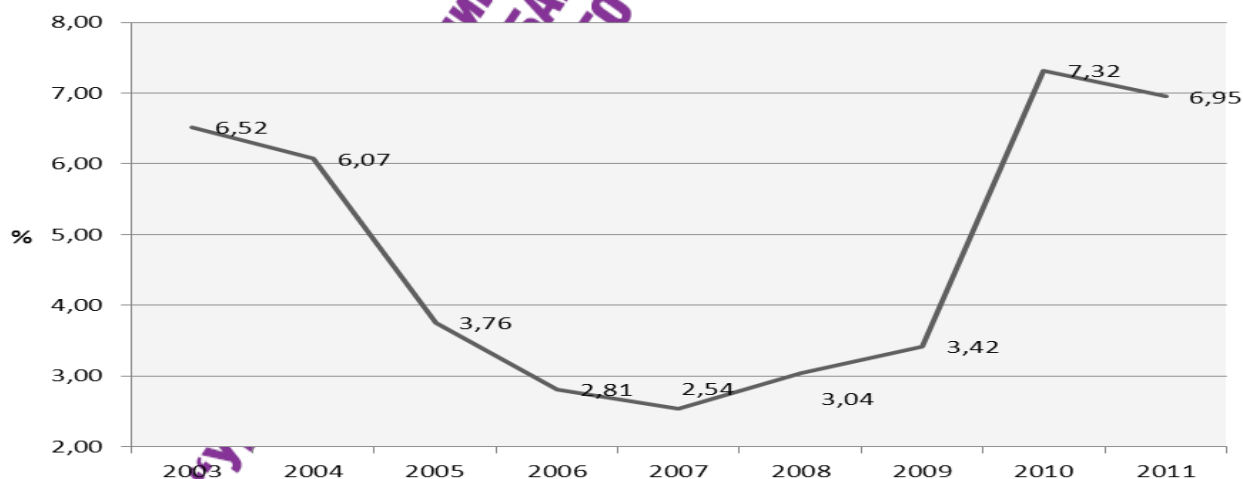


Рисунок 3.6 – Питома вага портфеля цінних паперів, крім акцій, у вимогах банків (складено на основі [29])

Вкладення у цінні папери, крім акцій, випущені резидентами, станом на 01.01.2012 року становили 71,3 млрд грн і продемонстрували зростання на 3,5%. У абсолютному розрахунку зазначений приріст становив 2,4 млрд грн по-

рівняно з 38,8 млрд грн у попередньому році, тобто більш ніж у 16 разів менше [29].

Відповідно до зазначених тенденцій розвитку інвестиційного ринку розподіл цінних паперів у банківських портфелях змінився на користь сектору державного управління, частка якого зросла з 47,7% у 2006 році до 84,2% у 2010. У 2011 році структура вкладень банків у цінні папери в розрізі секторів економіки за місяць майже не змінилася – незначне зниження питомої ваги сектору нефінансових корпорацій на 0,1 відсоткового пункту – до 19,2% було компенсоване зростанням питомої ваги сектору інших фінансових корпорацій – до 2,0%. Питома вага цінних паперів сектору загального державного управління залишалася найбільшою і становила 78,8% (рис. 3.7).

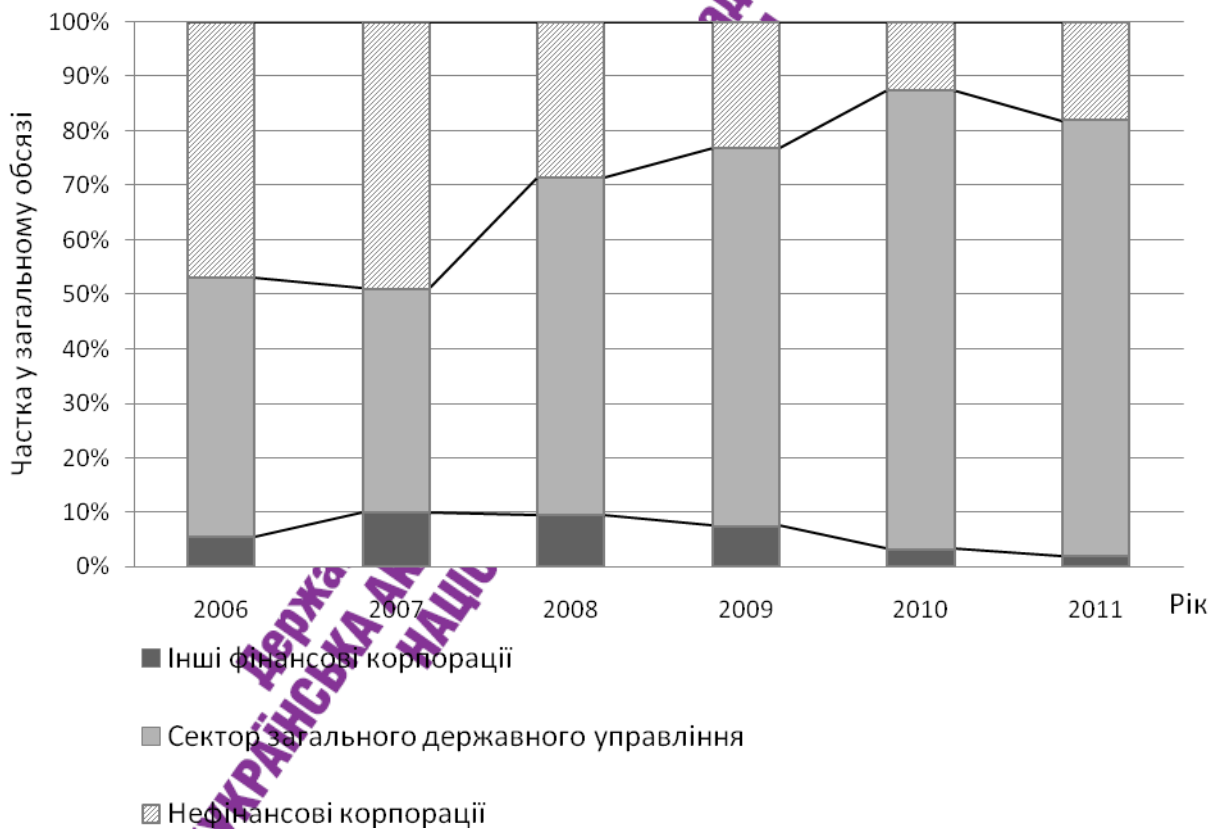


Рисунок 3.7 – Розподіл цінних паперів, крім акцій, у портфелі банків за секторами економіки (складено на основі [29])

Портфельний розподіл банківських вкладень у цінні папери (акції) в 2010 році свідчить про надання переваги фінустановами інвестування в цінні папери

на продаж (45,24%), у другу чергу – в асоційовані та дочірні компанії (близько 29,00%), а вже в останню – інвестиції в торговельний портфель (25,77%) (рис. 3.8).

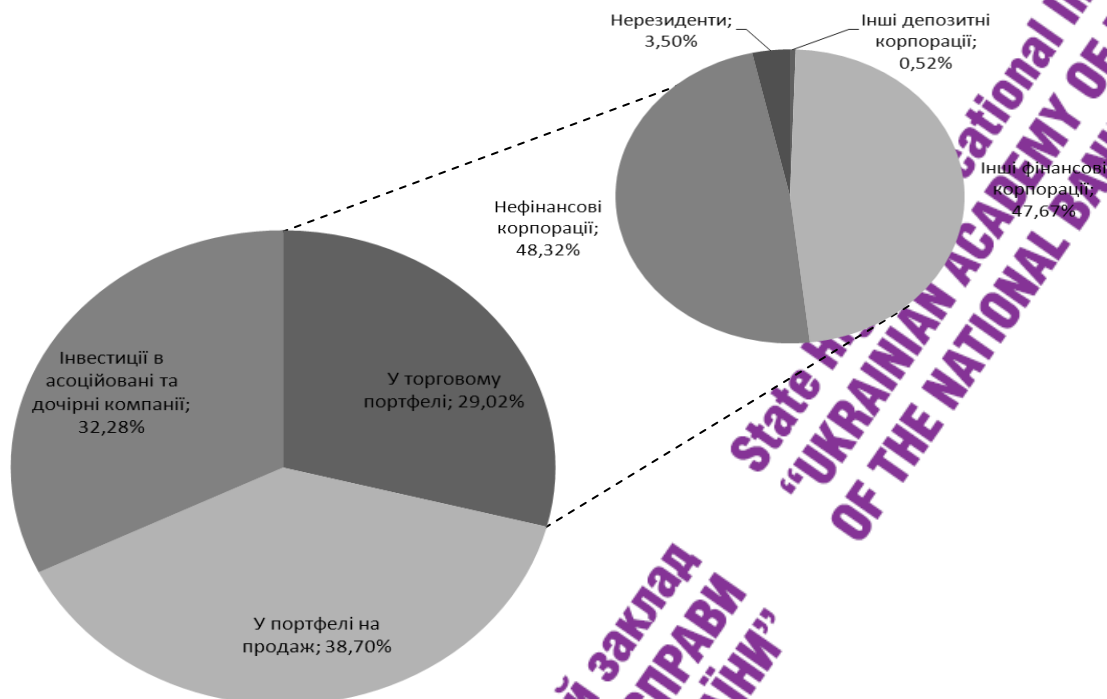


Рисунок 3.8 – Розподіл акцій банків за портфелями у 2011 році (складено на основі [27])

Уже кілька років поспіль вітчизняна банківська система знаходиться під впливом боргової кризи та рецесії в кількох країнах Європейського Союзу, що створює навантаження на його фінансову систему в цілому. Складною залишається ситуація на світових фондових ринках та в реальному секторі. Незважаючи на те що в цілому у 2011 році показники макроекономічного розвитку України були позитивними (у першу чергу – щодо динаміки ВВП), можна назвати цілий перелік структурних проблем у цій сфері. Сюди, зокрема, слід віднести неоптимальне та відстале співвідношення галузей національної економіки, надмірне перевищення темпів зростання імпорту товарів та послуг над темпами зростання їх експорту, збільшення валового державного боргу, скорочення валютних резервів країни, негативне сальдо зведеного платіжного балансу.

Разом із тим слід наголосити на тому, що впродовж 2011 року банківський сектор України вийшов на етап підвищення фінансової стійкості та успішного

розширення операцій різного типу, незважаючи на загальну збитковість власної діяльності. Левова частка зростання виявилася у збільшенні обсягів кредитування, хоча у своїй більшості і не пов'язаного з інвестиційною діяльністю резидентів. На сьогодні фінустанови докладають значних зусиль у роботі над реструктуризацією власного кредитного портфеля та активно займаються питаннями щодо проблемних кредитів.

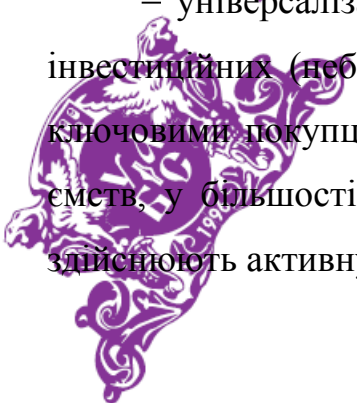
Розвиток банківського бізнесу в Україні був зумовлений тенденціями розвитку економічного регіону в цілому. Так, сукупний обсяг прямих іноземних інвестицій в банківський сектор Південно-Східної Європи впродовж 2001–2010 років зростав значними темпами, що було викликано виразними тенденціями реструктуризації та приватизації всередині країн. У результаті близько 90,0% банківських активів опинилися у власності іноземних осіб наприкінці 2008 року, хоча на фоні цього вітчизняному банківському сектору вдалося зберегти більшу незалежність від зарубіжного капіталу.

Фахівці з ЮНКТАД підкреслюють [390], що іноземний капітал відіграв позитивну роль в регіоні в умовах світової фінансової кризи. Однак масштабна криза суверенного боргу в Греції відроджує побоювання, що велика присутність зарубіжних банків може активізувати системні ризики в регіоні.

Відповідно до проведеного аналізу можна зробити висновок, що сучасний розвиток інвестиційного ринку України характеризується такими параметрами:

– домінування банків як ключових інвестиційних посередників, які здійснюють перетворення тимчасово вільних фінансових активів економічних агентів у формі заощаджень в інвестиції за допомогою використання різноманітних фінансових інструментів;

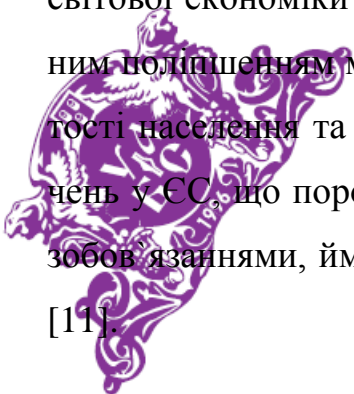
– універсалізація діяльності банків, яка характеризується поєднанням як інвестиційних (небазових), так і неінвестиційних (базових) операцій. Банки є ключовими покупцями державних і корпоративних облігацій та акцій підприємств, у більшості випадків тримають великі пакети акцій, контролюють та здійснюють активну торгівлю ними, переважають на ринках цінних паперів;



- існування концентрованої банківської системи, за якої переважна частка фінансових активів зосереджена в 10–20 найбільших банках;
- домінування більш консервативних (порівняно з зарубіжними аналогами) пакетних фінансових пропозицій та послуг на ринку;
- активність вітчизняних банків на фондовому ринку в контексті його повноцінного розвитку залишається недостатньою, а структура вкладень в цінні папери – архаїчною порівняно з аналогами зарубіжних країн. Навіть швидке зростання портфеля цінних паперів банків у 2010 році здебільшого було зумовлене нарощенням розмірів випуску ОВДП;
- наявність жорсткого державного контролю за діяльністю банківських установ.

Перейдемо до оцінки поточних тенденцій у діяльності інститутів спільного інвестування на інвестиційному ринку України. Попит на послуги інститутів спільного інвестування (ICI) в Україні демонструє зростання як у секторі прямого венчурного фінансування, так і у секторі портфельного інвестування шляхом залучення активів інвесторів-фізичних осіб. Діяльність інвестиційних фондів у докризовий період розвивалася швидкими темпами і на початку 2008 року досягла максимальних результатів, перетворивши їх у впливових гравців вітчизняного фінансового ринку поряд з «класичними», провідними його сегментами – банківським і страховим.

У другому півріччі 2011 року вітчизняний ринок інвестиційних послуг орієнтувався на посилену динаміку світових фондових індексів, яка зберігалася впродовж цього періоду та демонструвала загострення проблем, на які в першу чергу звертали увагу інвестори, наростання напруження у ключових секторах світової економіки – міжнародній торгівлі та ринках капіталу. Поряд із незначним поліпшенням макроекономічних індикаторів у США, зокрема, щодо зайнятості населення та житлового ринку, набирає обертів криза державних запозичень у ЄС, що породжує очікування можливого дефолту Греції за державними зобов'язаннями, ймовірність якого була предметом дискусії багатьох експертів [11].



Світова фінансова криза в цілому здійснила негативний вплив на функціонування українських інвестиційних компаній. Однак станом на початок квітня 2011 року за кількісними показниками ринок фондового інвестування спромігся вийти на рівень 2008 року. Зокрема, на сьогодні в Україні надають фінансові послуги 341 компаній з управління активами (КУА), які здійснюють управління активами 1451 ІСІ та 90 недержавних пенсійних фондів (НПФ), а це майже відповідає максимальним показникам докризового рівня (рис. 3.9) [212].

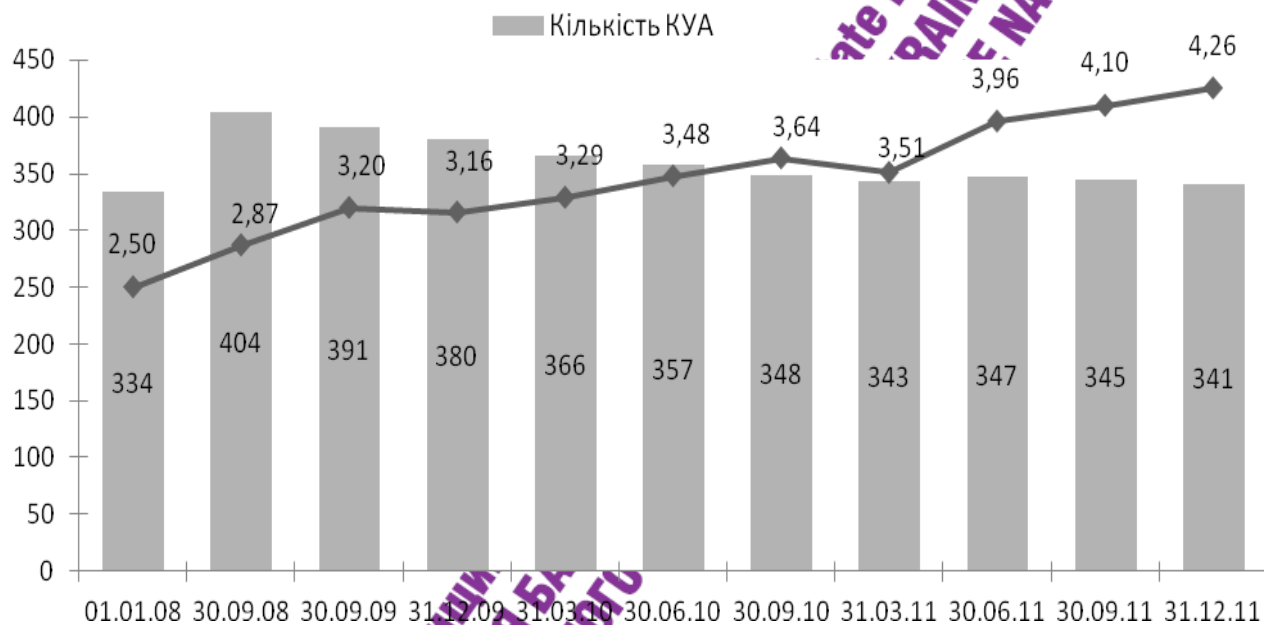


Рисунок 3.9 – Динаміка кількості КУА та ІСІ на одну КУА у 2008–2011 роках (складено на основі [11])

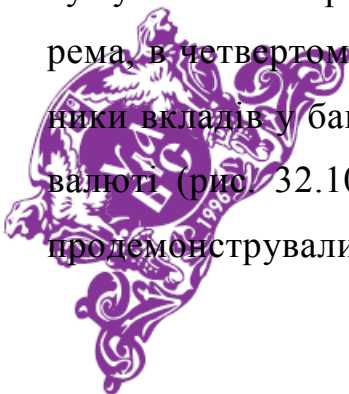
Динаміка вітчизняного фондового ринку впродовж останнього кварталу 2011 року досить слабо корелювала з розвиненими фондовими ринками Європи. І хоча результати квартальних торгів за двома ключовими індикаторами українських акцій були максимально наближеними до показників країн ближнього зарубіжжя, вони значно відрізнялися між собою: символічному зростанню індексу Української біржі у 4-му кварталі на 1,12% відповідало зниження індексу ПФТС майже на 5%.

Паралельно зі скороченням кількості нових (zareєстрованих) інвестиційних фондів, а також припинення діяльності раніше створених ІСІ у четвертому кварталі 2011 року кількість вітчизняних фондів, що досягли нормативу мінімально допустимого розміру активів, зменшилася на 81 (хоча у попередньому кварталі вона зросла на 28). На кінець 2011 року в Україні, за даними Української асоціації інвестиційного бізнесу (УАІБ), налічувалося 1125 ІСІ, визнаних такими, що відбулися [11].

На сьогодні ключовою проблемою діяльності вітчизняних ІСІ є той факт, що під час кризових явищ в Україні відповідні антикризові заходи охоплювали переважно банківський сектор фінансового ринку. Інші сегменти не отримали відповідної нормативної, організаційної, фінансової та методологічної підтримки держави з метою стабілізації їх поточної діяльності. Портфелі інвестиційних фондів, значна частка яких являє собою зобов'язання комерційних банків у формі депозитів чи облігаційних запозичень (продовжених або реструктуризованих), є неефективними, що в кінцевому підсумку погіршує роботу професійних керуючих активами та прибутковість їх фондів. Проте навіть за таких умов інвестиційним фондам вдається вчасно і повністю виконувати свої зобов'язання перед споживачами послуг.

Дохідність інститутів, які працюють із диверсифікованими портфелями й залучають кошти фізичних осіб, є приблизно однаковою. Так, максимальна досягнута дохідність невенчурних фондів на початку поточного року становила 35%, а НПФ – 40% [212].

Стрімке зростання вітчизняних фондових індексів наприкінці 2010 року зумовило покращання результатів поточної доходності ІСІ України. Зокрема, в четвертому кварталі їх прибутковість перевищила відповідні показники вкладів у банківських установах – як в іноземній, так і в національній валюті (рис. 32.10). У 2010 році більшість інвестиційних фондів України продемонстрували позитивні результати, а збитковими впродовж аналізова-



ного періоду виявилися 6 із 34 відкритих ІСІ, 9 із 42 інтервальних та 55 із 154 закритих інвестиційних фондів.



Рисунок 3.10 – Середня доходність невенчурних ІСІ, депозитів, індексів акцій та рівень інфляції у 4-му кварталі та на початку 2010 року [11]

Середня прибутковість усіх типів фондів у четвертому кварталі перевищує нульову позначку та підлягає розподілу відповідно до їхньої ліквідності: найвище значення продемонстрували закриті фонди (6,55%), найменше серед ІСІ – відкриті (4,72%). У той самий час діапазон доходності останніх (від -3,8% до 13,1%) був значно вужчим від інтервальних фондів, у яких він змістився у додатну зону (від -7% до +43,1%), та закритих, у яких ще більше розширився (від -99,7% до 188,2%). Випередили ІСІ за середніми показниками, крім індексів акцій, лише депозити у золоті (7,53%), що пов'язано зі сталим зростанням вартості банківського металу в умовах здешевлення долара та коливань на фондових ринках [10].

Зростання вартості вкладеного капіталу починаючи з 2010 року було забезпечено, в сукупності за рахунок усіх типів невенчурних ІСІ без винятку, а також інших популярних серед учасників ринку напрямків інвестування, за винятком нерухомості, ціна якої зменшилася на 10,45%. Середньозважена дохідність інвестиційних фондів як в останньому кварталі, так і з початку року перевищувала офіційний рівень інфляції в країні на 3–5 та 3–23 відсоткових пункти відповідно. Впродовж звітнього року відкриті ІСІ мали дохідність 12,72%, інтервальні фонди – 14,79%, закриті – 32,54%. Отже, друга половина 2010 року характеризується перевищенням середньої дохідності закритих ІСІ над прибутковістю «золотих» вкладів на рівні 32,30% [10].

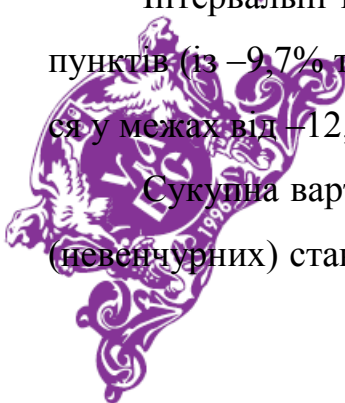
Натомість у 2011 році простежується погіршення прибутковості ІСІ всіх типів (рис. 2.15), тобто результати роботи інвестиційних фондів України за дохідністю у 2011 році були від'ємними в системі середніх індикаторів (від –21,5% у відкритих ІСІ та –18,7% в інтервальних до –8,3% – у закритих). Водночас їх прибутковість була більш ніж у 2 рази вищою за показники індексів акцій (–45,2% та –40,3% за відповідними індексами) [10].

Кількість інвестиційних фондів із позитивними показниками у четвертому кварталі 2011 року збільшилася до 11 із 40 (порівняно з 6 із 39 у попередньому кварталі) серед відкритих, 13 із 36 (після 6 із 38) інтервальних та 59 із 140 (після 40 із 138) закритих ІСІ.

Слід підкреслити, що середні квартальні втрати відкритих фондів у четвертому кварталі 2011 року скоротилися на 12,0 відсоткових пункти (із –13,6% у третьому кварталі), а діапазон доходності знаходився у межах від –11,09% до 8,10%.

Інтервальні та закриті ІСІ підвищили середній результат на 8 відсоткових пунктів (із –9,7% та –7,6% відповідно), а дохідність окремих фондів змінювалася у межах від –12,8% до 11,5% (інтервальні) та від –75,1% до 98,5% (закриті).

Сукупна вартість активів ІСІ відкритого, інтервального та закритого типу (невенчурних) станом на 31.12.2010 становила 8 890,41 млн грн. Вартість акти-



вів усіх відкритих ІСІ станом на 31.12.2010 становила 286,07 млн грн, на початку року збільшившись на 18,84%, або на 45,35 млн грн.

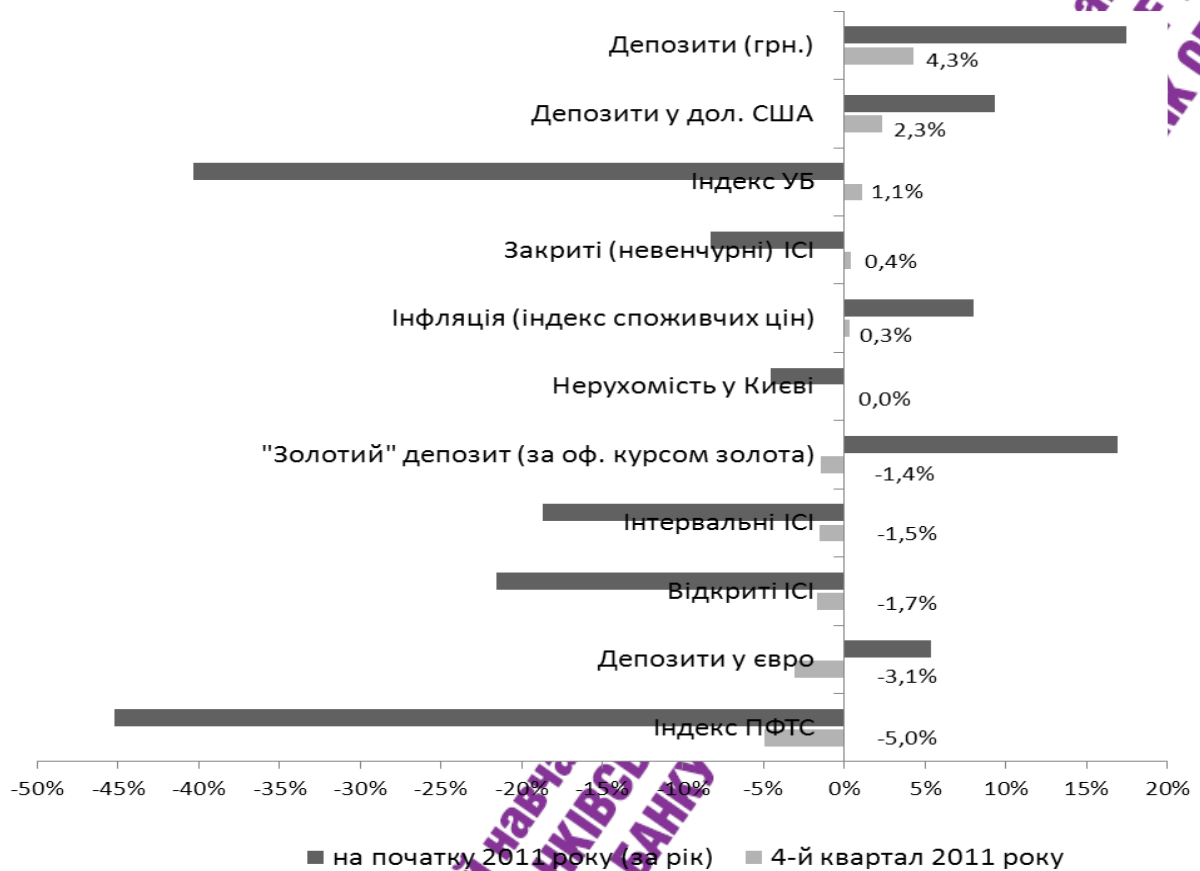


Рисунок 3.11 – Середня доходність невенчурних ІСІ, депозитів, індексів акцій та рівень інфляції у 4-му кварталі та на початку 2011 року [11]

Загалом за результатами 2011 року сукупні чисті активи ІСІ збільшилися на 17 949,73 млн грн, або майже на 19,0%, у тому числі венчурних – на 17 217,86 млн грн (майже 20,0%). Вартість чистих активів відкритих та інтервальних фондів на початку року скоротилася відповідно на 19,3% (до 227,01 млн грн) та 25,8% (до 181,85 млн грн). При цьому кількість відкритих фондів зростає, інтервальних – скоротилася (табл. 3.2).

Тенденція до збільшення показника співвідношення активів ІСІ та ВВП у 2009 році збереглася і в наступному періоді: він зріс з 9,02% до 9,67% відповідно (табл. 3.3). Однак банкоцентричність вітчизняної фінансової системи дається

взнаки, оскільки співвідношення активів ІСІ та залучених банками депозитів (резидентів) залишилося майже незмінним.

Таблиця 3.2 – Динаміка вартості активів ІСІ за типами інвестиційних фондів України у четвертому кварталі та на початку 2011 року, млн грн [12]

Фонди	31.12.2010	30.09.2011	31.12.2011	Зміна за 4-й квартал 2011, %	Зміна з початку року (за 2011 рік), %
Відкриті	286,07	268,01	230,08	-14,15	-19,57
Інтервальні	252,53	193,81	186,19	-3,93	-26,27
Закриті (невенчурні)	8 351,82	9 670,60	9 471,92	-2,05	13,41
Усі (невенчурні)	8 890,41	10 132,42	9 888,19	-2,41	11,22
Венчурні	96 976,17	108 734,63	116 901,41	7,51	20,55
Усі (з венчурними)	105 866,59	118 867,04	126 789,60	6,67	19,76

Загалом активи інвестиційних фондів України у четвертому кварталі 2010 року зросли на 6,16%, що в абсолютному вираженні становило 6,14 млрд грн та збільшило вартість сукупних активів до рівня 105,87 млрд грн. Невенчурні ІСІ відіграли невелику роль у цьому зростанні (лише на 0,60%), однак воно стало можливим завдяки діяльності закритих фондів на відміну від попереднього періоду, коли рушійною силою активів невенчурних ІСІ виявилися фонди відкритого типу [10, 9] (рис. 3.12).

Таблиця 3.3 – Порівняння обсягів і динаміки активів ІСІ та коштів, залучених на банківські депозити, із ВВП у 2010 році [11]

Показник	31.12.2009		31.12.2010		Зміна, %	Зміна частки у ВВП, %
	млн грн	частка у ВВП, %	млн грн	частка у ВВП, %		
ВВП (у фактичних цінах)	914720,00	x	1094607,00	x	19,67	x
Залучені за рік банківські депозити	327996,00	35,86	416650,00	38,06	27,03	6,15
Загальний обсяг активів ІСІ	82541,00	9,02	105866,59	9,67	28,26	7,18

За даними УАІБ, валові чисті активи (ВЧА) всіх відкритих ІСІ в Україні станом на 28.02.2011 року становили 257,06 млн грн. Слід підкреслити високий рівень однорідності розвитку ринку, що підтверджується однонапрямленим

зростанням у січні-лютому 2011 року обсягу чистих активів переважної більшості інвестиційних фондів (34 із 35 у лютому та 31 із 35 у січні).



Рисунок 3.12 – Розподіл вартості активів ІСІ за типами інвестиційних фондів станом на 01.01.2011 року [11]

Це підтверджує високий рівень якості управління фондами вітчизняними КУА та потенціалом подальшого розвитку. Хоча слід визнати, що до розрахунку не було внесено один із найбільших фондів («Парекс Український Збалансований фонд») через відмову у наданні інформації щодо власної діяльності на кінець місяця. У цілому ж, незважаючи на уповільнення зростання, динаміка ВЧА фондів залишилася висхідною [212].

Зміна валових чистих активів інвестиційних фондів була пов'язана з розширенням активності тринадцяти фондів, приріст ВЧА яких разом становив 9,36 млн грн, а також чистими фінансовими надходженням у шести ІСІ, що акумулювали додатково 7,0 млн грн. Близько двадцяти фондів продемонстрували негативну динаміку із загальним скороченням своїх ВЧА на 9,0 млн грн і чистим відпливом коштів, які в цілому втратили 10,3 млн грн інвестиційних розміщень. Валовий чистий відплив коштів із тридцяти інвестиційних фондів становив 2,7 млн грн. Таким чином, при зростанні валового відпливу інвестиційних вкладень із вітчизняних фондів сектор відкритих ІСІ у цілому мав на поча-

тку 2011 року помірно стабільні показники, що свідчить про здійснення переходу сектору відкритих ІСІ у фазу ринкового «коридору».

Станом на 31.03.2011 загальна сума активів, якими управляють КУА – члени УАІБ (за даними 1148 ІСІ, 86 НПФ та 2 страхових компаній), становила майже 116 млрд грн. При цьому активи невенчурних ІСІ, що здебільшого є публічними фондами, які працюють із коштами громадян, дорівнюють близько 9 млрд грн, а активи НПФ – понад 1 млрд грн. У 2011 році сукупна вартість активів досягла 116,9 млрд грн [212]. Щодо структури активів, то відповідно до звітів венчурних ІСІ станом на 01.01.2011 року найбільшу питому вагу у їх зведеному портфелі (єдина складова, що помітно збільшилася у четвертому кварталі 2010 року) займала категорія «інших» активів (59,64%), які містять корпоративні права не у вигляді цінних паперів, кредити підприємствам, у яких венчурні ІСІ отримали частку в пайовому капіталі, дебіторську заборгованість [212].

Динаміка структури зведених портфелів різних типів ІСІ за видами інструментів у 4-му кварталі 2011 року показала зміни у розподілі основних груп вкладень, переважно протилежні до трендів третього кварталу. Так, частка цінних паперів в усіх типах невенчурних фондів зросла на 0,65 відсоткових пункти до понад 60,0% [11].

У той самий час у грошовому вимірі сумарна вартість вкладень в інструменти фондового ринку в усіх невенчурних ІСІ зменшилася на 53,28 млн грн, у тому числі у відкритих фондах – на 14,48 млн грн. І тільки в інтервальних ІСІ вона несуттєво зросла (на 0,18 млн грн) [11].

Частка інвестицій в акції зросла тільки у відкритих та інтервальних ІСІ, корпоративних облігацій – у відкритих, закритих та невенчурних ІСІ у цілому. При цьому сума вкладень в акції збільшилася лише в інтервальних фондах (на 2,49 млн грн), а у відкритих зростання ваги акцій відбулося на тлі незначного скорочення їхньої вартості і масштабного зменшення активів цих ІСІ у грошових коштах (–19,33 млн грн) (рис. 3.13).



Зміна структури активів венчурних ІСІ у 2011 році, очевидно, була відмінною від змін у невенчурних фондах, хоча в розрізі деяких складових – подібною до фондів закритого типу.

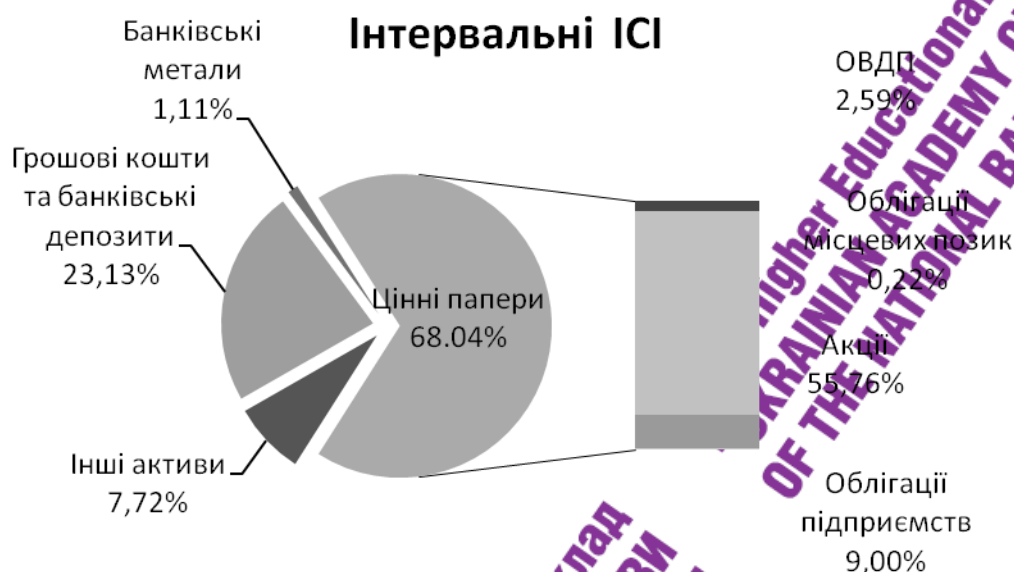


Рисунок 3.13 – Структура активів венчурних ІСІ за видами інструментів станом на 31.12.2011 року [11]

В останньому кварталі 2011 року частка цінних паперів у цих фондах скоротилася на 3,8 відсоткових пункти до майже 31,0% (рис. 3.14), а сумарна вартість цих активів зменшилися на 2 128,5 млн грн, у тому числі в акції – на 1 522,1 млн грн.

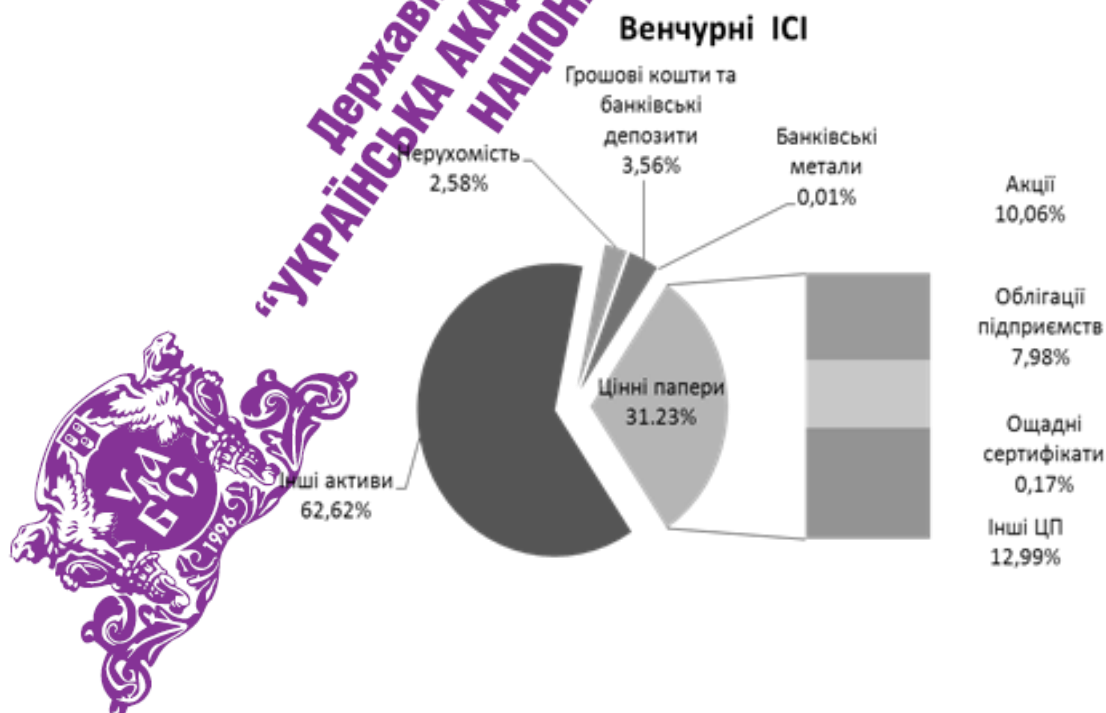


Рисунок 3.14 – Структура активів венчурних ІСІ за видами інструментів станом на 31.12.2011 року [11]

Максимально вживані за сукупною вартістю в активах усіх інвестиційних фондів станом на 31.12.2010 цінні папери, як і раніше, наявні в портфелях небагатьох ІСІ. Десятку найпопулярніших 4-го кварталу 2010 року за обсягом вкладень залишив лідер попередніх двох кварталів – векселі ТОВ «Селект». Перше місце натомість зайняли векселі ТзОВ «Станіславська торгова компанія» з обсягом у 0,91 млрд грн, які отримали присутність у портфелях дев'яти інвестиційних фондів. Друге місце посіли облігації ТОВ «Виробничий вектор» із обсягом 0,83 млрд грн, що вперше за історію свого обігу увійшли до десятки лідерів та отримали присутність у портфелях 15 фондів. Замикають трійку лідерів акції ВАТ «Авангардінвест» у розмірі 0,77 млрд грн, які користувалися попитом у 5 фондів, у тому числі двох невенчурних, серед яких вони були четвертими за обсягом валових інвестицій (202,98 млн грн) (табл. 3.4) [10].

Таблиця 3.4 – Найбільш використовувані цінні папери за валовою вартістю у портфелях ІСІ станом на 31.12.2010 та 31.12.2011 р. [10]

Тип ЦП	Категорія	Назва емітента	Вартість ЦП в активах ІСІ, грн
Станом на 31.12.2010 року			
Векселі	Прості	ТзОВ «Станіславська торгова компанія»	916 133 000
Облігації	Іменні безвідсоткові	ТОВ «Виробничий вектор»	833 562 352
Акції	Іменні прості	ВАТ «Авангардінвест»	773 352 970
Векселі	Прості	ТОВ «Центр Груп 2008»	739 085 207
Векселі	Прості	ВАТ «Українська інноваційно-фінансова компанія»	719 453 057
Акції	Іменні прості	АТ «МНПК "ВЕСТА»	681 675 168
Векселі	Прості	ТОВ «Фоззі Фуд»	628 593 097
Векселі	Прості	ТОВ «ЦУП-Буча»	614 852 113
Акції	Іменні прості	ВАТ «УкрГазоТрейд»	510 400 714
Акції	Іменні прості	ВАТ «ОБК «Офал»	495 645 428
Станом на 31.12.2011 року			
Векселі	Прості	ТОВ «ВІЗАРД ІНВЕСТ»	1 781 715 500
Акції	Іменні прості	АТ «МНПК «ВЕСТА»	1 369 670 400
Векселі	Прості	ТзОВ «Станіславська торгова компанія»	916 133 000
Акції	Іменні прості	ВАТ «Лебединська спеціалізована колона №1»	574 270 665
Акції	Іменні прості	ПрАТ «Міські Інвестиції»	534 710 131
Акції	Іменні прості	ПрАТ «ОБК «Офал»	531 705 865
Векселі	Прості	ПАТ «Українська іноваційно-фінансова компанія»	515 717 256
Векселі	Прості	ТОВ «ФОЗІ-ФУД»	500 028 228

Векселі	Прості	ТОВ «ГЖК «Київський»	460 408 740
Облігації	Іменні цільові	ПрАТ «НЕО ВІТА»	449 119 202

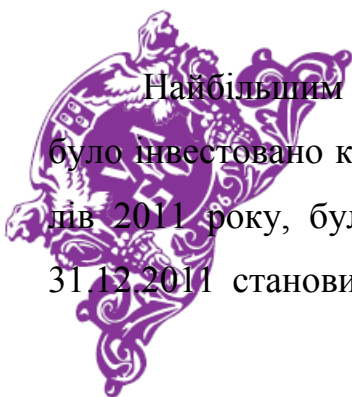
У четвертому кварталі 2011 року найбільш популярними за сукупною вартістю вкладень в активах інвестиційних фондів були векселі ТОВ «ВІЗАРД ІНВЕСТ». Вони вперше увійшли до складу активів ІСІ, а обсяг інвестицій у них становив 1 781,7 млн грн (табл. 3.4). Цінні папери цього емітента тримали у своїх портфелях 34 венчурні фонди.

Найбільшим за сукупною вартістю видом цінних паперів, у які вкладено кошти ІСІ, в останньому кварталі 2010 року залишалися векселі, інвестиції у які дорівнювали 15 570,4 млн грн (37,7% зведеного портфеля ІСІ). Водночас, як обсяг вкладень у векселі, так і їхня частка скоротилися (із 17 452,8 млн грн, 40,7%), натомість зросла вартість сукупних вкладень і частка акцій (із 14 049,4 млн грн, 32,8%) (табл. 3.5) [10].

Таблиця 3.5 – Розподіл вартості зведеного інвестиційного портфеля ІСІ за видами цінних паперів у 2010–2011 роках [11, 10]

Тип цінного паперу (ЦП)	Сукупна вартість ЦП у портфелях ІСІ, млн грн		Частка у зведеному портфелі ЦП ІСІ, %	
	станом на 31.12.2010	станом на 31.12.2011	станом на 31.12.2010	станом на 31.12.2011
Векселі	15 570,4	17 514,0	37,73	39,52
Акції	15 113,7	16 322,3	36,63	36,83
Облігації підприємств	9 529,1	9 783,6	23,09	22,07
Заставні цінні папери	517,4	336,0	1,25	0,76
Облігації державні внутрішні	452,9	120,9	1,10	0,27
Ощадні сертифікати	36,9	197,8	0,09	0,45
Облігації місцевих позик	0,0	40,6	0,00	0,09
Інші	43,1	5,5	0,10	0,01
Разом	41 263,6	44 321,0	100,00	100,00

Найбільшим за валовою вартістю інвестицій типом цінних паперів, у які було інвестовано кошти усіх ІСІ, у 4-му кварталі, на відміну від 1–3-го кварталів 2011 року, були векселі. Загальна сума вкладених у них коштів ІСІ на 31.12.2011 становила 17 514,1 млн грн, що відповідало зростанню на 1 483,4

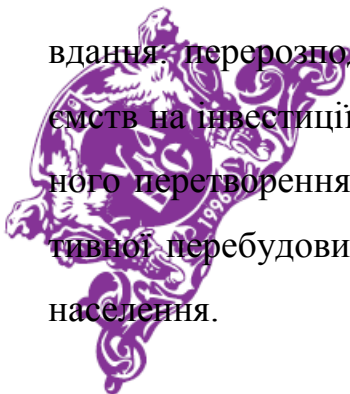


млн грн, а їхня частка у зведеному портфелі інструментів фондового ринку всіх фондів збільшилася із 35,75% до 39,52%.

Державне стимулювання інвестиційного ринку на стратегічному рівні відбувається під керівництвом Державного агентства України з інвестицій та розвитку (Держінвестицій), яке розробило проект Державної цільової економічної програми розвитку інвестиційної діяльності на 2011–2015 рр. Метою документа є створення необхідного середовища для стимулювання інвестиційної активності суб'єктів ринкових відносин, спрямованої на поступову модернізацію реального сектора вітчизняної економіки та підтримку сталого економічного розвитку. Як очікується, реалізація зазначеної програми дозволить залучити до 2015 р. в різні сектори економіки України щонайменше 52 млрд грн додаткових інвестицій.

Таким чином, незважаючи на кризові явища в економіці та несприятливі фактори впливу на функціонування інвестиційного бізнесу у 2010–2011 роках та в багатьох випадках невиправдану систему державних заходів у напрямку ліквідації наслідків нестабільності на фінансовому ринку, активи, які знаходяться в управлінні КУА, суттєво не зменшувалися, що, крім того, пов'язано з високим професіоналізмом керівництва даних посередницьких структур інвестиційного ринку України. Слід констатувати, що інвестиційному бізнесу в цілому вдалося продемонструвати свою стійкість та надійність усталеної моделі, закладеної у початковому варіанті вітчизняного закону про ІСІ та у змінах і доповненнях, внесених під час розвитку кризи наприкінці 2008 року.

Розглянемо проблеми та перспективи функціонування фондового сегмента інвестиційного ринку України. Фондовий ринок є особливим елементом фінансової системи будь-якої країни, виконуючи одночасно два важливих завдання: перерозподілу тимчасово вільних коштів домогосподарств та підприємств на інвестиції в промислове виробництво та інфраструктуру, а також якісного перетворення відносин власності із забезпеченням внаслідок цього ефективної перебудови реальної економіки та стимулювання зростання добробуту населення.



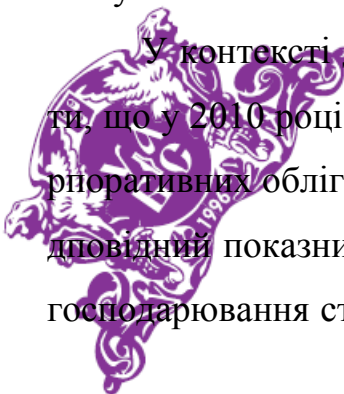
Специфіка функціонування вітчизняного фондового ринку полягає в тому, що (на відміну від європейського та американського досвіду еволюційного формування внаслідок поступального розвитку виробничих відносин) період його становлення в Україні збігається за часом із виокремленням усіх інституційних складових ринкової економіки, тобто він здійснює паралельний вплив на них і займає активну роль у структурній перебудові суспільних відносин [180, 236].

За останні 10 років вітчизняний фондовий ринок зріс майже у 15 разів (зокрема, у 2007 році – в 30,6 раза порівняно з 2000 роком). Організаційним підґрунтям зростання обсягів торгівлі та конкуренції між провідними торговельними майданчиками України впродовж останніх років стали такі заходи [293]:

1. Відкриття Української біржі з основним інвестором – російською групою РТС.
2. Стратегічне інвестування у капітал ПФТС із боку Московської міжбанківської валютної біржі (ММВБ)
3. Запровадження торговельних операцій із двостороннього котирування РЕПО різних інструментів на основних торговельних майданчиках.

Упродовж січня-лютого 2010 року обсяг емісії акцій, зареєстрованих Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку (ДКЦПФР), становив 41,5 млрд грн. Зазначений показник виявився на 50%, або на 59,61 млрд грн, меншим за відповідний результат попереднього звітного року (на рівні 101,07 млрд грн). Великі обсяги емісії корпоративних прав, що здійснили суттєвий вплив на загальну структуру зареєстрованих випусків за минулий період, були проведені багатьма кредитними установами з метою зростання власного статутного капіталу [311].

У контексті дослідження інтенсивності емісійної діяльності слід зазначити, що у 2010 році ДКЦПФР було також зареєстровано більше 120 випусків корпоративних облігацій обсягом 9,40 млрд грн, що на 0,70 млрд грн менше за відповідний показник 2009 року (10,1 млрд грн). Обсяг емісії облігацій суб'єктів господарювання становив 6,26 млрд грн, а облігацій банківських установ – 3,15



млрд грн. Однак при цьому за весь зазначений період ДКЦПФР не зареєструвала випусків облігацій місцевих позик. Обсяг випусків інвестиційних сертифікатів ПФ, зареєстрованих ДКЦПФР попереднього року, становив 36,5 млрд грн, що на 10,6 млрд грн менше за показник 2009 року. У свою чергу, розміри зареєстрованих випусків акцій КІФ порівняно з аналогічним періодом попереднього року зросли майже на 5,0 млрд грн і досягли рівня 8,9 млрд грн [311]. Упродовж першого півріччя 2011 року ДКЦПФР зареєстровано випуски емісійних цінних паперів на суму 80,95 млрд грн, у тому числі: акцій – 35,30 млрд грн; облігацій підприємств – 16,58 млрд грн; опціонів – 90,20 тис. грн; облігацій місцевих позик – 400,00 млн грн; інвестиційних сертифікатів пайових інвестиційних фондів (ПІФів) – 26,60 млрд грн; акцій корпоративних інвестиційних фондів – 2,07 млрд грн [124].

Таким чином, серед зареєстрованих емітованих фінансових інструментів найбільша частка належить акціям з 43,6% та інвестиційних сертифікатів ПІФів з 32,8% від загального обсягу емісійних випусків у першій половині 2011 року (рис. 3.15).

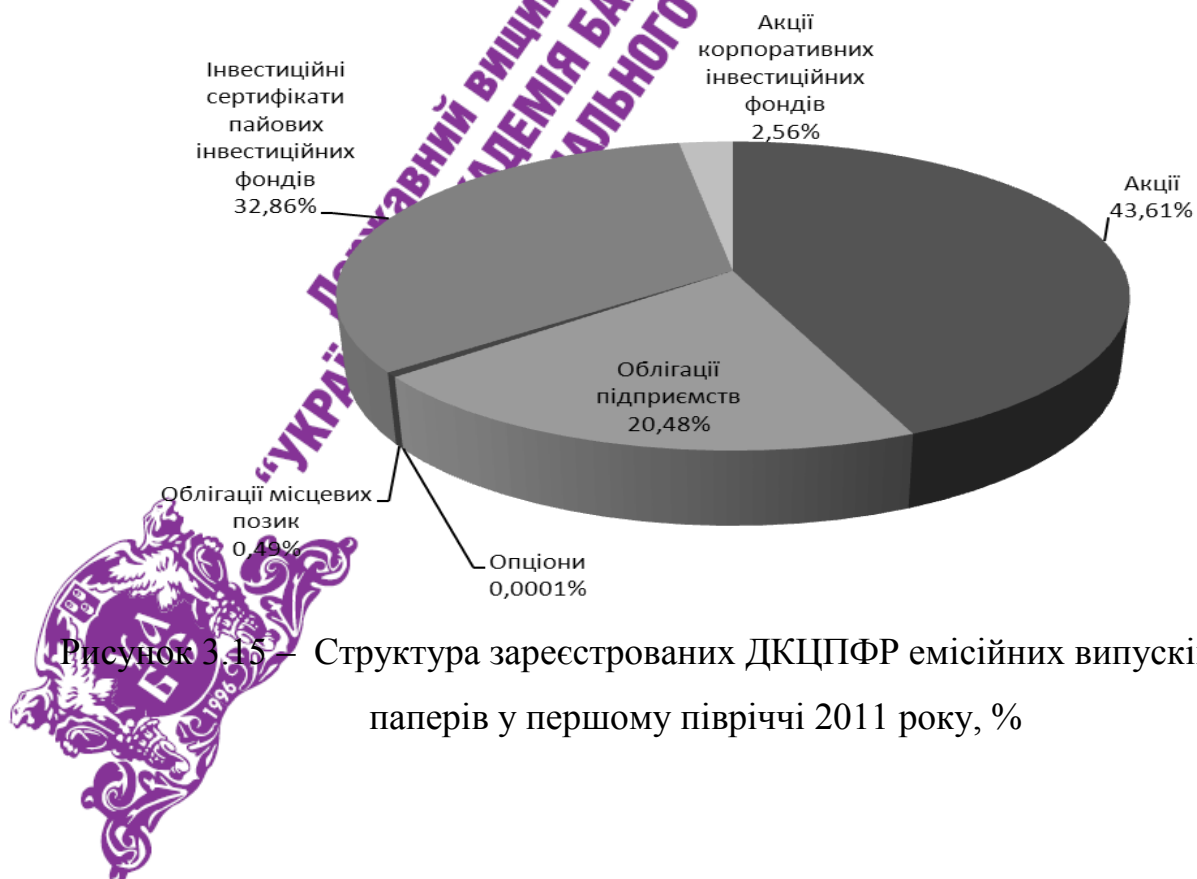


Рисунок 3.15 – Структура зареєстрованих ДКЦПФР емісійних випусків цінних паперів у першому півріччі 2011 року, %

Ключові показники розвитку вітчизняного фондового ринку можна навести у такому вигляді (табл. 3.6).

Таблиця 3.6 – Ключові показники функціонування вітчизняного фондового ринку у 1997–2011 роках [110]

Рік	Обсяг емісії цінних паперів, млрд грн		Обсяг торгів на ринку, млрд грн				Капіталізація ПФТС, % від ВВП
	разом	акцій	разом	організованому		неорганізованому	
				разом	ПФТС, %		
1997	9,56	9,44	7,5	0,76	46,01	6,74	7,4
1998	11,85	11,84	10,38	0,52	64,74	9,86	1,9
1999	8,05	7,92	16,79	1,9	52,13	14,89	4,5
2000	15,59	15,49	39,22	2,82	51,87	36,4	6
2001	22,62	21,92	68,48	9,24	68,01	59,24	3,6
2002	17,09	12,79	108,61	6,54	95,97	102,07	7,4
2003	23,62	18,02	202,96	3,53	91,03	199,43	8,6
2004	34,76	28,33	321,27	9,4	74,66	311,87	18,1
2005	61,99	24,82	403,77	16,43	88,22	387,34	28,6
2006	84,07	43,54	492,78	29,05	96,35	463,73	40,3
2007	133,25	50,00	754,31	35,15	94,30	719,16	78,34
2008	153,05	46,14	883,42	37,76	90,02	845,66	19,12
2009	162,68	101,07	1067,26	36,01	38,75	1031,25	15,94
2010	96,34	41,46	1548,00	131,20	54,70	1416,80	23,29
1 півріччя 2011	80,95	35,30	–	113,64	33,97	–	18,31

Поточна ситуація на вітчизняному ринку цінних паперів свідчить про той факт, що на відміну від минулих періодів за останні три роки спостерігалася відсутність зацікавленості з боку комерційних банків та страхових компаній до залучення коштів шляхом випуску боргових зобов'язань (табл. 3.7).

Таблиця 3.7 – Обсяг зареєстрованих випусків облігацій підприємств у 2005 – вересні 2010 року, млн грн [110]

Вид емітента	2005	2006	2007	2008	2009	2010	1 півріччя 2011
Підприємства	10141,65	16991,80	25560,50	24132,84	10107,35	6343,86	9280,98
Банки	2564,73	4994,00	18869,37	7115,94	0,00	3150,00	7300,00
Страхові компанії	41,90	85,00	50,64	97,50	0,00	–	–
Разом	12748,28	22070,80	44480,51	31346,28	10107,35	9493,86	16580,98



Обсяг зареєстрованих облігацій підприємств упродовж 2010 року зменшився на 3,76 млрд грн порівняно з даними за аналогічний період 2009 року. Співвідношення обсягів випуску акцій та облігацій склалося не на користь останніх: якщо у 2008 році розмір облігаційних позичок був лише на 11% менший за обсяг корпоративного фінансування, то вже станом на 1 січня 2010 року частка таких запозичень становила лише десятину обсягу випуску акцій. Упродовж 2010 року ситуація кардинально не змінилася (рис. 3.16) [292].

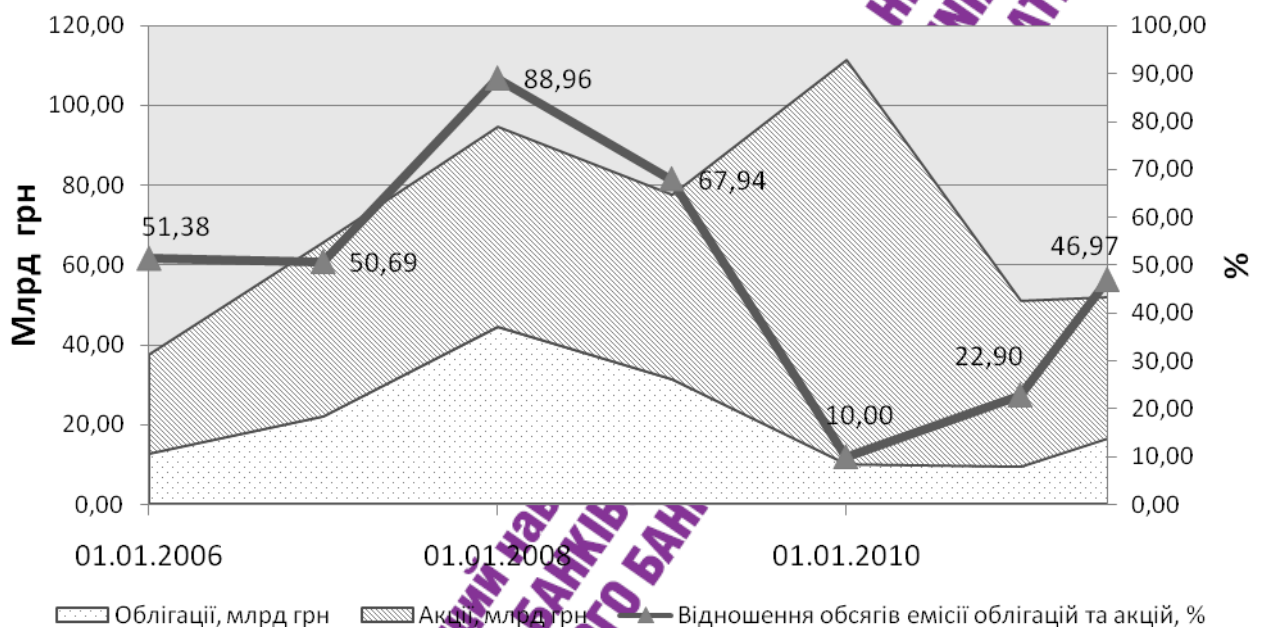


Рисунок 3.16 – Обсяги зареєстрованих ДКЦПФР випусків акцій та облігацій у 2005 – вересні 2010 року [292]

Особливо слід підкреслити, що ринок акцій у 2009 році перетворився в локомотив розвитку ринку цінних паперів, демонструючи зростання у 2,2 раза порівняно з 2008 роком. Однак такий оптимізм тривав недовго на фоні значного падіння за досліджуваний період 2010 року порівняно з відповідним у 2009 році майже у 2,7 раза (або на 47,52 млрд грн). У першій половині ДКЦПФР зареєструвала 349 випусків акцій обсягом 35,30 млрд грн. Порівняно з відповідним періодом попереднього року сума зареєстрованих емісій акцій у першому півріччі 2011 року зросла на 17,71 млрд грн, або удвічі [292].

Упродовж січня – березня 2011 року порівняно з аналогічним періодом попереднього року вартість зареєстрованих ДКЦПФР емісій акцій зросла на 6,35 млрд грн. Великі за обсягами випуски відповідних пайових цінних паперів, що здійснили суттєвий вплив на загальну структуру зареєстрованих емісій акцій упродовж досліджуваного періоду, проведено наступними банківськими установами, з метою збільшення статутного капіталу, зокрема ПАТ «Всеукраїнський банк розвитку», ПАТ «Кредитпромбанк», ПАТ АКБ «Імексбанк», ПАТ КБ «Надра» ПАТ «Державний експортно-імпорتنний банк України», ПАТ «Альфа-Банк», ПАТ «Банк «Петрокомерц-Україна» та деякими іншими [111].

У першій половині 2011 року найбільша питома вага всіх зареєстрованих ДКЦПФР облігаційних випусків належала юридичним особам (недепозитним корпораціям), хоча емісія з боку банківських установ мала порівнянний обсяг. При цьому найбільшими емітентами виявилися ТОВ «ЕСУ» та ПАТ «КБ «Приватбанк» (табл. 3.8).

Таблиця 3.8 – Емітенти, які зареєстрували максимальні облігаційні випуски у першому півріччі 2011 року

Назва емітента	Обсяг випуску, млн грн	Частка у загальному обсязі емісій, %
ТОВ «ЕСУ»	5300	31,96
ПАТ «КБ «Приватбанк»	2000	12,06
ПАТ «КБ «Правекс-банк»	500	3,02
ТОВ «Агрокомплекс «ЕСУ»	300	1,81
ПАТ «Київхліб»	150	0,90

За різними даними, розміри біржової торгівлі у 2010 році зазнали відчутних змін у бік збільшення. За статистичними матеріалами видання «Цінні папери України», у січні–грудні 2010 року розміри виконаних біржових контрактів із цінними паперами на організаторах торгівлі становили 131,2 млрд грн, що у 3,5 раза (в абсолютному вимірі – на 95,2 млрд грн) більше за показник попереднього року (36,0 млрд грн). Вартість проведених біржових контрактів на вітчизняних організаторах торгівлі в межах вторинного ринку дорівнювала 88,9% від

їх сукупного обсягу (116,6 млрд грн), а на первинному ринку – 11,1% (5,2 млрд грн) [311].

Згідно зі статистично-інформаційним обстеженням ДКЦПФР, вже упродовж перших дев'яти місяців 2010 року обсяги виконаних контрактів на організаторах торгівлі становили в сукупності 185,5 млрд грн, тобто більш ніж у 5 разів перевищивши розміри торгівлі впродовж всього попереднього року. При цьому частка біржового ринку зросла до 20,6%.

Капіталізація лістингових компаній українського фондового ринку станом на 01.07.2011 року становила 250,3 млрд грн, що на 73,4% більше за відповідний показник минулого року. Обсяг біржових договорів (контрактів) із цінними паперами впродовж першої половини 2011 року становив 113,6 млрд грн (рис. 3.17).

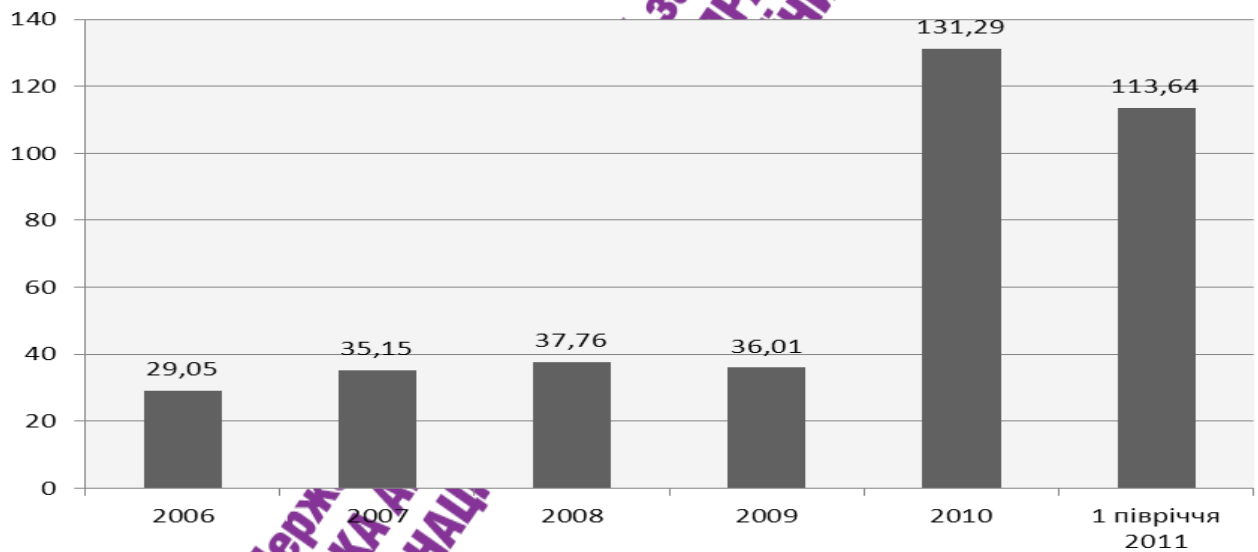


Рисунок 3.17 – Обсяг біржових договорів (контрактів) із цінними паперами на вітчизняних організаторах біржової торгівлі з 2006 року по 1 півріччя 2011 року, млрд грн (складено на основі [99, 97]).

Так, у третьому кварталі 2010 року обсяги торгів цінними паперами на вторинному ринку досягли 252,9 млрд грн, що відповідало 87,9% у загальній структурі торгівлі (проти 34,8 млрд грн на первинного ринку). Продаж ОВДП становив 4,4% від всього обсягу реалізації на біржовому ринку (табл. 3.9) [291].

Таблиця 3.9 – Обсяг виконаних договорів торговцями цінними паперами з розподілом за видами ринку, місцем виконання договору та видами цінних паперів у III кварталі 2010 року, млн грн [291]

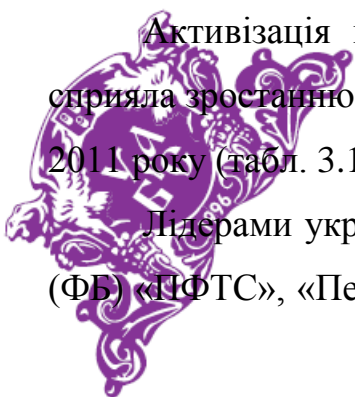
Вид ринку	Вид цінного папера	Біржовий ринок	У тому числі:		Позабіржовий ринок
			продаж ОВДП	продаж цінних паперів, що належать державі	
Первинний ринок	Акції	11,43	0	0	54,99
	Облігації підприємств	2 614,92	0	0	258,95
	Інші цінні папери	17 904,25	0	0	34 527,82
	Всього на первинному ринку	20 530,61	0	0	34 841,77
Вторинний ринок	Акції	21 005,42	0	0	72 961,13
	Облігації підприємств	1 640,79	0	0	13 279,08
	Інші цінні папери	31 463,31	2 378,05	0	166 721,65
	Разом на вторинному ринку	54 109,52	2 378,05	0	252 961,86
Разом			74 640,13		287 803,62

Максимальні розміри виконаних біржових контрактів у 2010 році були реалізовані з облігаціями внутрішньої державної позики – 60,8 млрд грн (46,4% загальної вартості) та з акціями – 52,7 млрд грн (40,1%) [311].

У розрізі сукупного обсягу операцій з цінними паперами в Україні традиційно найбільша частка належить виконанню контрактів з акціями, ОВДП та векселями. Зокрема, у четвертому кварталі 2010 року вони становили відповідно 33,5%, 30,0% та 20,42%. Розміри проданих інвестиційних сертифікатів становили більше 36 млрд грн, або 7,2%.

Активізація вторинного ринку акцій та державних облігацій України сприяла зростанню обсягів торгів на фондових майданчиках у першому півріччі 2011 року (табл. 3.10).

Лідерами українського біржового ринку у 2010 році стали Фондові біржі (ФБ) « ПФТС », « Перспектива » та « Українська біржа ». Зокрема, сукупний обсяг



виконаних біржових договорів на ФБ «ПФТС» досягнув рівня майже 61,0 млрд грн, на ФБ «Перспектива» – 36,6 млрд грн, на «Українській біржі» – 27,5 млрд грн [311].

Таблиця 3.10 – Динаміка виконаних договорів торговцями цінними паперами за їх видами у 2006 – першому півріччі 2011 року (складено на основі [99, 97])

Вид цінного паперу	2006	2007	2008	2009	2010	1 півріччя 2011
Акції	6,95	13,61	11,82	13,54	52,71	45,33
Державні облігації України	8,51	2,77	8,55	8,18	60,86	39,23
Облігації підприємств	12,13	17,36	16,61	7,07	6,71	11,2
Облігації місцевих позик	0,99	0,79	0,46	0,03	0,14	0,25
Інвестиційні сертифікати	0,33	0,43	0,2	7,14	7,14	6,58
Похідні цінні папери	0,09	0,05	0,12	0,05	3,73	11,05
Інші цінні папери	0,05	0,13	–	–	–	–
Разом	29,05	35,14	37,76	36,01	131,29	113,64

У цілому у 2010 році обсяги торгівлі цінними паперами зросли на 45% порівняно з минулим роком. А порівняно з 2008 роком частка організованого ринку України зросла з 4,27 до 8,48% відповідно (рис. 3.18).

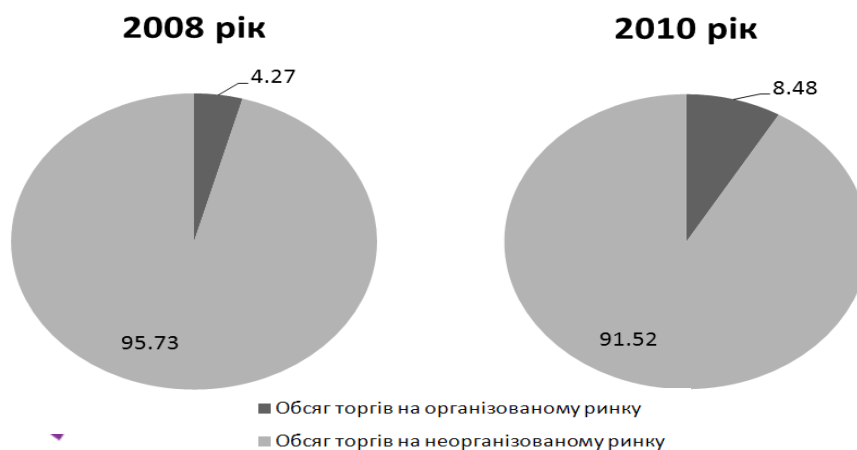


Рисунок 3.18 – Частка обсягів торгівлі цінними паперами на організованому та неорганізованому ринках України у 2008 та 2010 роках відповідно (складено на основі [291, 98, 217])



На початку XXI століття спостерігалася позитивна тенденція до зростання ринкової капіталізації фондового ринку України (рис. 3.19). Зокрема, у 2007 році, збільшившись у 2,5 раза, вона досягла 78,3 млрд грн, а порівняно з 2001 роком зростання становило 6905%. У кризовий період сукупна ринкова вартість цінних паперів, які обертаються на вітчизняному фондовому ринку, різко зменшилася та становила у 2009 році менше 145 млрд грн, що на 74,2% менше за відповідний показник 2007 року.

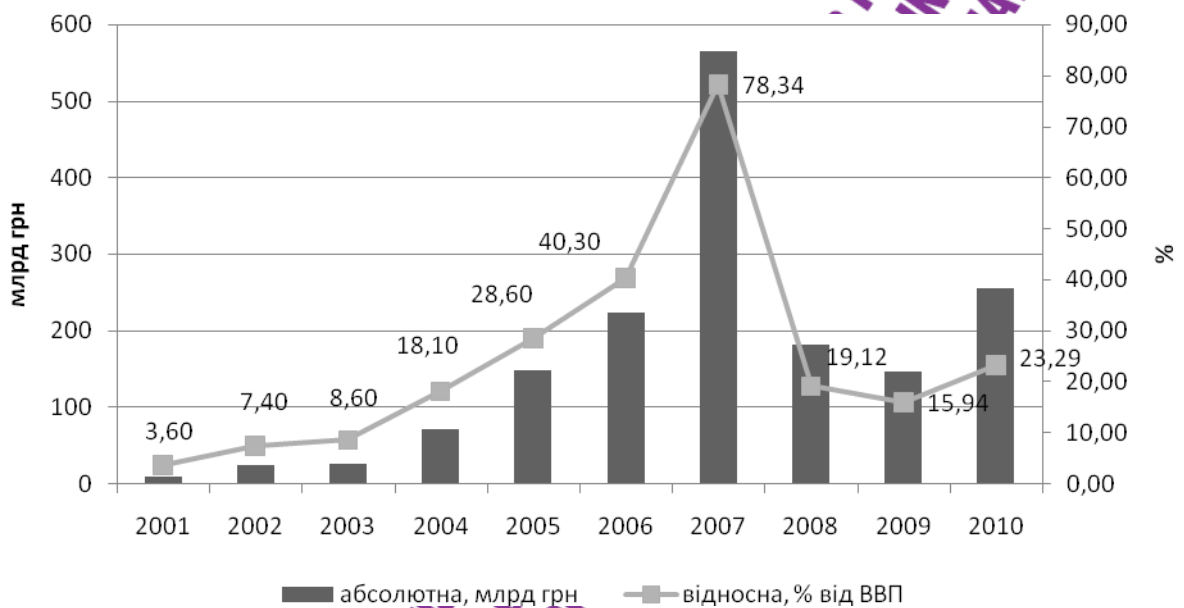


Рисунок 3.19 – Абсолютна та відносна капіталізація ПФТС упродовж 2001–2010 років (складено на основі [242])

Як бачимо, відносна капіталізація ринку зростає та зменшується паралельно зі збільшенням та скороченням абсолютної вартості торгівлі відповідно. Так, якщо у 2007 році такий показник становив 78,3% від ВВП країни, то у період ринкового «дна» він зменшився до 15,9%. А втім, у 2010 році спостерігалася відчутне поживлення динаміки вартості цінних паперів: абсолютна капіталізація зросла на 75%, а відносна – на 7,35 відсоткових пункти.

На думку О. В. Собкевич [282], відносна капіталізація поряд із системою інших показників (табл. 3.11) належить до ключових індикаторів безпеки функціонування фондового ринку.

Таблиця 3.11 – Індикатори безпеки функціонування фондового ринку
(складено на основі [282, 15, 27, 10])

Індикатор, %	Фактичні значення		Порогове значення
	2006	2010	
Відношення обсягу капіталізації фондового ринку до ВВП	41,6	23,3	≥60
Темпи приросту капіталізації фондового ринку щодо темпів приросту ВВП	238,0	3,8	≥10
Частка торгівлі на неорганізованому ринку у загальному обсязі торгів ЦП	94,1	91,5	<25–30
Частка низьколіквідних акцій у загальній кількості представлених акцій у лістингу біржі (ПФТС)	85,2	91,7	≤60
Частка ОВДП у сумі державного боргу за цінними паперами	22,3	59,9	≥70
Дохідність ОВДП	9,26	10,05	<4
Відношення дохідності ОВДП до темпів зростання ВВП	0,39	0,51	≤1
Відношення вартості чистих активів інститутів спільного інвестування, що належить населенню, до депозитів населення	0,37	–	≥3
Частка іноземних портфельних інвестицій у цінні папери щодо іноземних інвестицій у цілому	17,0	–	>25, але <50
Частка вкладень нерезидентів в українські облігації	35,3	–	≤12

Максимальні обсяги виконаних біржових контрактів з цінними паперами на українських організаторах фондової торгівлі впродовж останніх двох років здійснено в IV кварталі 2009 року (58,74% від загального обсягу виконаних біржових контрактів на організаторах торгівлі у 2009 році). У першій половині 2011 року обсяг біржових договорів (контрактів) із фінансовими інструментами на вітчизняних організаторах торгівлі на вторинному ринку становив 74,22% від сукупного обсягу укладених біржових договорів (контрактів), тоді як за відповідний період 2010 року цей показник становив майже 95% (табл. В1-2).

Упродовж січня – вересня 2010 року порівняно з даними аналогічного періоду 2009 року обсяг біржових контрактів (договорів) на організаторах торгівлі збільшився майже у 5,5 раза (або на 63,95 млрд грн) (січень – вересень 2009

рік – 14,86 млрд грн). В цілому ж, за досліджуваний відрізок часу обсяги торгів на організаторах зросли на 18,83%, причому найбільше зростання продемонструвала Українська біржа з 343,69% приросту. Аутсайдером торгів виявилася фондова біржа «Іннекс», яка зменшила активність більш ніж на 90% (не враховуючи, що в межах «Південноукраїнської торговельно-інформаційної системи» операції взагалі не проводилися) [98].

Фондова біржа ПФТС у 2010 році спромоглася частково відновити позиції, втрачені нею у 2009 році, збільшивши власну частку в загальному обсязі ринкової капіталізації з 38,75% до 54,70% відповідно та утримавши першість в розмірі торгів (див. рис. 3.20). В абсолютному вимірі капіталізація лідера торгів станом на 27.04.2011 року становила 207 065 млн грн. Утім у 2011 році ПФТС знову втратила торгові позиції, і станом на 27.04.2012 року її капіталізація становила 135 834 млн грн [242].



Рисунок 3.20 – Розподіл виконаних біржових контрактів із цінними паперами на організаторах торгівлі у 2008–2011 роках (складено на основі [242])

У першій половині 2011 року загальна консолідація ринку послуг організаторів торгівлі на фондовому ринку продовжилася: частка інших орга-

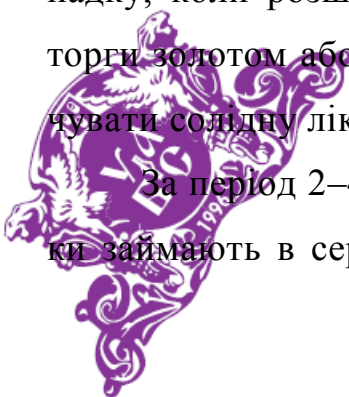
нізаторів, крім трьох провідних (ПФТС, Української біржі та Фондової біржі «Перспектива»), скоротилася з 20,43% у 2009 році до 1,56% (у 2010 їх частка становила 5,57%) (рис. 3.20).

Упродовж 2010 року індекс ПФТС зріс на 70,0%, індекс «Української біржі» – майже на 68,0%. Остання на початку лютого 2011 року повідомила про рекордний обсяг торгів у 0,55 млрд грн, з якого 0,45 млрд грн припало на угоди з акціями, а решта – з ф'ючерсами. Попередній рекорд у 400 млн грн був установлений у середині грудня 2009 року [172].

На фондовому ринку України спостерігається поступове зростання ролі та значення приватних інвесторів. Зокрема, кількість торгових рахунків фізичних осіб на Українській біржі впродовж 2011 року збільшилася на 1 тис. осіб – до 6 тис., і кілька років поспіль цей показник, за прогнозами експертів, може зростати у кілька разів. Питома вага приватних інвесторів у загальному обсязі угод із цінними паперами на зазначеному майданчику становить четверту частину, а в загальній кількості угод – до 40–45%. На строковому ринку ці показники становлять 35 та 45–50% відповідно [109].

У цілому ж ліквідність на вітчизняних фондових майданчиках поки що є досить низькою, а кількість трейдерів-фізичних осіб – занадто малою (близько 5 тисяч осіб на біржі ПФТС). Стимулювальним фактором розвитку є поступове збільшення тривалості торгової сесії, що можна оцінити позитивно як для професійних учасників ринку (торговців), так і для інтернет-трейдерів, оскільки з'являється додатковий час, щоб відреагувати на новини і динаміку американського фондового ринку. Експерти вважають, що про подальше подовження робочого біржового дня можна буде говорити у випадку, коли розшириться біржовий інструментарій (наприклад, почнуться торги золотом або ф'ючерсом на золото), а фізичні особи зможуть забезпечувати солідну ліквідність ринку [284].

За період 2–4 кварталів 2010 року в загальній структурі торговців банки займають в середньому 23,1% від загального обсягу операцій, інвести-



ційні компанії – 21,9%. Найбільша частка належить всім іншим торговцям – майже 55% (рис. 3.21).

Якщо за обсягами договорів банки займають друге місце, то за їх кількістю, яка відповідає такому обсягу, – останнє, що свідчить про більшу середню вартість кожного конкретного договору з продажу цінних паперів (рис. 3.22).

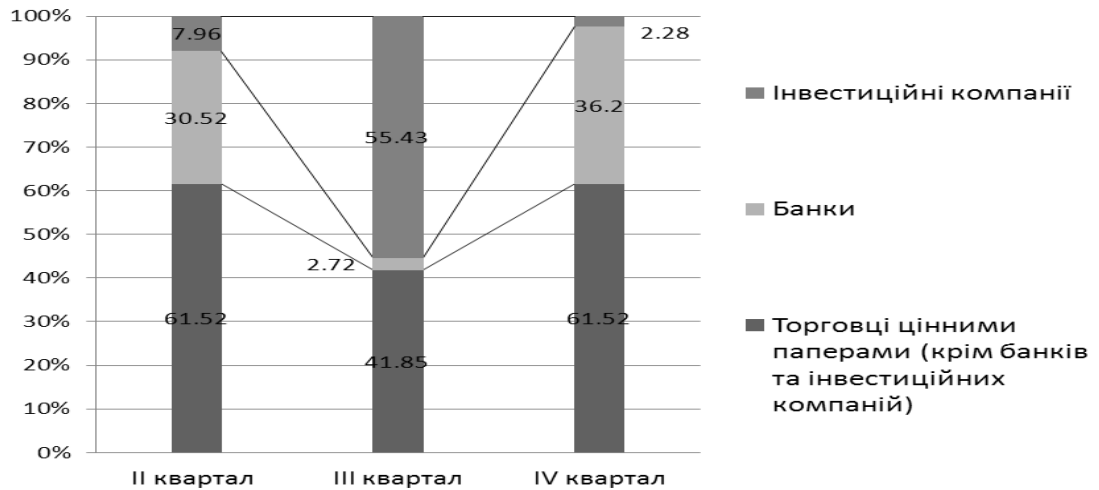


Рисунок 3.21 – Структура фондового ринку за часткою кожного з типів торговців цінними паперами у 2–4 кварталах 2010 року (складено на основі [216, 217])

Отже, підсумок проведеного дослідження можна сформулювати у вигляді таких положень, які характеризують стан вітчизняного ринку цінних паперів:

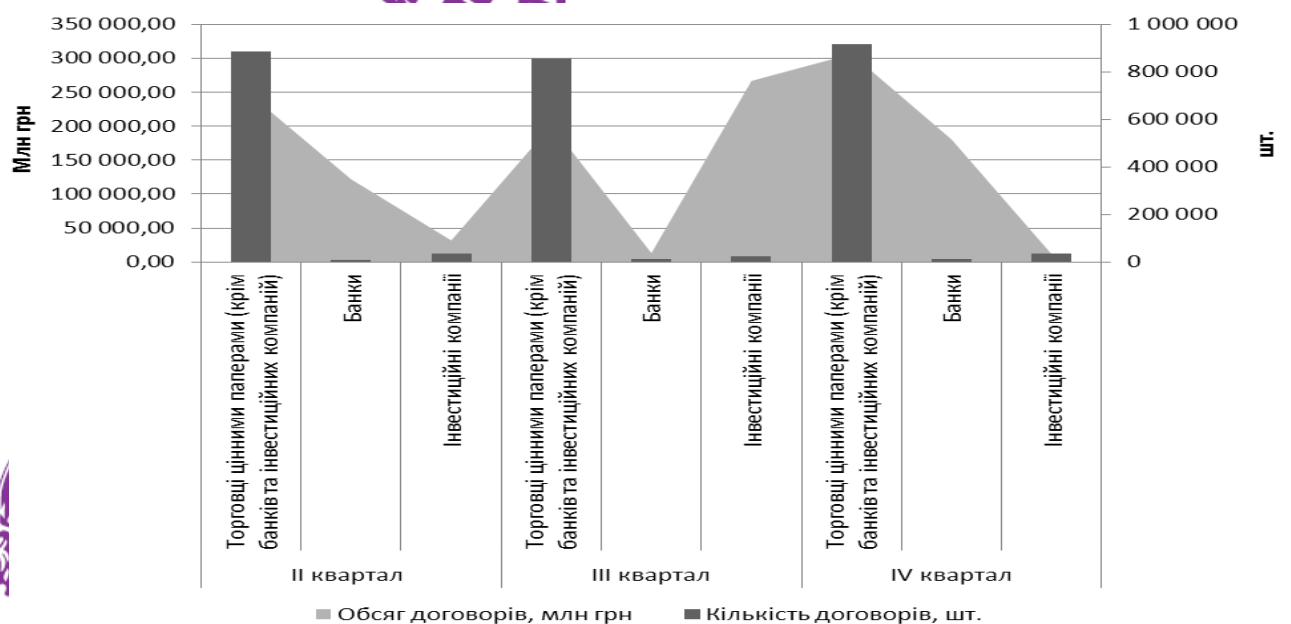


Рисунок 3.22 – Розподіл торговців цінними паперами за кількістю укладених угод та обсягами реалізації впродовж 2–4 кварталів 2010 року (складено на основі [216, 217])

- незначна інвестиційна роль фондового ринку (мала частка загального обсягу емісії здійснюється з метою залучення грошових коштів);
- низький рівень капіталізації фондового ринку;
- висока частка торгівлі на неорганізованому ринку, з одного боку, та первинному ринку – з іншого;
- низький рівень ліквідності фондового ринку;
- відсутність потужних інституційних інвесторів;
- висока дохідність облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП);
- низька активність інвесторів – фізичних осіб;
- нераціональне співвідношення ОВДП та облігацій зовнішньої державної позики (ОЗДП) у загальній сумі боргу держави;
- децентралізація фондової торгівлі;
- недостатній рівень прозорості ринку та недосконалість інформаційного забезпечення;
- відсутність повноцінної депозитарної системи (ліцензована діяльність двох окремих депозитаріїв: ПАТ «Національний депозитарій України» та ПрАТ «Всеукраїнський депозитарій цінних паперів»).

Нестабільність глобальних ринків капіталу, криза реального сектору економіки та інші прояви світової фінансової кризи негативно вплинули на фінансову стійкість вітчизняного сектору парабанківських установ, у першу чергу за рахунок зменшення банківських активів та погіршення їх якості, зростання бюджетного дефіциту, девальвації національної валюти, негативних перетворень у структурі платіжного балансу та скорочення експортних можливостей, а також зниження обсягу закордонних позик.

Головними факторами несприятливого впливу на діяльність небанківських фінансових установ (НФУ) України у 2010 році слід вважати заморожування депозитів учасників фінансового ринку та їх клієнтів у проблемних банках та падіння ринкової вартості цінних паперів, у тому числі й тих інструментів,

що знаходилися у структурі активів недержавних пенсійних фондів і страхових компаній. Результатом таких подій стало скорочення прибутковості та рівня спеціальних резервів, сформованих інститутами для покриття в подальшому виплат своїм клієнтам [225].

На початку 2011 року Державний реєстр фінансових установ налічував 1980 НФУ, що на 30 установ менше, ніж на початку 2010 року. Серед них слід виокремити 659 кредитних спілок, 456 страхових компаній, 426 ломбардів, 221 фінансову компанію, 101 недержавний пенсійний фонд (НПФ) та 43 адміністраторів НПФ. Незважаючи на стимулюючі заходи з боку державних органів управління, активи цього сегменту фінансових посередників на сьогодні залишаються незрівнянно малими поряд із активами комерційних банків. Зокрема, в сукупності активи комерційних банків та НФУ станом на перше січня 2011 року становили більше одного трильйона гривень, у тому числі банків – 942 млрд грн, або 93%, НФУ – майже 70 млрд грн, або 7% (табл. 3.12) [225].

Таблиця 3.12 – Активи небанківських фінансових установ на кінець 2008–2011 років (складено на основі [225])

Активи	2008		2009		2010		2011 млн грн	Темпи приросту, %	
	млн грн	%	млн грн	%	млн грн	%		2009 до 2008	2010 до 2009
Страхові компанії	41930,50	67,99	41970,10	66,78	45234,60	64,75	45248,50	0,09	7,78
Кредитні спілки	6064,90	9,83	4218,00	6,71	3432,20	4,91	2432,80	-30,45	-18,63
Фінансові компанії	6011,80	9,75	7578,50	12,06	10226,90	14,64	–	26,06	34,95
Юридичні особи публічного права	3269,90	5,30	4513,20	7,18	6430,40	9,21	6273,10	38,02	42,48
Інші кредитні установи	3253,50	5,28	3092,10	4,92	2498,90	3,58	2492,80	-4,96	-19,18
Недержавні пенсійні фонди	612,20	0,99	857,90	1,37	1144,30	1,64	1306,40	40,13	33,38
Ломбарди	525,30	0,85	618,90	0,98	888,20	1,27	1077,50	17,82	43,51
Загальні активи	61668,10	100,00	62848,70	100,00	69855,50	100,00	58831,10	1,91	11,15

Обсяг активів НФУ на початок 2011 року порівняно з попереднім періодом збільшився і становив близько 70,0 млрд грн. Зокрема, станом на 01.01.2011 року найбільшу питому вагу займають активи страхових компаній

(65%). У таблиці 3.13 відображено обсяги наданих упродовж року фінансових послуг за типами фінансових установ [225].

Таблиця 3.13 – Обсяги наданих фінансових послуг у 2008–2010 рр. [225]

За видами установ (показники на кінець періоду)	2008	2009	2010	Темпи приросту, %	
				2009 до 2008	2010 до 2009
Страхові компанії - надходження валових страхових премій	24 008,60	20 442,10	23 081,70	-14,9	12,9
Фінансові компанії - обсяг послуг	19 610,10	24 236,60	29 303,80	23,6	20,9
Кредитні спілки - видані кредити	5 572,80	3 909,10	3 349,50	-29,9	-14,3
- внески на депозитні рахунки	3 951,10	2 959,30	1 945,00	-25,1	-34,3
Юридичні особи публічного права - видані кредити	2 898,20	2 561,70	2 421,40	-11,6	-5,5
Інші кредитні установи - видані кредити	2 901,00	1 805,40	1 408,40	-37,8	-22,0
Ломбарди - видані кредити під заставу	2 126,80	3 505,00	5 503,10	64,8	57,0
Недержавні пенсійні фонди - пенсійні внески	582,9	754,6	925,4	29,5	22,6

Хоча ми раніше і визначили, що страховий ринок лише опосередковано впливає на функціонування інвестиційного ринку, проте показникам його діяльності (як найбільшого капіталізованого сегмента небанківських установ фінансової системи) слід приділити особливу увагу.

Так, загальна кількість страхових компаній станом на 01.07.2011 року становила 446 (проти 456 шістьма місяцями раніше), у тому числі компаній зі страхування життя («лайфових») – 65; компаній, які займалися видами страхування, іншими, ніж страхування життя («нелайфових»), – 373 компаній (станом на 01.01.2010 року – 450 компаній, у тому числі компаній типу «life» – 72, «non-life» – 378 компаній) [241].

За результатами 2010 року сукупні активи страховиків продовжили зростання (рис. 3.23), однак говорити про високі темпи такого збільшення поки що не доводиться. Так, середні квартальні темпи приросту сукупних активів становили майже 800,0 млн грн (менше 1,8 млн грн на одного страховика), або 1,9% [7].

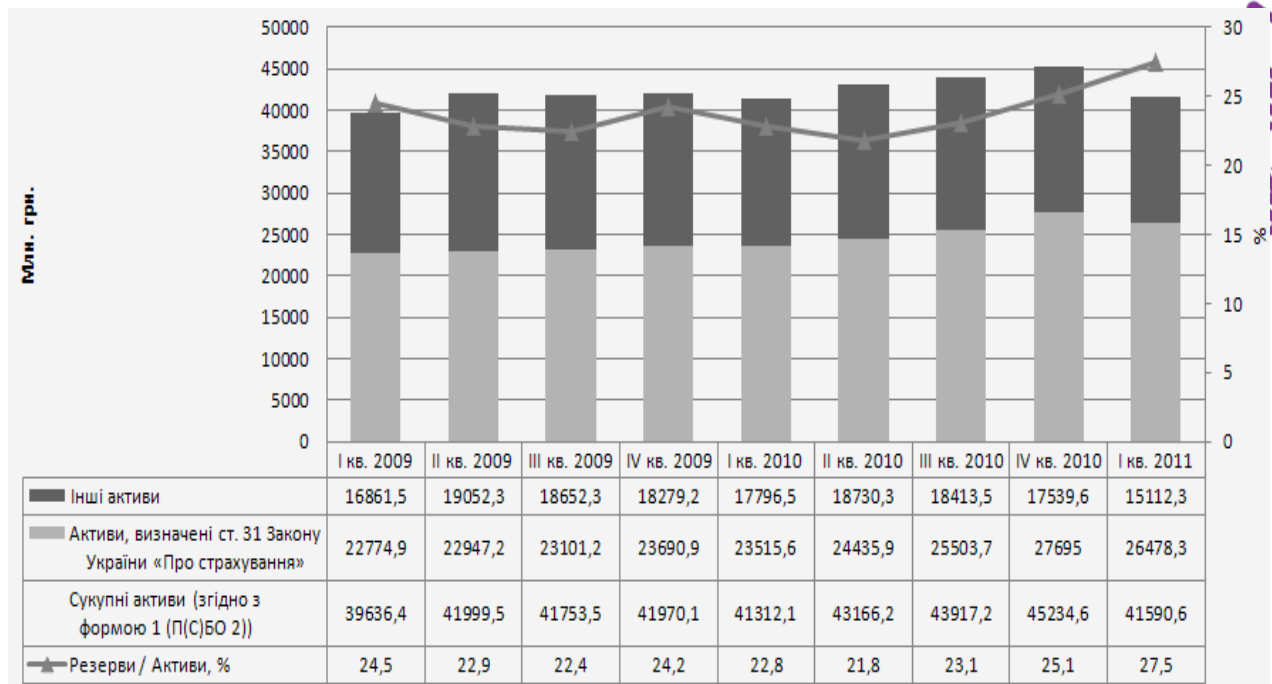


Рисунок 3.23 – Активи страхових компаній у 2009–2011 роках (складено на основі [7, 241])

Станом на 01.07.2011 року обсяг сукупних активів страхових компаній становив 42845 млн грн (проти 45235 млн грн на початку року), що на 5,3% менше за відповідний показник першої половини 2010 року. Розміри активів, регламентованих статтею 31 Закону України «Про страхування», зросли впродовж того ж періоду майже на 7,0% (хоча проти початку 2011 року були меншими) до рівня 26143 млн грн. Слід підкреслити, що традиційною проблемою для вітчизняних страхових компаній залишається недостатність на фондовому ринку ліквідних цінних паперів для проведення диверсифікованої політики інвестиційних вкладень [241].

У 2010–2011 роках у цілому простежується поступове відновлення ринку страхових послуг, хоча показники ще не досягли докризових рівнів. У 2010 році порівняно з попереднім періодом обсяги надходжень валових страхових премій зросли на 2 639,6 млн грн (майже 13,0%), а значення надходжень чистих страхових премій зросло на 670,0 млн грн, або 5,3%. Найбільший внесок у зростання валових страхових премій, порівняно з 2009 роком, належить внутрішньому перестрахованню зі зростанням на 1970,0 млн грн (25,3%).

Слід підкреслити, що обсяги внутрішнього перестраховування у 2010 році перевищили докризовий рівень на 21,5%. У контексті цього процесу до 2011 року відбувалося скорочення частки чистих страхових премій у валових преміях страхових компаній: 2008 рік – 67%; 2009 рік – 62%; 2010 рік – 58%. Провідним чинником (за видами страхування), який зумовив таку тенденцію, було зростання отриманих компаніями премій за майновими видами страхування: починаючи від страхування майна (на 191 млн грн, або 13%) і страхування від вогневих ризиків (на 225 млн грн, або 24%) до страхування вантажів та багажу (на 423 млн грн, або 112%). Страхування кредитів у 2010 році, навпаки, суттєво скоротилося порівняно з попереднім періодом (на 488 млн грн, або 66%), хоча обсяги власне банківського кредитування демонстрували незначне поживлення у тому періоді, що свідчить про відсутність прямого зв'язку між цими показниками. Ще один вид страхування – фінансових ризиків – скоротилося на 149 млн грн (17%) [241].

Питома вага чистих отриманих страхових премій компаній у валових страхових преміях упродовж першої половини 2011 року становила 68,9%, що на 10,9 відсоткових пунктів більше порівняно з першою половиною 2010 року [241] (рис. 3.24).

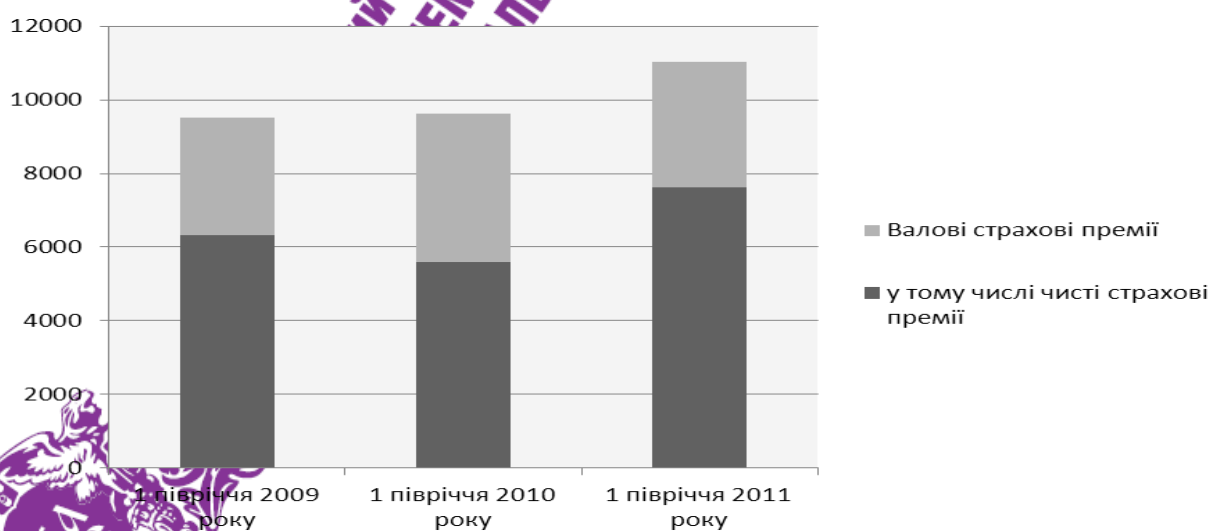


Рисунок 3.24 – Обсяг страхових премій у динаміці у першій половині 2009–2011 років, млн грн (складено на основі [240])

Розмір чистих страхових премій упродовж 2010 р. зріс на 2,9% (369,7 млн грн) і станом на 01.01.2011р. становив 13 327,7 млн грн, що становить 57,7% від валових страхових премій. Однак за результатами 2010 р. розмір чистих страхових премій був менший, ніж за результатами докризового 2008 року [7].

У першій половині 2011 року порівняно з першим півріччям 2010 року обсяг валових потоків від страхових премій зріс на 1406,1 млн грн, або 14,6% (до рівня 11042,0 млн грн), розмір чистих страхових премій продемонстрував зростання на 2,02 млрд грн, або 36,2%.

Основною детермінантою зазначених тенденцій порівняно з першим півріччям 2010 року стало активне зростання обсягу отриманих страхових платежів із деяких видів страхування, зокрема: обов'язкове страхування цивільно-правової відповідальності власників транспортних засобів (зростання валових страхових премій на 338,1 млн грн, або 44,0%), страхування життя (зростання відповідно на 200,5 млн грн, або 59,7%), страхування фінансових ризиків (зростання на 256,1 млн грн, або 23,4%); страхування відповідальності перед третіми особами (зростання на 145,7 млн грн, або 31,9%).

Із валового розміру отриманих страховими компаніями (від страхування та перестраховування) премій у першій половині 2011 року майже 48,0% надійшло від юридичних осіб (5284,0 млн грн) та 29,0% – від фізичних осіб (3204,0). У 2010 році питома вага надходжень від юридичних осіб становила лише 43,0% (4130,5 млн грн) [8].

Концентрація ринку «лайфового» страхування за часткою ринку трьох найбільших страховиків упродовж 2010 р. зменшилася на 4,6 відсоткових пунктів до рівня майже у 50,0%. У той самий час на 2,8 відсоткових пунктів зросла частка, яку займають 10 найбільших учасників ринку, і станом на перше січня 2011 року вона становила 83,7%.

Поточна кон'юнктура вітчизняного ринку страхування життя свідчить про те, що 20 найбільших страхових компаній такого сегмента (менше третини компаній за кількістю) концентрують близько 96% всіх валових премій ринку (рис. 3.25) [7].

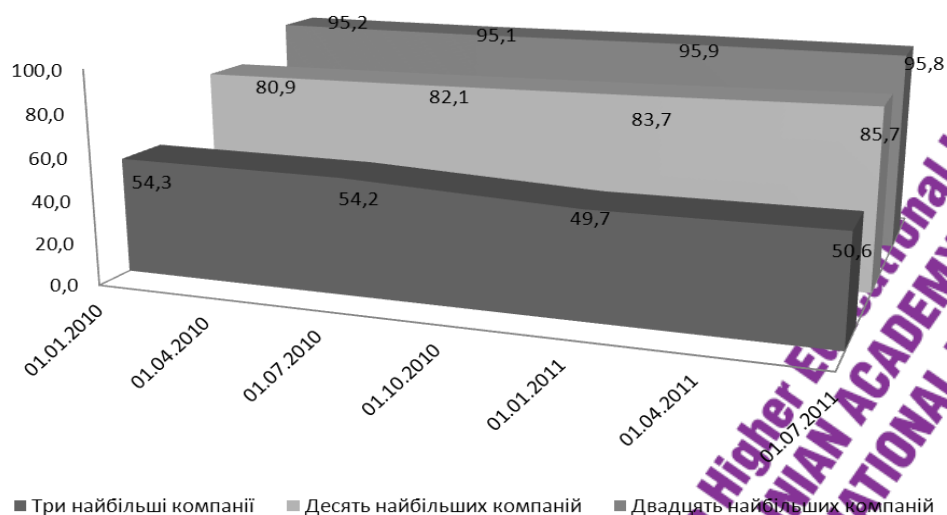


Рисунок 3.25 – Концентрація ринку «лайфового» страхування за розмірами валових премій у 2009–2011 роках, у відсотках до ринку в цілому (складено на основі [7, 241])

У розрізі видів страхування у першій половині 2011 року традиційний лідер – автостраховання (ОСЦПВ, КАСКО, «Зелена картка»), – зміцнив позиції, зайнявши майже половину ринку за обсягом отриманих компаніями чистих страхових премій (проти 38,0% у 2010 року). Відчутним було зростання питомої ваги страхування майна до 17,3% станом на перше липня 2011 року порівняно з 12,6% на початку того ж року (рис. 3.26).

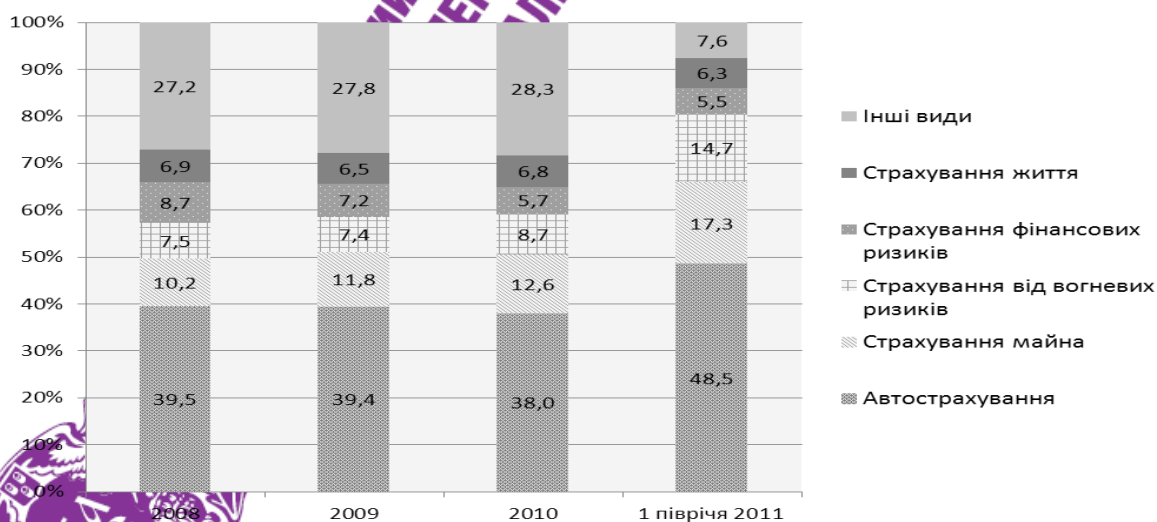


Рисунок 3.26 – Структура чистих страхових премій у розрізі видів страхування у 2008–2011 роках, % (складено на основі [7, 241])

Станом на 31.12.10 обсяг активів, дозволених для надання коштів страхових резервів, становив 27 695,0 млн грн (на 4 004,1 млн грн більше, ніж на відповідну дату 2009 року), які у розмірі 11 541,8 млн грн, використано з метою надання коштів страхових резервів [225].

Формування активів страхових компаній, регламентованих положеннями статті 31 Закону України «Про страхування», з метою надання страхових резервів (рис. 3.27) станом на 30.06.2011 порівняно з даними попереднього звітного періоду відбувалося за рахунок таких змін:

– обсяг активів компаній, дозволених для формування акціями, зріс на 754,6 млн грн (або на 7,6%) і становив 10633,3 млн грн (або 40,7% від сукупного обсягу активів);

– розмір активів, дозволених для формування за рахунок облігацій, збільшився на 298,7 млн грн (або на 69,9%) і становив 726,2 млн грн (або 2,8% від сукупного обсягу активів);

– розмір активів, дозволених для надання правами вимог до перестраховиків, збільшився на 254,0 млн грн (або на 9,0%) і становив 3145,0 млн грн (або 12,0% від загального розміру активів).

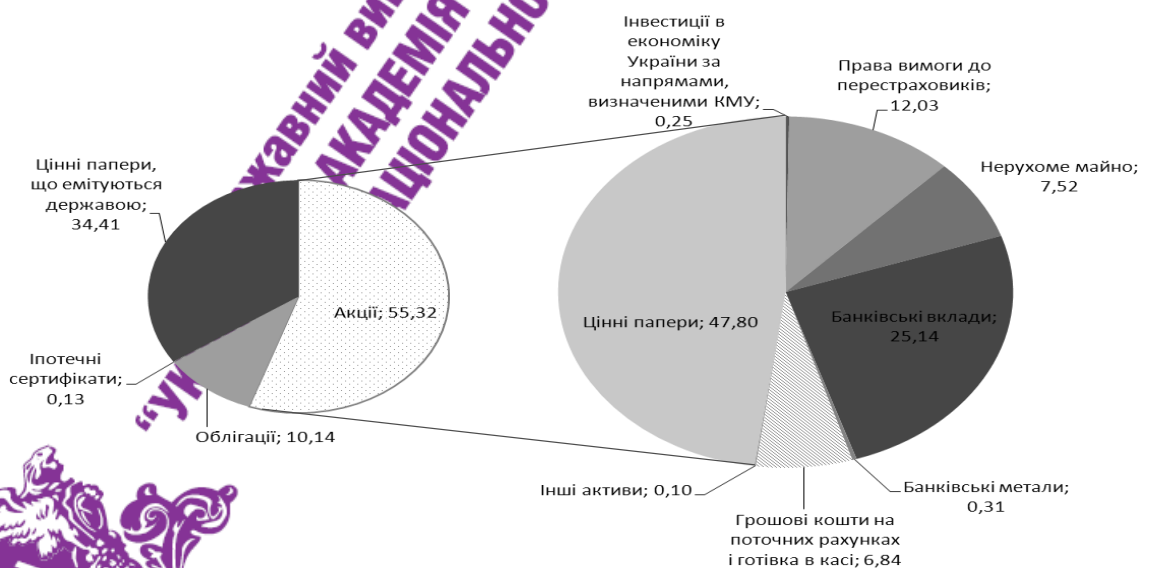


Рисунок 3.27 – Структура активів страхових компаній, дозволених для надання страхових резервів (згідно зі статтею 31 Закону України «Про страхування»), станом на 01.01.2011 року, % (складено на основі [225])

У структурі активів вітчизняних страхових компаній, які є базою для формування резервів зі страхування життя і технічних резервів (рис. 3.28), станом на 01.07.2011 порівняно з даними минулого року відбулися такі перетворення:

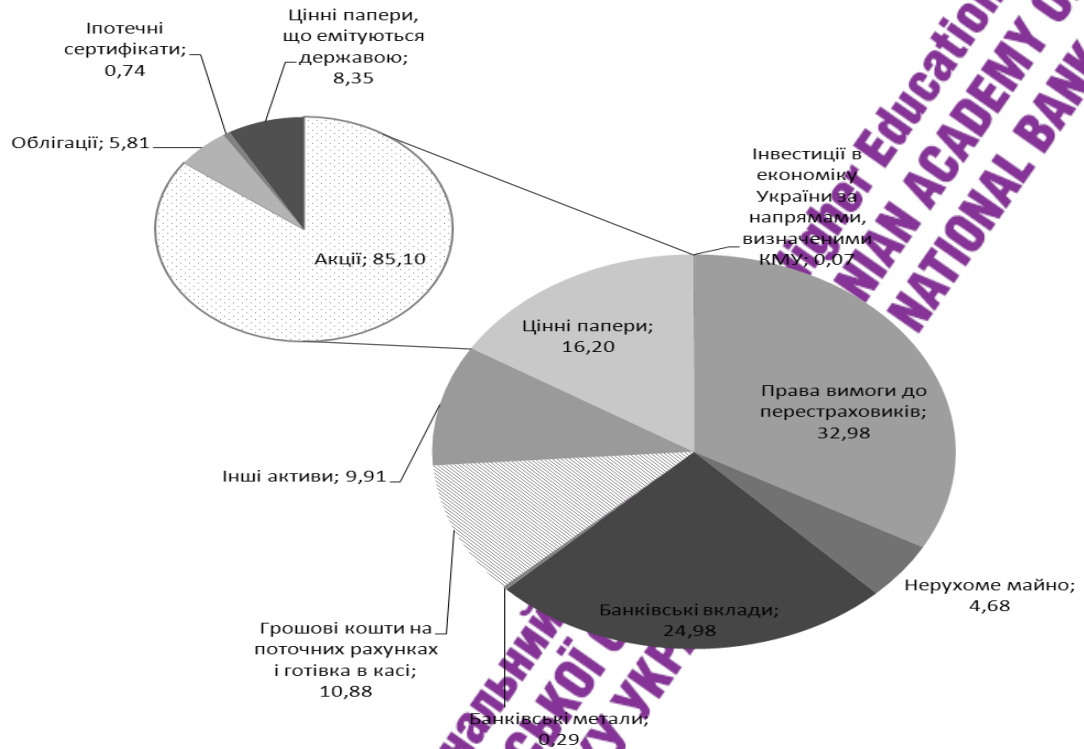
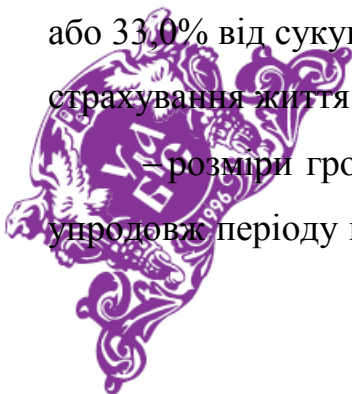


Рисунок 3.28 – Структура активів страхових компаній, якими представлено кошти резервів, станом на 01.01.2011 року, % (складено на основі [225])

– обсяг коштів, розміщених у банківських депозитах, зріс упродовж 6 місяців на 1 898,6 млн грн (або майже на 50,0%) і становив 5 740,7 млн грн, що становить 34,8% від сукупного розміру активів, за рахунок яких сформовані резерви зі страхування життя і технічні резерви;

– обсяг коштів, класифікованих як права вимоги до перестрахових компаній, зріс на 3 643,3 млн грн (або більш ніж утричі) і становив 5 438,9 млн грн, або 33,0% від сукупного розміру активів, за рахунок яких сформовані резерви зі страхування життя і технічні резерви;

– розміри грошових коштів на поточних рахунках компаній збільшилися упродовж періоду на 0,6 млрд грн (або на 54,5%) і становили 1,8 млрд грн (або



11,0% від сукупного розміру активів, за рахунок яких сформовані резерви зі страхування життя і технічні резерви;

– обсяг коштів, розміщених у акціях різних емітентів, збільшився на 153,1 млн грн (або на 11,6%) і становив 1 477,8 млн грн, що становить 9,0% від сукупного розміру активів, за рахунок яких сформовані резерви зі страхування життя і технічні резерви.

Основні результати діяльності кредитних спілок, юридичних осіб публічного права та інших кредитних установ за 2008 – першу половину 2011 року та динаміка основних показників діяльності кредитних установ упродовж зазначеного періоду наведені в табл. В.3 [238].

Ураховуючи загальне скорочення кількості членів вітчизняних кредитних спілок упродовж 2008–2010 років з 2670 до 1570 тис. осіб, у тому числі кількості позичальників з 578 тис. осіб до 343 тис. осіб, спостерігається зниження кількісних параметрів обслуговування кредитними спілками своїх клієнтів (у 2010 році позики отримали близько 300 тис. позичальників загальною вартістю 2135 млн грн, а середній розмір однієї позики становив 7,1 тис. грн і порівняно з 2009 роком (8,3 тис. грн) скоротився на 14,5%) [225].

Обсяги видачі кредитними спілками кредитів своїм членам, заборгованість за неповерненими та простроченими кредитами, а також частка прострочених та неповернених кредитів у кредитному портфелі кредитних спілок упродовж 2008 – першої половини 2011 року відображено на рисунку 3.29 [238].

Як бачимо, кардинальних змін у функціонуванні небанківських кредитних механізмів останнім часом не відбувається, про що свідчить поступове падіння розміру наданих спілками позик в економіку. Втім слід відмітити покращання кредитного портфеля за рахунок скорочення питомої ваги простроченості.

Система недержавного пенсійного забезпечення в Україні впродовж останніх років розвивається досить стриманими темпами.

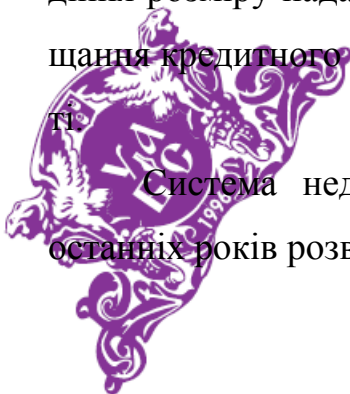




Рисунок 3.29 – Параметри кредитної діяльності кредитних спілок України і питома вага прострочених та неповернених кредитів у їх кредитному портфелі за 2008 – першу половину 2011 року (складено на основі [225])

З огляду на проведення державою реформування цієї сфери та відкриття широких можливостей для подальшого розвитку пенсійного забезпечення населення актуальним стає питання інтенсифікації діяльності відповідних комерційних установ. Ключові показники діяльності недержавних пенсійних фондів (НПФ) та темпи їх зміни наведені в таблиці 3.14 [235].

Станом на початок 2011 року кількість пенсійних контрактів, укладених адміністраторами недержавних пенсійних фондів з 56 139 вкладниками, становила 69741. З усієї кількості вкладників 2 385 (4%) – це юридичні особи, які здійснили 885,0 млн грн пенсійних внесків (95% від загального обсягу пенсійних внесків за системою недержавного пенсійного забезпечення), а 53754 вкладники, або 96%, – фізичні особи. Слід також підкреслити, що порівняно з другою половиною 2009 року кількість договорів, укладених адміністраторами з юридичними особами, збільшилася на 8%, а з фізичними особами – на 12% [240].

Таблиця 3.14 – Динаміка основних показників діяльності недержавних пенсійних фондів [235]

Недержавні пенсійні фонди	2008	2009	2010	1 квар- тал 2011	2 квар- тал 2011	Темпи приросту, %	
						2 квар- тал 2011/ 1 квартал 2011	1 квар- тал 2011/ 2010
Загальна кількість укладених пенсійних контрактів (тис. шт.)	62,3	62,5	69,7	70,6	69,7	-1,3	1,3
Кількість учасників за укладеними пенсійними контрактами (тис. осіб)	482,5	497,1	569,2	557,6	557,2	-0,1	-2,0
Загальні активи НПФ (млн. грн)	612,2	857,9	1144,3	1221,4	1265,9	3,6	6,7
Пенсійні внески (млн грн.), у т.ч.	582,9	754,6	925,4	967,2	1010,3	4,5	4,5
- від фізичних осіб	26,0	31,8	40,7	43,0	45,8	5,3	5,7
- від юридичних осіб	556,8	722,7	884,6	924,0	964,7	4,4	4,5
- від фізичних осіб-підприємців	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,0	0,0
Пенсійні виплати (млн грн)	27,3	90,1	158,2	172,0	187,3	8,9	8,7
Кількість осіб, що отримали / отримують пенсійні виплати (тис. осіб)	10,9	28,1	47,8	52,8	56,9	7,8	10,5
Сума інвестиційного доходу (млн грн)	86,8	236,7	433,0	488,9	511,0	4,5	12,9
Рівень витрат, що відшкодовуються за рахунок пенсійних активів (млн грн)	31,6	47,1	64,6	69,4	74,5	7,3	7,4

Станом на 01.07.2011 року кількість пенсійних контрактів, укладених адміністраторами недержавних пенсійних фондів з 58 180 вкладниками, становила 69712. Зазначена кількість договорів відповідала 2 391 вкладникам – юридичним особам (4,1% за кількістю), на яких відповідно припало 0,96 млрд грн пенсійних відрахувань у фонди (95,5% від загального розміру внесків за системою недержавного пенсійного забезпечення), а 55789 вкладників, або 95%, – це фізичні особи [240].

Загальний обсяг активів, акумульованих пенсійними фондами України, станом на 01.01.2011 року становив 1144,3 млн грн. Загалом упродовж 2010 року активи недержавних пенсійних фондів збільшилися на третину (на 286 млн грн) (рис. 3.30). Чиста вартість активів аналізованих установ упродовж того ж періоду зросла з 0,85 до 1,14 млрд грн, або на 33,5% [225].



Упродовж 2009–2011 років спостерігалось помірне зростання обсягу загальних активів недержавних пенсійних фондів. Однак у той самий час динаміка збільшення була неоднорідною та в кінці періоду квартальні темпи зростання уповільнилися до рівня 6,7% (проти 7,9% у першому кварталі 2009 року).

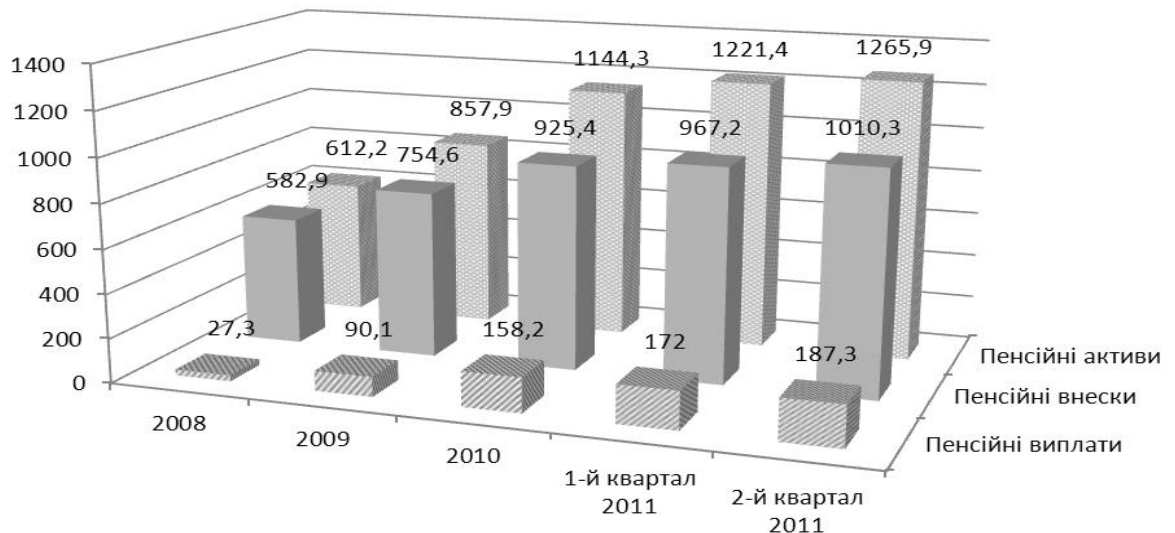


Рисунок 3.30 – Динаміка основних показників системи недержавного пенсійного забезпечення за 2008–2011 рр., млн грн (складено на основі [235])

Передусім це зумовлюється відчутним скороченням або тимчасовим припиненням сплати частиною вкладників у фонди пенсійних внесків на користь своїх учасників, що пов'язано з фінансовою кризою в країні, а також зростанням обсягу пенсійних виплат (зокрема одноразових). Максимальні темпи зростання зафіксовані у другому кварталі 2009 року, мінімальні – у другому кварталі 2010 року, тобто простежується певна сезонність динаміки активів (рис. 3.31) [238].

Загальна сума прибутку, отриманого від інвестування залучених пенсійних активів, станом на 01.07.2011 становила 0,51 млрд грн, або близько половини від усієї вартості розміщених клієнтами пенсійних внесків, продемонструвавши зростання впродовж другого кварталу 2011 року на 22 млн грн (4,5%).

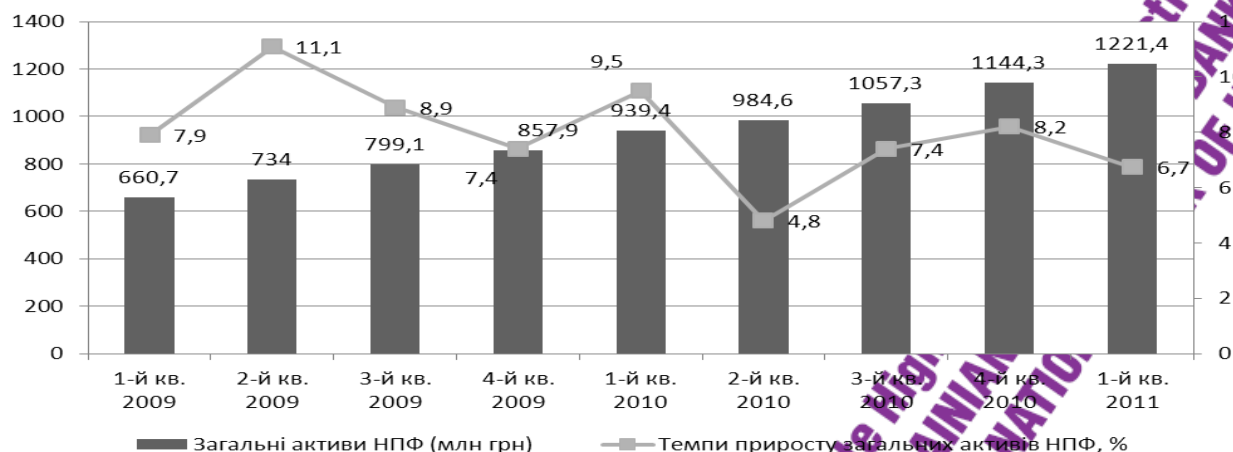


Рисунок 3.31 – Динаміка загальних активів НПФ у 2009–2011 роках (складено на основі [238, 240])

За результатами 2010 року, домінуючими напрямками інвестування пенсійних активів стали банківські депозити (35,8% інвестованих активів), акції вітчизняних емітентів (18,6%), облігації підприємств-резидентів України (15,8%), цінні папери, забезпечені гарантіями Кабінету Міністрів України (15,3%) (рис. 3.32) [238].

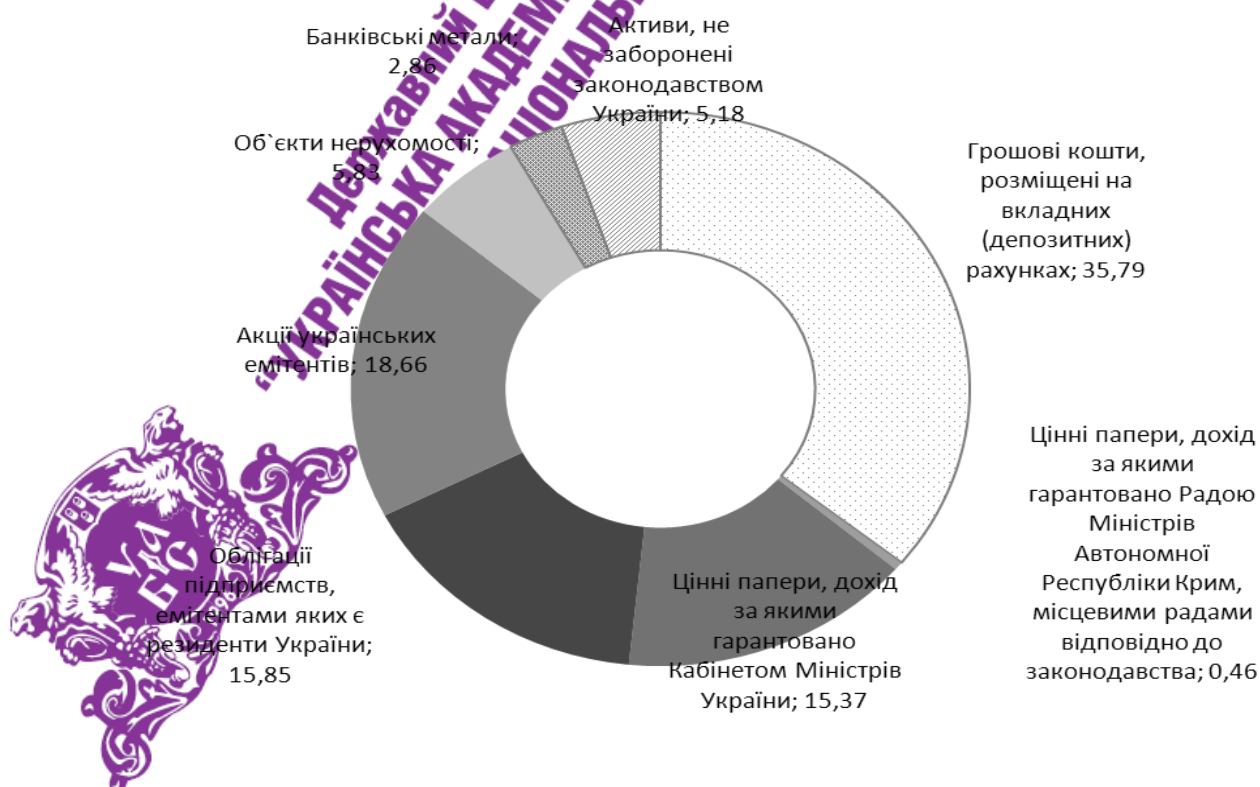


Рисунок 3.32 – Структура інвестованих пенсійних активів станом на 01.01.2011 року, % [225]

У 2010 році загальна структура інвестиційного портфеля українських НПФ мала такий розподіл:

– 35,0%, або 397 млн грн, сукупної вартості пенсійних активів вкладено у банківські депозити (станом на початок 2010 року – 40,0%, або 343 млн грн, відповідно);

– питома вага цінних паперів, забезпечених гарантіями Кабінету Міністрів України, в абсолютному розрахунку у консолідованому портфелі НПФ зроста з 141 млн грн у 2009 році до 170 млн грн у 2010 році, проте у відносному виразі скоротилася з 16,5% до 15,0% відповідно;

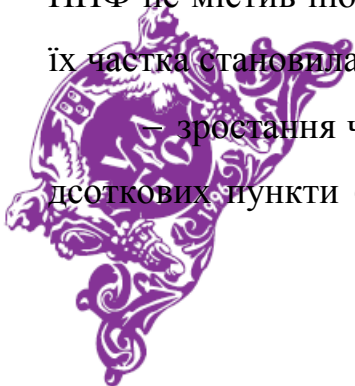
– питома вага корпоративних облігацій у консолідованому портфелі пенсійних фондів в абсолютному розрахунку зроста порівняно з 2009 роком з 162 млн грн до 178 млн грн, а у відносному розрахунку зменшилася з 19,0% до 15,5% відповідно;

– у 2010 році порівняно з попереднім періодом у консолідованому портфелі НПФ зроста частка акцій вітчизняних емітентів з 9,0% до 18,0%, або з 76 млн грн до 207 млн грн відповідно;

– у загальній вартості активів НПФ певною мірою скоротилася частка активів, інвестованих у цінні папери, дохід за якими гарантовано Радою Міністрів Автономної Республіки Крим, місцевими радами відповідно до законодавства (з 0,8% станом на початок 2010 року до 0,4% станом на початок 2011 року), у банківські метали (з 3,7% до 2,8% за той самий період);

– станом на початок 2011 року консолідований інвестиційний портфель НПФ не містив іпотечних цінних паперів (станом на кінець попереднього року їх частка становила менше 0,1%);

– зростання частки активів, інвестованих в об'єкти нерухомості на 3,5 відсоткових пункти (до рівня 5,6%) впродовж аналізованого періоду, а також у



інші активи, дозволені законодавством України (з 6,0% станом на початок 2010 року до 5,0% станом на початок 2011 року);

– обсяг коштів на поточному рахунку станом на кінець 2010 року становив 3,1 % (станом на кінець 2009 – 2,8%).

Відповідно до даних другого кварталу 2011 року домінуючими напрямками інвестиційного розміщення пенсійних активів стали: банківські депозити (31,5% усіх інвестованих активів), акції вітчизняних емітентів (19,4%), облігації українських компаній (17,8%) та фінансові інструменти (12,7%), дохід за якими підтверджується гарантією Кабінету Міністрів України [225].

Зокрема, структура кредитів, наданих кредитними спілками за видами впродовж 2008–2010 років, не зазнала помітних змін. Менеджмент кредитних компаній, розуміючи низьку платоспроможність позичальників, значно скоротив обсяги операцій, запровадивши більш жорсткі умови для надання кредитів та систему санкції в разі порушення кредитного договору та неповернення позичальниками коштів [238].

Скорочення впродовж періоду загальної фінансової нестабільності обсягів виробництва ключових видів промислової продукції та послуг дуже негативно позначилися на умовах проведення інвестиційних операцій, у тому числі недержавних пенсійних фондів, що істотно зменшило рівень прибутковості пенсійних активів. На сьогодні діяльність недержавних пенсійних фондів, як і інших компаній парабанківського сектору, замість активної участі у національному відтворювальному процесі пов'язана з намаганням забезпечити прийнятний рівень дохідності власних активів вище рівня інфляції.

Таким чином, на основі проведеного дослідження необхідно зробити висновок, що впродовж 2010–2011 років ключові показники діяльності небанківського посередництва набули позитивних кількісних змін та в цілому свідчать про поступову стабілізацію вітчизняного інвестиційного процесу. Однак нерозвиненість вітчизняного сектору небанківських фінансових установ продовжує тиснути на показники ефективності їх діяльності, стримує подальше зростання ринку та не призводить до якісних трансформацій у структурі останнього.

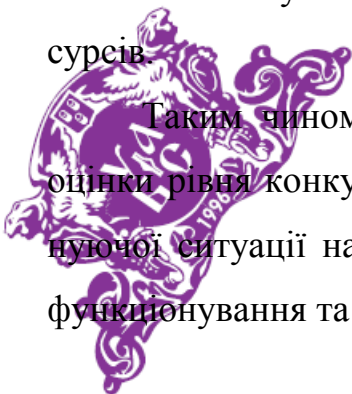
Кожний із розглянутих типів фінансових посередників, навіть якщо його діяльність прямо не пов'язана з наданням інвестиційних послуг населенню та суб'єктам господарювання (як у випадку з комерційними банками), фактично виступає на інвестиційному ринку як інституційний інвестор, розміщуючи фінансові активи в економіці країни (за рахунок процедури реального чи фінансового інвестування).

3.2 Стратегічні аспекти розвитку конкурентних відносин між суб'єктами фондового сегменту інвестиційного ринку України

У контексті дослідження особливостей функціонування інвестиційного ринку та характеристик, що його описують, особливого значення набуває аналіз рівня конкуренції. Справедливо зазначити, що конкуренція є тим елементом ринкової економіки, який забезпечує взаємодію попиту і пропозиції, та в разі адекватної реакції ринку урівноважує ціни на ньому.

У свою чергу, необхідно зауважити, що механізм дії інвестиційного ринку не може бути ефективним та повною мірою забезпечувати вимоги всіх суб'єктів, що проводять на ньому діяльність, без існування розвинутих форм конкуренції. Тільки високий рівень конкуренції на ринку може забезпечити підвищення якості та асортименту продуктів і послуг; стимулювальне зниження цін; впровадження науково-технічних досягнень та інновацій; направлення капіталу у найпродуктивніші галузі та сфери; витіснення з ринку неефективних економічних суб'єктів та раціональне використання фінансових і трудових ресурсів.

Таким чином, метою цього підрозділу дисертації є надання кількісної оцінки рівня конкуренції інвестиційного ринку з подальшим дослідженням існуючої ситуації на ньому, а також ідентифікацією потенційних можливостей функціонування та з'ясування подальших напрямків розвитку.



Зупиняючись на теоретичному аналізі категорії «конкуренція», необхідно зазначити, що в науковій літературі дослідження даного поняття набуло значного поширення та проводилося починаючи із XVII ст. У той же час загальноприйнятого поняття та єдиного підходу до визначення сутності «конкуренція» не існує, а його трактування залежить від цілей аналізу та економічного об'єкта, який він описує.

Проводячи узагальнення всіх існуючих наукових здобутків стосовно визначення сутності категорії «конкуренція», доцільно виділити три підходи до ідентифікації цього поняття: поведінковий, структурний та функціональний.

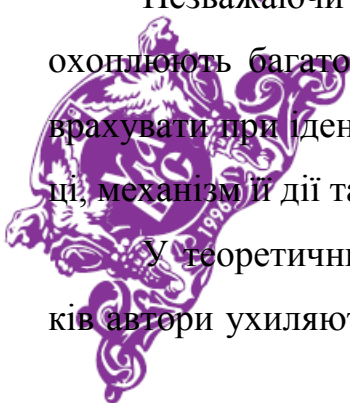
Для першого підходу характерний розгляд конкуренції як відкритої боротьби між суб'єктами господарювання за найсприятливіші умови купівлі або продажу товарів і послуг. Також конкуренцію у загальному вигляді в межах даного підходу розглядають як суперництво економічних суб'єктів за обмежений обсяг платоспроможного попиту споживачів.

У межах структурного підходу основний акцент спрямований на дослідження структури ринку, умов, що на ньому встановились, можливостей і способів виходу суб'єктів із нього, особливостей поведінки продавців і покупців та їх кількості.

Функціональний підхід передбачає трактування конкуренції як суперництво старих та існуючих товарів і послуг з новими інноваційними їх видами, в результаті даної протидії відбувається порушення рівноваги на ринку та використання новітніх технологій, що і приносить надприбуток. Таким чином, у межах даного підходу конкуренція розглядається як динамічний процес, який впливає на розвиток економіки країни.

Незважаючи на те, що всі існуючі визначення поняття «конкуренція» охоплюють багато теоретичних підходів, сучасні науковці [302] намагаються врахувати при ідентифікації її сутності зміни, що відбулись у світовій економіці, механізми її дії та функції, які вона виконує у суспільстві.

У теоретичних дослідженнях сфери суперництва фінансових посередників автори ухиляються від подання прямого визначення категорії «конкуренція



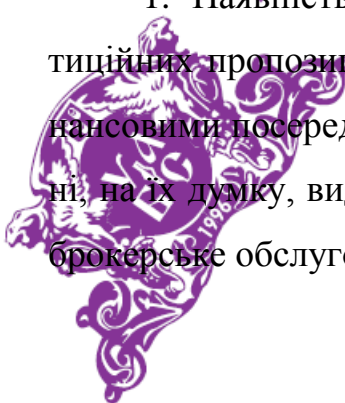
на інвестиційному ринку», проте досить активно вживають її та використовують як інструментарій методичного аналізу. Так, у формулюванні банківської конкуренції В. Герасименко [49] простежується намагання розширити змістове навантаження на дане поняття шляхом включення до складу ринкових суб'єктів небанківських фінансових інститутів і нефінансових компаній, які «прагнуть забезпечити собі міцне становище на ринку банківських та інших фінансових послуг».

У руслі проведення банками власних інвестиційних операцій, Р. Комарницькою [171] подано характеристику умов реалізації банківської конкурентної стратегії на інвестиційному ринку, яка орієнтована на «завоювання банками міцної позиції в конкурентному середовищі, забезпечення можливої стратегічної переваги».

Переходячи безпосередньо до формалізації змісту конкуренції на інвестиційному ринку, зазначимо, що дану економічну категорію можливо розглядати як боротьбу між учасниками ринку (банками, інвестиційними компаніями та ін.) з метою захоплення більшої частки ринку, якісного розвитку існуючих сегментів та виходу на нові, отримання конкурентних переваг за рахунок своєчасного і систематичного впровадження технічних, технологічних, організаційних, маркетингових, фінансових та інших типів внутрішніх інновацій; змагання у формі взаємного суперництва суб'єктів інвестиційного ринку, обумовлене безперечним правом кожного з них на реалізацію свого потенціалу без урахування інтересів інших суб'єктів та з намаганням посилити вхідні бар'єри у галузь.

У контексті методичного обґрунтування характеристик конкуренції на вітчизняному інвестиційному ринку слід виокремити такі її ключові особливості:

1. Наявність різних ринкових сегментів з набором альтернативних інвестиційних пропозицій, які обслуговуються банківськими та небанківськими фінансовими посередниками. Клієнти можуть обирати найбільш доцільні та зручні, на їх думку, види послуг інвестиційного характеру (проектне фінансування, брокерське обслуговування, інвестиційне консультування тощо).



2. Процес постійного оновлення інвестиційних продуктів з можливістю поєднання різних видів операцій (комісійних, відсоткових та ін.), розширення фінансових сервісів, підвищення зручності для клієнтів та рівня доступності до необхідної інформації.

3. Фінансові установи мають широкі можливості у проведенні селективного відбору клієнтів з урахуванням їх фінансової стійкості (кредитоспроможності, грошових потоків, майнового стану тощо), застосовуючи цінові та нецінові підходи у конкурентній боротьбі.

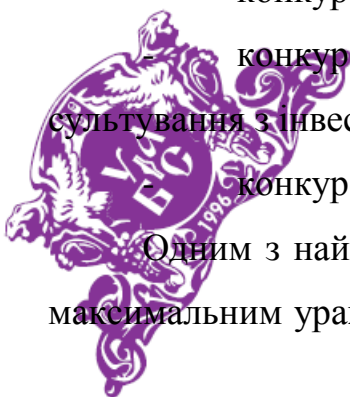
4. Обмеженість конкурентної боротьби за рахунок існування законодавчих бар'єрів входження на ринок нових учасників (обмеження на розмір статутного капіталу, професійні вимоги до менеджменту фінансових компаній тощо). Традиційним для галузей даного ринку є жорсткий контроль та регуляторний вплив з боку державних наглядових органів (як правило, більший, ніж для інших галузей народного господарства).

5. Відсутність практики надання патентів на нові інвестиційні послуги професійних учасників, що дає можливість конкурентам активно застосовувати сторонні продуктові рішення нестандартного характеру, а це посилює змагання за клієнтів і стимулює подальші пошуки інноваційних рішень.

Крім того, доцільно зауважити, що конкуренція інвестиційного ринку формується під час безпосередньої діяльності його учасників:

- конкуренція за обсяги інвестиційних операцій між торговцями цінних паперів;
- конкуренція між емітентами інвестиційних інструментів за залучення ресурсів інвесторів;
- конкуренція під час біржових угод між комерційними банками;
- конкуренція між інвестиційними компаніями за обсяги послуг консультування з інвестиційних питань;
- конкуренція між інфраструктурними учасниками ринку.

Одним з найбільш повних формулювань самого інвестиційного ринку (з максимальним урахуванням специфіки функціонування вітчизняної економіки)



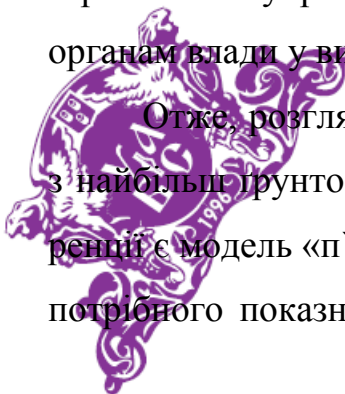
є визначення Т. Васильєвої, С. Леонова та О. Макарюка [36], за яким інвестиційний ринок являє собою складний механізм взаємодії суб'єктів інвестиційного процесу, нормативного регулювання їх діяльності (державного нагляду) та надання клієнтам інвестиційних послуг. При цьому ключовим завданням функціонування даного ринку є об'єктивно-ефективний (для всіх без винятку учасників інвестиційного процесу) перерозподіл обмеженого інвестиційного ресурсу між конкретними споживачами.

На відміну від прийнятого за кордоном традиційного розуміння інвестиційного ринку як середовища проведення операцій з цінними паперами вітчизняні фахівці підкреслюють неоднорідність практичної реалізації інвестиційних відносин в Україні. Як уже зазначалося, з точки зору С. Москвіна [219, 220], структурними елементами вітчизняного інвестиційного ринку є сегменти, які можна чітко прив'язати до конкретних об'єктів проведення операцій: нематеріальні активи; основні фонди; фінансові інструменти та корпоративні права.

Таким чином, конкуренцію на інвестиційному ринку доцільно розглядати як елемент його ефективного функціонування, який характеризує динамічну взаємодію суб'єктів інвестиційного ринку та проявляється у формі суперництва за найбільш вигідні джерела вкладання фінансових ресурсів та напрямки їх розміщення, і здійснюється на базі збільшення результативності діяльності економічних суб'єктів і раціональності використання капіталу.

Виходячи з того, що тільки на основі кількісного аналізу рівня конкуренції можливо стверджувати про ступінь відкритості та розвитку інвестиційного ринку, актуальності набуває аналіз теоретичних методик до вирішення даної проблеми. Так, рівень конкуренції дає можливість здійснення виважених та стратегічних управлінських рішень не тільки суб'єктам ринку, але й державним органам влади у випадку створення монопольної ситуації на ньому.

Отже, розглянемо послідовно кожен з існуючих підходів окремо. Однією з найбільш ґрунтовних та багатоаспектних концепцій визначення рівня конкуренції є модель «п'яти сил» М. Портера [251]. В її основу покладено досягнення потрібного показника рентабельності, що залежить від конкурентних переваг

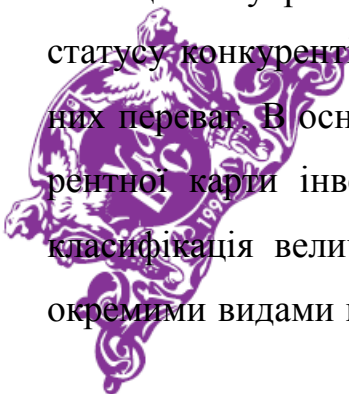


інвестиційних компаній на ринку. За цієї моделі проводиться аналіз конкуренції за допомогою вивчення п'яти реальних конкурентних сил, що діють на ринку. Розмір і сила дії кожного чинника конкуренції змінюється на ринку, впливає на рівень цін, витрати, обсяги капіталовкладень, прибутковість інвестиційної діяльності.

А. Єпіфанов та А. Ярошенко [71] вдаються до систематизації науково-методичних підходів до оцінки рівня конкуренції в банківській системі шляхом їх поділу на два типи: структурні та неструктурні. Перший тип передбачає визначення рівня конкуренції за рахунок ідентифікації взаємозв'язку між існуючою структурою ринку банківських послуг (кількістю комерційних банків, ступенем концентрації), рентабельністю банків та повнотою ринкової влади. При цьому модель може ґрунтуватися на одному з двох протилежних припущень: гіпотезі «структура-поведінка-результат» (більша кількість кредитних установ відповідає меншому контролю над ринковою ситуацією) або гіпотезі ефективної структури (вищий рівень ефективності банківського бізнесу відповідає більшому рівню прибутковості та більшій ринковій частці).

Неструктурні моделі припускають ймовірність впливу окремих банківських установ на конкурентну ринкову структуру без встановлення обмежень у контексті заданих структурних характеристик. Серед найбільш відомих теоретичних концепцій зазначеного підходу виділяють моделі Панзара-Росса, Бреснахана та Лау, Барроса-Модесто, Івата та інших.

Дослідження конкуренції на інвестиційному ринку можна проводити за допомогою матриці формалізації конкурентної карти інвестиційного ринку. Вона будується у вигляді класифікації конкурентів залежно від їх позиції на інвестиційному ринку. Конкурентна карта використовується для встановлення статусу конкурентів, а також для систематизації та впорядкування конкурентних переваг. В основу дослідження за допомогою матриці формалізації конкурентної карти інвестиційного ринку покладена перехресно систематизована класифікація величини і динаміки часток ринку визначених конкурентів за окремими видами продукції. За цією матрицею визначають 16 можливих поло-



жень інвестиційного суб'єкта. Виділені положення мають відмінності залежно від ступеня застосування конкурентних переваг, а також потенційною спроможністю інвестиційного суб'єкта протистояти тиску ймовірних конкурентів на інвестиційному ринку.

Темп приросту ринкової частки i -х конкурентів на інвестиційному ринку (T_i) визначається за формулою:

$$T_i = \frac{1}{m} \cdot \frac{D_i^t - D_i^{t_0}}{D_i^{t_0}} \cdot 100\%, \quad (3.1)$$

де m – кількість років впродовж аналізованого періоду;

$D_i^{t_0}$ – ринкова частка i -го конкурента на інвестиційному ринку в базовому періоді;

D_i^t – ринкова частка i -го конкурента на інвестиційному ринку в поточному періоді.

Якщо темп приросту ринкової частки конкурентів на інвестиційному ринку дорівнює 1 (тобто суб'єкти є лідерами на інвестиційному ринку з конкурентною позицією, що швидко покращується), то суб'єкти цієї групи володіють найбільш значущим і вагомим статусом на ринку. При значенні темпу приросту ринкової частки конкурентів на інвестиційному ринку – 16 (тобто суб'єкти – аутсайди на інвестиційному ринку з конкурентною позицією, що швидко погіршується), суб'єкти цієї групи мають найбільш слабкий статус на ринку.

Важливим з точки зору визначення напрямків та темпів розвитку інвестиційного ринку є показник швидкості зміни конкурентної позиції на інвестиційному ринку, що свідчить про рівень інтенсивності дій конкурентів. Цей показник розраховується за формулою:

$$S_{i_{\text{КП}}} = \frac{\sqrt{(S_i^n - S_i)^2 + (C M_i^n - C M_i)^2}}{t}, \quad (3.2)$$

де $S_{i_{\text{КП}}}$ – швидкість зміни конкурентної позиції на інвестиційному ринку;

S_i^n – величина поточного рівня стратегічного чинника успіху;



S_i – величина рівня стратегічного чинника успіху з попереднього дослідження;

SM_i^n – поточний рівень споживчих оцінок;

SM_i – рівень споживчих оцінок з попереднього дослідження;

t – інтервал часу між дослідженнями.

На основі визначення швидкості зміни конкурентної позиції на інвестиційному ринку можна встановити стратегічних конкурентів інвестиційних суб'єктів. У той самий час проблема використання даного показника полягає у складності формування інформаційної бази для його розрахунку.

Важливим економічним показником, що дозволяє проводити аналіз рівня конкуренції на інвестиційному ринку, є показник інтенсивності конкуренції. Цей показник є інтегральним показником та враховує різні параметри функціонування інвестиційного ринку. Він визначається за допомогою таких показників:

- чотиричасткового чинника конкуренції (характеризує ступінь конкуренції інвестиційного ринку). Використовується для визначення характеру розподілу часток інвестиційного ринку між конкурентами. Цей показник надає можливість оцінити розмір монополізації інвестиційного ринку. Чотиричастковий чинник конкуренції обернений до рівня інтенсивності конкуренції на ринку та визначається так [301]:

$$CR=(OP_1+OP_2+OP_3+OP_4)/OP, \quad (3.3)$$

де CR – чотиричастковий чинник конкуренції;

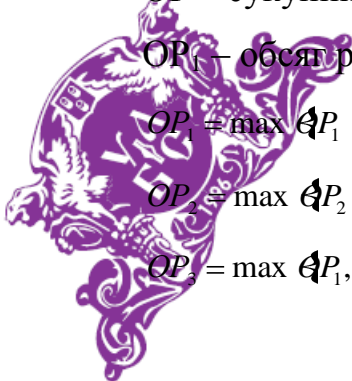
OP – сукупний обсяг реалізації;

OP_i – обсяг реалізації i -го суб'єкта ринку;

$OP_1 = \max \{P_1\}$ для усіх $i = \overline{1; n}$;

$OP_2 = \max \{P_2\}$ для усіх $i = \overline{1; n-1}$;

$OP_3 = \max \{P_1, P_2\}$ для усіх $i = \overline{1; n-2}$;



$$OP_4 = \max \{OP_1, OP_2, OP_3\} \text{ для усіх } i = \overline{1; n-3};$$

n – загальна кількість суб'єктів на інвестиційному ринку.

Показник чотиричасткового чинника конкуренції включає частку перших чотирьох суб'єктів інвестиційного ринку, що реалізують найбільший обсяг товарів у загальному обсязі товарів на ринку. При значенні показника CR_4 більше 75% впроваджуються обмеження на з'єднання суб'єктів ринку, з метою недопущення формування монополії;

- індекса Херфіндаля-Хіршмана (визначається як оцінка розподілу часток інвестиційного ринку шляхом підсумовування квадратів часток ринку конкурентів). Індекс Херфіндаля-Хіршмана визначається за формулою [384]:

$$In = \sum Di^2 = 1000 * Di^2, \quad (3.4)$$

де Di – частка i -го суб'єкта в загальному обсязі

$$Di = \frac{OP_i}{OP} \quad 1 < Di < n. \quad (3.5)$$

При $0 < In < n$ – значення індекса Херфіндаля-Хіршмана зростає у міру збільшення концентрації. За $In=1$ – чиста монополія. При $In < 0,18$ – інтенсивність конкуренції є низькою, концентрація ринку є високою і для стабілізації ситуації потребує втручання державного впливу;

- коефіцієнт рентабельності ринку (визначає інтенсивність конкуренції, рівень активності конкурентного ринкового середовища, ступінь вільності суб'єктів при отриманні прибутку). Розраховується як відношення сукупного прибутку і загального обсягу продажу:

$$Pr = \frac{\Pi}{OP}, \quad (3.6)$$

де Pr – коефіцієнт рентабельності ринку;

Π – сукупний прибуток від інвестиційної діяльності;



OP – загальний обсяг продажів);

- коефіцієнт Лернера (відображає можливість продавця впливати на товарну ціну). Визначається за формулою [68]:

$$L = \frac{P - MC}{P} = \frac{-1}{E_p}, \quad (3.7)$$

де P – ціна;

MC – граничні витрати;

E_p – еластичність попиту за товарною ціною інвестиційного суб'єкта.

При збільшенні коефіцієнта Лернера влада суб'єкта на ринку більша. Якщо коефіцієнт Лернера проінтегрувати по усіх суб'єктах інвестиційного ринку, то отримуємо коефіцієнт рентабельності.

Отже, показник інтенсивності конкуренції можна визначити за формулою:

$$V_p = 1 - \frac{P}{O_p} = 1 - P_p. \quad (3.8)$$

При рентабельності більше 100%, показник інтенсивності конкуренції наближається до нуля, при збитковій діяльності – до одиниці.

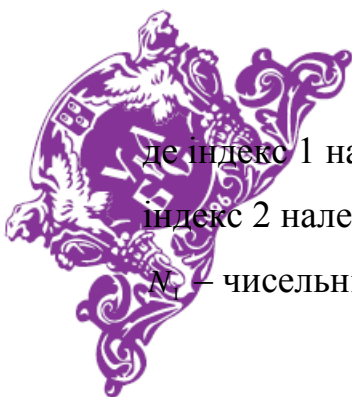
Наступним методом кількісної оцінки рівня конкуренції інвестиційного ринку є динамічна конкурентна модель Лоткі-Вольтерра. Вона використовується для аналізу конкурентного змагання суб'єктів інвестиційного ринку. Цю модель конкуренції можна описати у такому вигляді [272]:

$$\begin{cases} \frac{dN_1}{dt} = \frac{r_1 N_1 (K_1 - N_1 - \alpha N_2)}{K_1}, \\ \frac{dN_2}{dt} = \frac{r_2 N_2 (K_2 - N_2 - \beta N_1)}{K_2}, \end{cases} \quad (3.9)$$

де індекс 1 належить до популяції першого виду;

індекс 2 належить до популяції другого виду;

N_1 – чисельність першого виду;



N_2 – чисельність другого виду;
 K_1, K_2 – граничне насичення, ємність середовища для існування не більше K_i особин, максимальний обсяг ринку;
 r_1, r_2 – питома швидкість зростання першого і другого видів відповідно, потенційно ймовірне річне зростання доходів;
 α, β – міжвидові коефіцієнти конкуренції.

Модель Лоткі-Вольтерра дає можливість розглядати економічні процеси у часі, тому можна визначити тренди, своєчасно приймати необхідні рішення щодо розвитку інвестиційного суб'єкта, встановити конкурентну силу ринкових контрагентів.

Таким чином, розглянувши існуючі підходи до ідентифікації рівня конкуренції інвестиційного ринку, проведемо авторську розробку алгоритму його визначення, методика формалізації якого побудована на основі адаптації моделі Портера до умов застосування на макrorівні в розрізі формування конкурентної карти ринку та надання на її основі кількісної оцінки характеристики рівня конкуренції. Представимо кроки реалізації науково-методичного підходу до визначення рівня конкуренції інвестиційного ринку у вигляді наступної послідовності етапів.

1-й етап – формування інформаційної бази моделі у вигляді часових рядів значень показників характеристики конкурентної карти інвестиційного ринку в розрізі аналізу його суб'єктів. Результати проведення даного етапу пропонується подати у вигляді таблиці 3.15.

Таблиця 3.15 – Динаміка зміни показників характеристики конкурентної карти інвестиційного ринку в розрізі аналізу його суб'єктів

Номер	Показники характеристики конкурентної карти інвестиційного ринку	1-й період часу	...	m-й період часу
1	1-й суб'єкт інвестиційного ринку	k_{11}	...	k_{1m}
...

n	n-й суб'єкт інвестиційного ринку	k_{n1}	...	k_{nm}
---	----------------------------------	----------	-----	----------

2-й етап – зведення показників характеристики конкурентної карти інвестиційного ринку в розрізі аналізу його суб'єктів до зіставного вигляду на основі природної нормалізації. Для цього спочатку визначаються мінімальні та максимальні значення обраної характеристики рівня конкуренції в межах аналізу конкурентів (таблиця 3.16).

Таблиця 3.16 – Статистичні характеристики конкурентної карти інвестиційного ринку в розрізі аналізу його суб'єктів

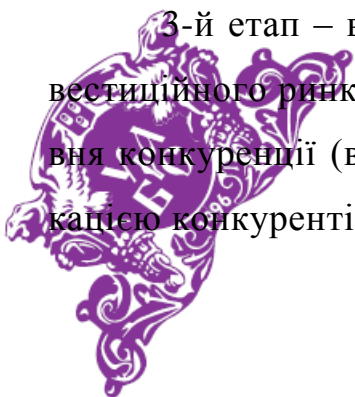
Номер	Показники характеристики конкурентної карти інвестиційного ринку	Мінімальне значення	Максимальне значення
A	Б	1	2
1	1-й суб'єкт інвестиційного ринку		
...	...		
n	n-й суб'єкт інвестиційного ринку		

На основі 1-ї та 2-ї граф таблиці 3.16 розраховуються нормалізовані значення аналізу конкурентної карти інвестиційного ринку за формулою

$$k_{norm\ ij} = \frac{k_{ij} - \min_j \{k_{ij}\}}{\max_j \{k_{ij}\} - \min_j \{k_{ij}\}} \quad (3.10)$$

де k_{ij} – показник характеристики конкурентної карти інвестиційного ринку в розрізі і-го суб'єкта за j-й період часу.

3-й етап – визначення темпів приросту ринкової частки суб'єктів інвестиційного ринку в розрізі аналізу обраного показника характеристики рівня конкуренції (використовуючи дані таблиці 3.15) з подальшою класифікацією конкурентів за даною ознакою на чотири групи:



1. Суб'єкти із конкурентною позицією, що швидко покращується (темп приросту більше 5%).

2. Суб'єкти із конкурентною позицією, що покращується (темп приросту лежить у межах від 0 до 5%).

3. Суб'єкти із конкурентною позицією, що погіршується (темп приросту лежить у межах від -5% до 0).

4. Суб'єкти із конкурентною позицією, що швидко погіршується (темп приросту менше -5%).

4-й етап – групування суб'єктів інвестиційного ринку залежно від розміру ринкової частки, яку вони займають на даному ринку, на основі нормалізованих даних (формула (10)) за чотирма напрямками:

1. Лідери на інвестиційному ринку (частка ринку набуває кількісної характеристики в розмірі від 0,75 до 1,00).

2. Суб'єкти із сильною конкурентною позицією на інвестиційному ринку (частка ринку набуває кількісної характеристики в розмірі від 0,50 до 0,75).

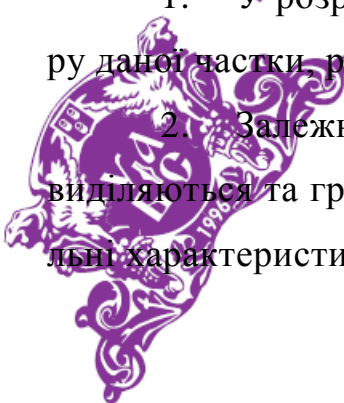
3. Суб'єкти із слабкою конкурентною позицією на інвестиційному ринку (частка ринку набуває кількісної характеристики в розмірі від 0,25 до 0,50).

4. Аутсайтери на інвестиційному ринку (частка ринку набуває кількісної характеристики в розмірі від 0 до 0,25).

5-й етап – побудова конкурентної карти інвестиційного ринку у вигляді перехресної матриці, структуроутворювальними елементами якої є дві класифікації конкурентів:

1. У розрізі досягнутого темпу приросту ринкової частки та розміру даної частки, розрахованих на базі даних таблиці 3.15 першого етапу.

2. Залежно від розрахованого значення кожної із зазначених ознак виділяються та групуються ті суб'єкти інвестиційного ринку, які мають спільні характеристики.



Отже, конкурентна карта інвестиційного ринку може бути подана у вигляді таблиці 3.17, де елементи $a_{ij}, i = \overline{1;4}, j = \overline{1;4}$ є кількістю конкурентів на ринку, які одночасно мають i -ту та j -ту характеристику.

Таблиця 3.17– Конкурентна карта інвестиційного ринку

Темп приросту ринкової частки / Розмір ринкової частки	Лідери на інвестиційному ринку	Суб'єкти із сильною конкурентною позицією на інвестиційному ринку	Суб'єкти із слабкою конкурентною позицією на інвестиційному ринку	Аутсайдиери на інвестиційному ринку
Суб'єкти із конкурентною позицією, що швидко покращується	a_{11}	a_{12}	a_{13}	a_{14}
Суб'єкти із конкурентною позицією, що покращується	a_{21}	a_{22}	a_{23}	a_{24}
Суб'єкти із конкурентною позицією, що погіршується	a_{31}	a_{32}	a_{33}	a_{34}
Суб'єкти із конкурентною позицією, що швидко погіршується	a_{41}	a_{42}	a_{43}	a_{44}

З метою забезпечення зручності проведення подальших обчислень пропонуємо представити конкуренту карту інвестиційного ринку у вигляді матриці A :

$$A = \begin{pmatrix} a_{11} & a_{12} & a_{13} & a_{14} \\ a_{21} & a_{22} & a_{23} & a_{24} \\ a_{31} & a_{32} & a_{33} & a_{34} \\ a_{41} & a_{42} & a_{43} & a_{44} \end{pmatrix}. \quad (3.11)$$

Якщо при визначенні матриці A виникає ситуація, коли один або декілька елементів a_{ij} набувають нульових значень, пропонується провести коригування шляхом додавання до всіх елементів даної матриці одиничних значень.

6-й етап – розрахунок кількісної оцінки рівня конкуренції інвестиційного ринку на основі матриці A , яка є сконцентрованою характеристикою конкурен-

тної карти даного ринку, i визначається як співвідношення визначника матриці A та кореня із суми добутоків елементів даної матриці, які послідовно утворюють її стовпці та рядки за допомогою такої формули:

$$CL = \frac{\det A}{\sqrt{a_{11}a_{12}a_{13}a_{14} + a_{21}a_{22}a_{23}a_{24} + a_{31}a_{32}a_{33}a_{34} + a_{41}a_{42}a_{43}a_{44} + a_{11}a_{21}a_{31}a_{41} + a_{12}a_{22}a_{32}a_{42} + a_{13}a_{23}a_{33}a_{43} + a_{14}a_{24}a_{34}a_{44}}}, \quad (3.12)$$

де CL – рівень конкуренції інвестиційного ринку;

A – матриця відображення конкурентної карти інвестиційного ринку;

$\det A$ – визначник матриці A ;

$a_{ij}, i = \overline{1;4}, j = \overline{1;4}$ – кількість конкурентів на ринку, які одночасно мають i -ту та j -ту характеристики.

У свою чергу, чисельник кількісної оцінки рівня конкуренції інвестиційного ринку визначається за допомогою співвідношення

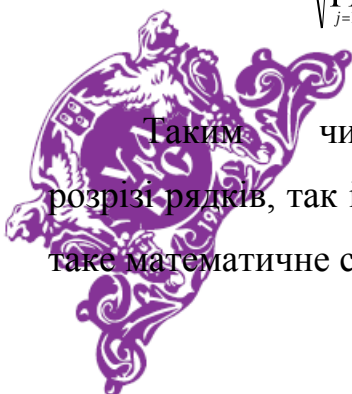
$$\det A = |A| = \sum_{(i_1, i_2, \dots, i_n)} (-1)^{\sigma(i_1, i_2, \dots, i_n)} a_{1i_1} a_{2i_2} \dots a_{ni_n}, \quad (3.13)$$

де $\sigma(i_1, i_2, \dots, i_n)$ – кількість інверсій у перестановці.

Проведемо агрегування знаменника, що дозволить спростити форму запису математичного виразу для розрахунку рівня конкуренції інвестиційного ринку. Результати проведених перетворень подамо так:

$$CL = \frac{\det A}{\sqrt{\prod_{j=1}^4 a_{1j} + \prod_{j=1}^4 a_{2j} + \prod_{j=1}^4 a_{3j} + \prod_{j=1}^4 a_{4j} + \prod_{i=1}^4 a_{i1} + \prod_{i=1}^4 a_{i2} + \prod_{i=1}^4 a_{i3} + \prod_{i=1}^4 a_{i4}}}. \quad (3.14)$$

Таким чином, узагальнюючи суму складових як у розрізі рядків, так і в межах стовпчиків матриці A , отримаємо з формули (3.14) таке математичне співвідношення:



$$CL = \frac{\det A}{\sqrt{\sum_{i=1}^4 \prod_{j=1}^4 a_{ij} + \sum_{j=1}^4 \prod_{i=1}^4 a_{ij}}} \quad (3.15)$$

Отже, кількісна оцінка конкурентної карти інвестиційного ринку як рівня конкуренції даного ринку, враховуючи проведені проміжні розрахунки (формули 3.14–3.15), набуває вигляду дробу:

$$CL = \frac{\sum_{(i_1, i_2, \dots, i_n)} (-1)^{\sigma(i_1, i_2, \dots, i_n)} a_{1i_1} a_{2i_2} \dots a_{ni_n}}{\sqrt{\sum_{i=1}^4 \prod_{j=1}^4 a_{ij} + \sum_{j=1}^4 \prod_{i=1}^4 a_{ij}}} \quad (3.16)$$

7-й етап – якісна інтерпретація отриманих розрахунків рівня конкуренції інвестиційного ринку, враховуючи, що граничними межами інтервалу можливих значень цього показника є: 1 – монополія; 0 – досконала конкуренція, а також ступінь наближення до нижньої або верхньої межі співвідношення (3.16).

Визначивши теоретичну сутність етапів науково-методичного підходу до визначення рівня конкуренції інвестиційного ринку, розглянемо практичну апробацію наведеного підходу за даними українського інвестиційного ринку.

Так, за основу інформаційного забезпечення розробленої моделі були взяті дані щодо вартості цінних паперів, в які українські суб'єкти господарювання вкладають власні кошти. Зазначене положення обумовлене двома фактами, по-перше, цінні папери є найбільш поширеним та доступним інвестиційним інструментом в Україні, по-друге, суто технічною можливістю отримати реальні дані щодо значення аналізованого показника.

Як суб'єкти дослідження обрано найбільших гравців вітчизняного інвестиційного ринку, які конкурують між собою у межах акумулювання найбільшого за обсягами та вартісними показниками інвестиційного портфеля. Таким чином, інформаційну базу побудови конкурентної карти інвестиційного ринку України за цінними паперами в структурі активів восьми суб'єктів інвестиційного ринку за кварталами 2010–2011 років можна подати у вигляді таблиці 3.18.

Таблиця 3.18 – Динаміка зміни вартості цінних паперів у структурі активів суб'єктів інвестиційного ринку за кварталами 2010–2011 років (складено на основі [246, 239, 11])

№	Цінні папери у структурі активів, млн грн	31.03.2010	30.06.2010	30.09.2010	31.12.2010	31.03.2011	30.06.2011	30.09.2011	Середній темп приросту
1	Комерційні банки	45937,09	57333,82	72069,30	63697,31	66975,55	82713,53	63447,02	5,53
2	Ризикові страхові компанії	1386,80	1578,50	1644,70	1947,90	1529,60	1746,70	1706,80	3,52
3	Лайфові страхові компанії	763,10	715,50	785,50	829,10	873,00	924,60	997,40	4,56
4	НПФ	443,30	379,50	421,80	558,10	601,00	638,60	709,60	8,16
5	Відкриті ІСІ	233,21	181,05	165,09	182,80	201,47	191,04	158,18	-6,27
6	Інтервальні ІСІ	221,64	206,11	147,36	170,38	176,66	147,48	126,50	-8,92
7	Закриті ІСІ	5296,62	4909,59	5006,31	6014,15	6063,27	5369,21	5761,74	1,41
8	Венчурні ІСІ	–	61248,91	37337,20	34213,19	36381,87	35452,22	38089,74	-9,06

Оскільки динамічні зміни взятого для аналізу конкурентної карти інвестиційного ринку України показника цінних паперів у структурі активів суб'єктів ринку мають свої специфічні особливості та принципи формування і відображення в межах діяльності кожного із розглянутих конкурентів, проведемо зведення даних таблиці 3.18 у зіставний вигляд, результати якого наведемо у таблиці 3.19. Необхідність проведення даного етапу обумовлена тим, що у ході реалізації науково-методичного підходу до визначення рівня конкуренції вітчизняного інвестиційного ринку враховуються лише вартісні значення обсягу цінних паперів у структурі активів комерційних банків, ризикових страхових компаній, лайфових страхових компаній, недержавних пенсійних фондів та різних видів (відкриті, інтервальні, закриті, венчурні) інститутів спільного інвестування.



Таблиця 3.19 – Динаміка зміни нормалізованих значень цінних паперів у структурі активів суб'єктів інвестиційного ринку за кварталами 2010–2011 років

№	Цінні папери у структурі активів, млн грн	2010			2011			min	max	
		31.03.2010	30.06.2010	30.09.2010	31.12.2010	31.03.2011	30.06.2011			30.09.2011
1	Комерційні банки	0,00	0,31	0,71	0,48	0,57	1,00	0,48	45937,09	82713,53
2	Ризикові страхові компанії	0,00	0,34	0,46	1,00	0,25	0,64	0,57	1386,80	1947,90
3	Лайфові страхові компанії	0,17	0,00	0,25	0,40	0,56	0,74	1,00	715,50	997,40
4	НПФ	0,19	0,00	0,13	0,54	0,67	0,78	1,00	379,50	709,60
5	Відкриті ІСІ	1,00	0,30	0,09	0,33	0,58	0,44	0,00	158,18	233,21
6	Інтервальні ІСІ	1,00	0,84	0,22	0,46	0,53	0,22	0,00	126,50	221,64
7	Закриті ІСІ	0,34	0,00	0,08	0,96	1,00	0,40	0,74	4909,59	6063,27
8	Венчурні ІСІ	-1,27	1,00	0,12	0,00	0,08	0,05	0,14	34213,19	61248,91

У той самий час неврахованим залишаються інші кількісні характеристики цінних паперів, наприклад, такі, як рівень ризику, рівень прибутковості, ступінь диверсифікації, вартість однієї акції та інші. За допомогою нормалізації можливо максимально адекватно порівняти різні за якісними та кількісними характеристиками портфелі цінних паперів певних суб'єктів інвестиційних відносин, що в результаті надасть можливість достовірно стверджувати про рівень конкуренції на інвестиційному ринку України.

Використовуючи дані таблиці 3.19, побудуємо конкурентну карту інвестиційного ринку (в розрізі суб'єктів) (таблиця 3.20), враховуючи такі аспекти:

Таблиця 3.20 – Конкурентна карта інвестиційного ринку (в розрізі суб'єктів)

Дата 30.09.2011		Верхня межа ринкової частки	1	0,75	0,5	0,25
Нижня межа темпу приросту ринкової частки	Верхня межа темпу приросту ринкової частки	Нижня межа ринкової частки	0,75	0,5	0,25	0
5			4		1	
0	5		3	2,7		
-5	0					
	-5					5,6,8

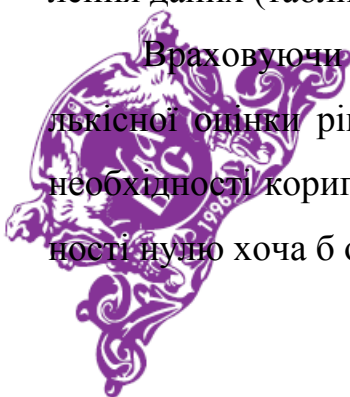
- проведемо визначення рівня конкуренції на останню звітну дату за даними статистичних джерел, тобто на 30.09.2011 р.;
- здійснимо групування конкурентів за рівнем середнього темпу приросту ринкової частки (див. таблицю 3.19) на основі ідентифікації нижньої і верхньої меж з дискретністю у 5%;
- проведемо класифікацію конкурентів за розміром ринкової частки на основі ідентифікації нижньої і верхньої меж з дискретністю у 0,25 частки одиниці на базі нормалізованих даних таблиці 3.19;
- здійснимо віднесення розглянутого суб'єкта інвестиційного ринку (наприклад 1-го – комерційних банків) до відповідної комірочки конкурентної карти ринку на основі перетину:

1) середнього темпу приросту в розмірі 5,53% до групи з межами не менше 5%, тобто «Суб'єкти із конкурентною позицією, що швидко покращується»;

2) ринкової частки в розмірі 0,48 до групи з межами від 0,25 до 0,50, тобто «Суб'єкти із слабкою конкурентною позицією на інвестиційному ринку».

Таким чином, можна стверджувати, що дані таблиці 3.20 відображують конкурентну карту в розрізі аналізу кожного суб'єкта. Але в той самий час необхідно зазначити, що дана таблиця не показує кількість суб'єктів, яким властиві ті чи інші характеристики (однакові значення ринкової частки та темпи її приросту), тому вона не може бути основою для розрахунку узагальнювального рівня конкуренції інвестиційного ринку. Виходячи з цього, необхідно провести коригування одержаних показників у вигляді підрахунку кількості конкурентів, які відповідають тій чи іншій комірці, та перейти до наступного виду представлення даних (таблиця 3.21).

Враховуючи розглянуті у науково-методичному підході до визначення кількісної оцінки рівня конкуренції інвестиційного ринку зауваження стосовно необхідності коригування конкурентної карти на одиничні значення у разі рівності нулю хоча б однієї комірочки, отримаємо таблицю 3.22.



Таблиця 3.21– Конкурентна карта інвестиційного ринку (в розрізі кількості конкурентів)

Дата 30.09.2011		Верхня межа ринкової частки	1	0,75	0,5	0,25
Нижня межа темпу приросту ринкової частки	Верхня межа темпу приросту ринкової частки	Нижня межа ринкової частки	0,75	0,5	0,25	0
5			1	1	1	
0	5		1	2		
-5	0					
	-5					3

Крім того, проведемо додатковий розрахунок добутоків значень за рядками і стовпцями, які є основою обчислення знаменника співвідношення оцінки рівня конкуренції інвестиційного ринку.

Таблиця 3.22 – Конкурентна карта інвестиційного ринку (в розрізі кількості конкурентів, відкоригована)

Дата 30.09.2011		Верхня межа ринкової частки	1	0,75	0,5	0,25	Добуток значень
Нижня межа темпу приросту ринкової частки	Верхня межа темпу приросту ринкової частки	Нижня межа ринкової частки	0,75	0,5	0,25	0	
5			2	1	2	1	4
0	5		2	3	1	1	6
-5	0		1	1	1	1	1
	-5		1	1	1	4	4
Добуток значень			4	3	2	4	

Таким чином, застосовуючи формулу (3.16) до даних таблиці 3.22, отримаємо таке значення рівня конкуренції українського інвестиційного ринку (на 30.09.2011):

$$CL = \frac{3.00}{5.29} = 0.5669.$$

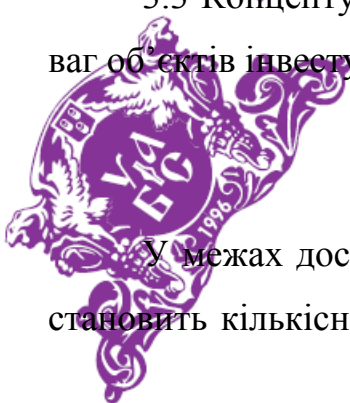
Виходячи з того, що за умови значення досліджуваного показника на рівні одиниці на інвестиційному ринку буде простежуватися абсолютна монополія, а



у випадку його нульового значення відповідно досконала конкуренція, то на основі отриманих розрахунків можна стверджувати, що для фондового сегмента українського інвестиційного ринку, за даних умов розвитку, характерний низький рівень конкуренції з тяжінням, по-перше, до закріплення домінуючої ролі банків як фінансових посередників, а з іншого боку, до формування олігополітичної моделі самої банківської системи. Отже, можна зробити висновок, що в сучасних умовах функціонування на вітчизняному інвестиційному ринку в розрізі такого його інструменту, як цінні папери, відсутній будь-який потенційний та якісний розвиток. Це, зокрема, підтверджується фактичною відсутністю ринку похідних цінних паперів (їх частка у загальній структурі зареєстрованих Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку випусків цінних паперів щороку не перевищує 0,1%). Конкуренція між собою тільки комерційних банків та деякою мірою венчурних інвестиційних фондів не дозволяє стверджувати про виконання інвестиційним ринком усіх своїх функцій та перспективність його впливу на розвиток економіки в цілому. Виходячи з цього, не лише самі учасники інвестиційного ринку повинні активізувати власні дії на підвищення рівня конкуренції, але й державні органи влади повинні перейти до структурного реформування інвестиційного ринку та забезпечити не тільки рівні умови функціонування всіх його суб'єктів, а й створити умови для стимулювання інвестиційної діяльності ризикових страхових компаній, лайфових страхових компаній, недержавних пенсійних фондів та інститутів спільного інвестування.

3.3 Концептуальні засади комплексного оцінювання конкурентних переваг об'єктів інвестування на інвестиційному ринку України

У межах дослідження інвестиційного ринку особливий науковий інтерес становить кількісне оцінювання переваг і недоліків окремих інвестиційних ін-



струментів з позиції перспективності й ефективності інвестування конкретними інвесторами у процесі формування інвестиційного портфеля, у тому числі акцій та облігацій.

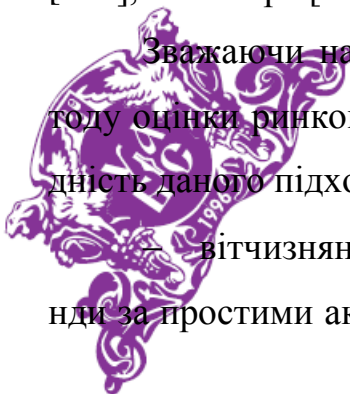
Найбільш поширеним методом оцінки рівня привабливості інвестиційних інструментів є фундаментальний аналіз, у розрізі якого проводиться дослідження фінансово-економічного стану емітентів інвестиційних інструментів, а саме такі показники діяльності компанії, як виручка, грошовий потік, розмір сплачених дивідендів тощо, які, у свою чергу, визначають вартість даного конкретного фінансового інструменту.

Однак попри об'єктивний зміст фундаментального аналізу він має важливий недолік: інвестори можуть отримати різні висновки щодо одного й того самого цінного паперу, оскільки володіють різним обсягом інформації (асиметрія інформації), і відповідно обирають для аналізу різний пакет індикаторів. Саме тому для нівелювання можливих похибок при оцінці привабливості активу ключову роль відіграють комплексність та правильність вибору моделі, за якою буде проводитися дослідження, що робить даний аналіз більш складним, громіздким і вимагає значного рівня кваліфікації та досвіду.

Окремі аспекти вдосконалення інструментарію інвестиційного аналізу розкриваються у наукових працях І. Бланка [16], А. Пересади [234], В. Колесника [170], П. Шлика [322], О. Мозгового [214], А. Болотіна [19], С. Науменкової [221], В. Александра [4], А. Аброскіна [1]. Чільне місце у розвитку методології економіко-математичного аналізу фінансових інструментів займають праці цілої плеяди західних дослідників: М. Кендалла [119], К. Ерроу [325], М. Дженсена [353], В. Баумоля [332], Г. Марковіца [363], Дж. Тобіна [386], І. Фішера [342], Дж. Лінтнера [361], У. Шарпа [318] та ін.

Зважаючи на загальну характеристику фундаментального аналізу як методу оцінки ринкової вартості активу, більшість дослідників відзначають складність даного підходу для вітчизняного фондового ринку через ряд причин:

— вітчизняні емітенти корпоративних прав майже не сплачують дивіденди за простими акціями, що суттєво обмежує той спектр інформації, на основі



якої інвестор може зробити висновок про привабливість фінансового інструменту (оскільки дивіденди є індикатором успішності компанії та одним із ключових елементів при розрахунку ряду базових показників фундаментального аналізу);

– обмежений доступ інвесторів до реальних показників фінансового стану емітента, оскільки при формуванні публічних звітів акціонерних товариств часто спостерігається викривлення показників для покращання іміджу перед потенційними інвесторами;

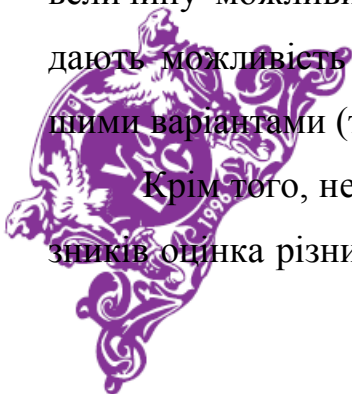
– нестабільність вітчизняної економіки та бізнесу, що є суттєвою перешкодою у процесі прогнозування загальної ситуації на ринку та стану конкретного емітента і, як наслідок, будь-які прогнози можуть суттєво відрізнятись від реальної ситуації; крім того, вітчизняні підприємства не мають адаптованої та систематизованої дивідендної політики, що фактично унеможливує прогнозування майбутніх дивідендних виплат та темпів їх зростання, на яких базується оцінка ринкової вартості активу (модель Гордона).

Зазначені вище недоліки роблять фундаментальний аналіз недоцільним та неефективним у вітчизняних умовах через нерозвиненість фондового ринку, закритість інформації та неетичність емітентів, а більшість показників мають винятково теоретико-методологічне, аніж прикладне значення.

Метою цього підрозділу є розроблення науково-методичного підходу до визначення кількісної характеристики рівня привабливості інвестиційних інструментів.

Виходячи із зазначених особливостей вітчизняного фондового ринку, нами запропоновано розглянути наступну групу показників, що характеризують величину можливих доходів від володіння інвестиційними інструментами та дають можливість порівняння інвестиційної привабливості інструментів з іншими варіантами (табл. 3.23).

Крім того, необхідно зазначити, що додатково до розглянутих вище показників оцінка різних інвестиційних інструментів має свої особливості. Так, для



визначення рівня інвестиційної привабливості акцій застосовують такі показники:

- рентабельність акціонерного капіталу (характеризує величину чистого прибутку, що припадає на одиницю капіталізованої вартості загальної кількості акцій);
- дохідність акції (визначається як річний темп приросту прибутку на одну акцію);

Таблиця 3.23 – Показники порівняльного аналізу інвестиційної привабливості інвестиційних інструментів

Назва показника	Сутність та розрахунок	
Прибутковість	Описує здатність інвестиційних інструментів приносити дохід на основі збільшення курсової вартості, а також за рахунок одержання можливих додаткових прибутків. <i>Розраховується за формулою</i>	
	$r_a = \frac{P_1 - P_0 + Div}{P_0} \quad (3.17)$ <p>- для акцій</p>	$r_o = \frac{P_1 - P_0 + \%}{P_0} \quad (3.18)$ <p>- для облігацій</p>
	де P_1 – ринкова ціна інвестиційного інструменту (акції або облігації) на кінець звітного періоду; P_0 – ринкова ціна інвестиційного інструменту (акції або облігації) на початок звітного періоду; Div – виплачені за звітний період дивіденди за акціями	
Ризик	Тракується як вірогідність неотримання очікуваного доходу, що може бути викликана прогнозованими і непередбачуваними чинниками. <i>На інвестиційному ринку діє важливе правило: прибуток від вкладень в інвестиційний інструмент пропорційний ризику, що постає перед інвестором. Величина ризику від інвестування характеризується такими статистичними показниками, як очікувана прибутковість, середньоквадратичне відхилення, дисперсія та коефіцієнт варіації</i>	
Ліквідність	Встановлюється відношенням ціни попиту і ціни пропозиції, чим більша різниця, тим менша ліквідність інвестиційних інструментів і навпаки	
	$\dot{E}_{of} = \frac{P_d}{P_{of}} \quad (3.19)$	де $L_{ЦВ}$ – ліквідність інвестиційного інструменту; P_d – ціна попиту; P_{of} – ціна пропозиції
Динаміка курсової вартості	Цей показник розкриває реальну вартість інвестиційних інструментів, а також показує зміну переваг на інвестиційному ринку стосовно визначених інвестиційних інструментів	
	$K_p = \frac{d}{P - E} \quad (3.20)$	де d – періодичний дивідендний платіж; P – поточна ціна, ліквідність інвестиційного інструменту; E – витрати на емісію
Надійність	Характеризує стабільність отримання доходу від інвестування і розраховується як відношення власного і позикового капіталу.	
Безпека	Відображає захищеність від різноманітних коливань на інвестиційному ринку. Кількісна характеристика величини безпеки надається залежно від коливань вартості певної ліквідності інвестиційного інструменту стосовно середньоринкового рівня	
Конвертованість	Можливість обмінюватися на інші ліквідні інвестиційні інструменти	

- капіталізована вартість акцій (розраховується множенням кількості акцій на їх ринкову ціну і показує загальну ринкову вартість усіх акцій);
- балансова вартість акції (дорівнює обсягу капітальних ресурсів, поділеному на кількість акцій);
- показник відношення ринкової вартості акцій до балансової (описує загальний успіх або невдачу);
- коефіцієнт дивідендних виплат (показує відношення загальної суми дивідендних виплат і чистого прибутку від вкладень);
- дивідендна дохідність акції (зображує розмір доходу на одиницю поточної ринкової ціни акцій);
- коефіцієнт ліквідності акцій (визначає потенційну можливість вільного збуту акцій визначеного емітента).

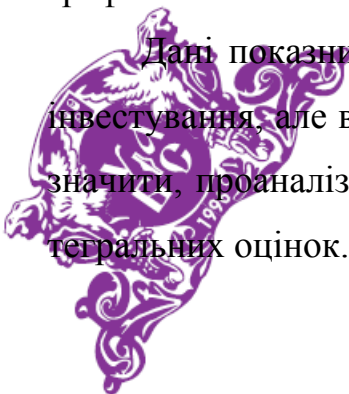
Визначальною особливістю інвестиційної привабливості облігацій є їх надійність. Для встановлення рівня інвестиційної привабливості облігацій використовують такі показники:

- номінальну дохідність облігації;
- поточну дохідність облігації;
- кредитний рейтинг (інтегральний показник, що надає можливість оцінити можливість емітента своєчасно і повно обслуговувати зобов'язання за облігаціями).

В узагальненому вигляді ці показники наведені в табл. 3.24.

Крім цього, у дослідженнях досить часто наголошується, що при оцінці рівня інвестиційної привабливості інвестиційних інструментів необхідно враховувати такі нефінансові фактори: політичні, технологічні, соціальні, демографічні.

Дані показники є значними при визначенні інвестиційної привабливості інвестування, але вони не вписуються в межі фінансового аналізу, їх важко визначити, проаналізувати, оцінити в кількісному вимірі, звести до загальних інтегральних оцінок.



Узагальнюючи описані вище теоретичні дослідження до оцінки рівня привабливості інвестиційних інструментів, пропонуємо побудувати науково-методичний підхід до визначення її кількісної характеристики. Формалізацію зазначеного підходу представимо у вигляді наступного алгоритму.

1-й крок. Вибір форми математичного співвідношення кількісної оцінки привабливості інвестиційних інструментів у вигляді дроби:

$$RIP_k = \frac{B_k}{B} \quad (3.24)$$

Таблиця 3.24 – Показники визначення рівня інвестиційної привабливості акцій та облігацій

Назва показника	Сутність та розрахунок
Рентабельність акціонерного капіталу	характеризує величину чистого прибутку, що припадає на одиницю капіталізованої вартості загальної кількості акцій
Доходність акції	визначається як річний темп приросту прибутку на одну акцію, а саме: $D_a = \frac{\text{Отримані за рік дивіденди} + \text{Приріст ринкової ціни акції за рік}}{\text{Ринкова ціна акції на початок року (ціна можливого придбання)}} \cdot 100\% \quad (3.21)$
Капіталізована вартість акцій	розраховується множенням кількості акцій на їх ринкову ціну, і показує загальну ринкову вартість усіх акцій
Балансова вартість акції	дорівнює обсягу капітальних ресурсів, поділеному на кількість акцій
Балансова вартість акції	дорівнює обсягу капітальних ресурсів, поділеному на кількість акцій
Показник відношення ринкової вартості акцій до балансової	описує загальний успіх або невдачу
Коефіцієнт дивідендних виплат	показує відношення загальної суми дивідендних виплат і чистого прибутку від вкладень
Дивідендна доходність акції	зображує розмір доходу на одиницю поточної ринкової ціни акцій
Коефіцієнт ліквідності акцій	визначає потенційну можливість вільного збуту акцій визначеного емітента
Номинальна доходність облігації	$\frac{\text{Річні відсотки} + \text{Номинальна сума до погашення}}{\text{Ціна придбання}} \cdot 100\% \quad (3.22)$
Поточна доходність облігації	$\frac{\text{Норма річного відсотка} \times \text{Номинальна вартість облігації}}{\text{Поточна ринкова ціна облігації}} \cdot 100\% \quad (3.23)$
Кредитний рейтинг	інтегральний показник, що надає можливість оцінити можливість емітента своєчасно і повно обслуговувати зобов'язання за облігаціями



де RIP_k – оцінка інвестиційної привабливості k -го інвестиційного інструменту;

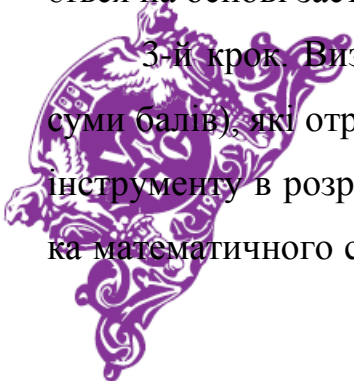
B – загальна кількість балів як кількісна характеристика тих можливостей, які отримує інвестор від використання переваг за рахунок досягнення показниками опису інвестиційної привабливості обраного інвестиційного інструменту максимально можливих значень;

B_k – кількісна характеристика можливостей (у вигляді суми балів), які отримує інвестор від використання переваг k -го інвестиційного інструменту в розрізі опису його інвестиційної привабливості.

2-й крок. Ідентифікація індикаторів характеристики привабливості інвестиційних інструментів, які пропонується відобразити в розрізі графа А таблиці В.4, а саме: прибутковість інвестиційних інструментів, ризик, ліквідність інвестиційних інструментів, динаміка курсової вартості інвестиційних інструментів, надійність інвестиційних інструментів, безпека та конвертованість. Надати кількісну характеристику зазначених індикаторів у розрізі їх впливу на рівень привабливості інвестиційних інструментів пропонуємо на базі удосконалення моделі Мак-Кінсі, тобто розбивки діапазону можливих значень кожного із зазначених показників на три діапазони (низький, середній, високий) та надання відповідної бальної оцінки (10, 20 або 30 балів), зваженої на визначений експертно-ваговий коефіцієнт.

У рамках реалізації 2-го кроку науково-методичного підходу до визначення кількісної оцінки привабливості інвестиційних інструментів необхідно зазначити, що встановлення ваги індикаторів (графа 1 таблиці 3.30) пропонується на основі застосування методу аналізу ієрархій.

3-й крок. Визначення кількісної характеристики можливостей (у вигляді суми балів), які отримує інвестор від використання переваг k -го інвестиційного інструменту в розрізі опису його інвестиційної привабливості, тобто чисельника математичного співвідношення (3.24) опису рівня привабливості відповідно-



го інвестиційного інструмента. Основою надання бальних оцінок є таблиця взаємообумовленості 3.25.

Елементи таблиці 3.25 пропонується розраховувати за такою формулою.

$$a_{ji, j=1 \div 7, i=1 \div 5} = \begin{cases} 10v_j | x_i < \frac{1}{3} \left(\begin{matrix} \max_j x_j \\ - \min_j x_j \end{matrix} \right) \\ 20v_j | \frac{1}{3} \left(\begin{matrix} \max_j x_j \\ - \min_j x_j \end{matrix} \right) \leq x_i \leq \frac{2}{3} \left(\begin{matrix} \max_j x_j \\ - \min_j x_j \end{matrix} \right) \\ 30v_j | x_i \geq \frac{2}{3} \left(\begin{matrix} \max_j x_j \\ - \min_j x_j \end{matrix} \right) \\ 0, \text{ якщо } j\text{-й показник не забезпечує } i\text{-ту перевагу інвестору} \end{cases} \quad (3.25)$$

якщо j-й показник забезпечує i-ту перевагу інвестору

Таблиця 3.25 – Бальні характеристики взаємообумовленості переваг, які отримує інвестор від використання обраного інструменту, в розрізі досягнення показниками опису його інвестиційної привабливості певного рівня

Критерій		Переваги інвестора від використання обраного інвестиційного інструменту (бальні оцінки)*					
		P_1	P_2	P_3	P_4	P_5	
1		2	3	4	5	6	
Показники кількісної характеристики інвестиційної привабливості обраного інвестиційного інструменту	x_1	прибутковість інвестиційних інструментів	a_{11}	a_{12}	a_{13}	a_{14}	a_{15}
	x_2	ризик	a_{21}	a_{22}	a_{23}	a_{24}	a_{25}
	x_3	ліквідність інвестиційних інструментів	a_{31}	a_{32}	a_{33}	a_{34}	a_{35}
	x_4	динаміка курсової вартості інвестиційних інструментів	a_{41}	a_{42}	a_{43}	a_{44}	a_{45}
	x_5	надійність інвестиційних інструментів	a_{51}	a_{52}	a_{53}	a_{54}	a_{55}
	x_6	безпека	a_{61}	a_{62}	a_{63}	a_{64}	a_{65}
	x_7	конвертованість	a_{71}	a_{72}	a_{73}	a_{74}	a_{75}
		Сума					

Примітки: p_1 – інтенсифікація попиту на інвестиційні ресурси; p_2 – нарощування обсягів фінансових потоків; p_3 – покращання фінансових можливостей; p_4 – посилення мобільності капіталу; p_5 – зниження рівня фінансового та підприємницького ризиків. * – бальні оцінки встановлюються (у розрізі кожного показника кількісної характеристики інвестиційної привабливості обраного інвестиційного інструменту) на рівні, розрахованому на основі використання таблиці 1, залежно від можливості надати ту чи іншу перевагу інвестору або ж певну комбінацію переваг

Отже, на основі формули (3.25) можна записати вираз для кількісної характеристики можливостей (у вигляді суми балів), які отримує інвестор від ви-

користання переваг k -го інвестиційного інструменту в розрізі опису його інвестиційної привабливості у вигляді формули (3.26):

$$B_k = \sum_{i=1}^5 \sum_{j=1}^7 a_{ji}. \quad (3.26)$$

4-й крок. Розрахунок загальної кількості балів як кількісна характеристика тих можливостей, які отримує інвестор від використання переваг за рахунок досягнення показниками опису інвестиційної привабливості обраного інвестиційного інструменту максимально можливих значень, тобто визначення значення формули (3.24) комплексної оцінки привабливості інвестиційних інструментів. Інформаційною базою визначення зазначеного показника є побудова таблиці 3.26.

Таблиця 3.26 – Максимально можливі бальні характеристики взаємообумовленості переваг, які отримує інвестор від використання обраного інструменту

Критерій			Переваги інвестора від використання обраного інвестиційного інструменту (бальні оцінки)*				
			P_1	P_2	P_3	P_4	P_5
Показники кількісної привабливості обраного інвестиційного інструменту	x_1	прибутковість інвестиційних інструментів	$30v_1$	$30v_1$	$30v_1$	$30v_1$	$30v_1$
	x_2	ризик	$30v_2$	$30v_2$	$30v_2$	$30v_2$	$30v_2$
	x_3	ліквідність інвестиційних інструментів	$30v_3$	$30v_3$	$30v_3$	$30v_3$	$30v_3$
	x_4	динаміка курсової вартості інвестиційних інструментів	$30v_4$	$30v_4$	$30v_4$	$30v_4$	$30v_4$
	x_5	надійність інвестиційних інструментів	$30v_5$	$30v_5$	$30v_5$	$30v_5$	$30v_5$
	x_6	безпека	$30v_6$	$30v_6$	$30v_6$	$30v_6$	$30v_6$
	x_7	конвертованість	$30v_7$	$30v_7$	$30v_7$	$30v_7$	$30v_7$
Сума							

Використовуючи дані табл. 3.26, запишемо, максимально можливу суму балів, які отримує інвестор від використання переваг застосування обраного інвестиційного інструменту, в розрізі досягнення показниками опису його інвестиційної привабливості певного рівня:

$$B = 5 \sum_{j=1}^7 30v_j. \quad (3.27)$$

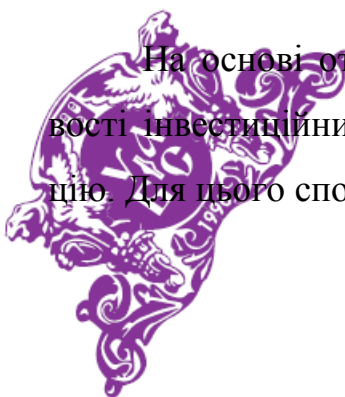
5-й етап. Визначення комплексної кількісної оцінки рівня привабливості інвестиційних інструментів та надання їй якісної характеристики.

Таким чином, узагальнюючи описані вище розрахунки, комплексну оцінку привабливості інвестиційних інструментів подамо у вигляді такого математичного співвідношення:

$$RIP_k = \frac{\sum_{i=1}^5 \sum_{j=1}^7 a_{ji}}{5 \sum_{j=1}^7 30v_j} \quad (3.28)$$

$$a_{ji, j=1 \div 7, i=1 \div 5} = \begin{cases} 10v_j \mid x_i < \frac{1}{3} \left(\begin{matrix} \max_j x_j \\ -\min_j x_j \end{matrix} \right) \\ 20v_j \mid \frac{1}{3} \left(\begin{matrix} \max_j x_j \\ -\min_j x_j \end{matrix} \right) \leq x_i \leq \frac{2}{3} \left(\begin{matrix} \max_j x_j \\ -\min_j x_j \end{matrix} \right) \text{ якщо } j\text{-й показник} \\ \text{забезпечує } i\text{-ту} \\ \text{перевагу інвесторові} \\ 30v_j \mid x_i \geq \frac{2}{3} \left(\begin{matrix} \max_j x_j \\ -\min_j x_j \end{matrix} \right) \\ 0, \text{ якщо } j\text{-й показник не забезпечує } i\text{-ту перевагу інвесторові} \end{cases}$$

На основі отриманої кількісної характеристики інвестиційної привабливості інвестиційних інструментів пропонуємо дати їй таку якісну інтерпретацію. Для цього спочатку визначимо мінімально (RIP_{\min}):



$$RIP_{\min} = \frac{\sum_{i=1}^5 \sum_{j=1}^7 b_{ji}}{5 \sum_{j=1}^7 30v_j}, \quad (3.29)$$

$$b_{ji, j=1 \div 7, i=1 \div 5} = \begin{cases} 10v_j, & \text{якщо } j\text{-й показник забезпечує } i\text{-ту перевагу інвесторові} \\ 0, & \text{якщо } j\text{-й показник не забезпечує } i\text{-ту перевагу інвесторові} \end{cases}$$

та максимально (RIP_{\max}):

$$RIP_{\max} = \frac{\sum_{i=1}^5 \sum_{j=1}^7 c_{ji}}{5 \sum_{j=1}^7 30v_j}, \quad (3.30)$$

$$c_{ji, j=1 \div 7, i=1 \div 5} = \begin{cases} 30v_j, & \text{якщо } j\text{-й показник забезпечує } i\text{-ту перевагу інвестору} \\ 0, & \text{якщо } j\text{-й показник не забезпечує } i\text{-ту перевагу інвестору} \end{cases}$$

можливі значення, яких може набувати розрахунковий рівень оцінки привабливості відповідного інвестиційного інструменту.

Межі характеристики досліджуваного показника набувають вигляду:

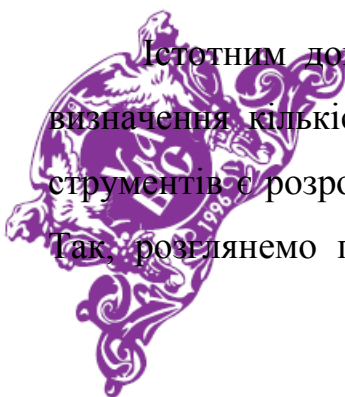
$$- \quad RIP_{\min} \leq RIP_k < \frac{2RIP_{\min} + RIP_{\max}}{3} \quad - \text{ низька оцінка (інвестиційної}$$

привабливості);

$$- \quad \frac{2RIP_{\min} + RIP_{\max}}{3} \leq RIP_k \leq \frac{RIP_{\min} + 2RIP_{\max}}{3} \quad - \text{ задовільна оцінка;}$$

$$- \quad \frac{RIP_{\min} + 2RIP_{\max}}{3} < RIP_k \leq RIP_{\max} \quad - \text{ висока оцінка.}$$

Істотним доповненням до наведеного науково-методичного підходу до визначення кількісної характеристики рівня привабливості інвестиційних інструментів є розроблення практичних рекомендацій щодо його впровадження. Так, розглянемо послідовність оцінки інвестиційної привабливості акцій на



прикладі ВАТ «Північний ГЗК» та ВАТ «Мотор Січ», значення показників у розрізі яких наведені в табл. 3.27.

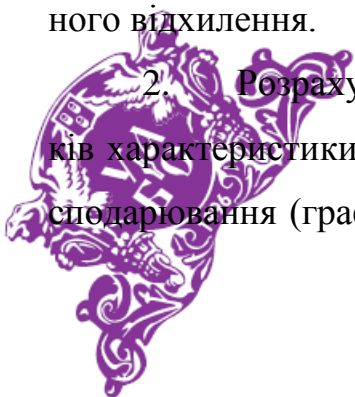
Таблиця 3.27 – Вхідні дані оцінки привабливості інвестиційних інструментів (II) для акцій «Північний ГЗК» та «Мотор Січ»

№ групи	Назва групи	№ показника	Назва показника	Північний ГЗК	Мотор Січ
1	2	3	4	5	6
1	Прибутковість II	1	Прибутковість II для акцій	3,10	4,05
2	Ризик	2	Очікувана прибутковість II	9,24	828,60
		3	Середнє квадратичне відхи-	2,84	436,31
3	Ліквідність II	4	Ліквідність II	0,99	0,99
4	Динаміка курсової вартості II	5	Динаміка курсової вартості II	11,85	1778,99
5	Надійність II	6	Надійність II	0,85	1,53
6	Безпека	7	Безпека	0,06	0,00
7	Дивідендний ви-	8	Дивідендний вихід	0,00	0,87
		9	Поточна рентабельність ак-	0,00	0,15
		10	Балансова вартість акції	1225,35	4,18
		11	Рентабельність балансової	0,00	0,33
		12	Коефіцієнт дивідендних ви-	61,65	1,39
8	–	13	Показник відношення рин-	0,68	2,21

На основі даних табл. 3.27 проведемо проміжні розрахунки в межах таких аспектів дослідження.

1. Визначення рівня максимально можливого значення кожного із 13 показників характеристики інвестиційної привабливості акцій «Північний ГЗК» та «Мотор Січ» (графа 6 табл. 3.28) шляхом корегування (додавання) максимального значення серед розглянутих об'єктів на величину середнього квадратичного відхилення.

2. Розрахунок мінімально можливого значення кожного із 13 показників характеристики інвестиційної привабливості акцій зазначених суб'єктів господарювання (графа 7 табл. 3.28) шляхом корегування (віднімання) мінімаль-



ного значення серед розглянутих об'єктів на величину середнього квадратичного відхилення.

3. Визначення вагових коефіцієнтів обраних показників кількісної характеристики привабливості розглянутих інвестиційних інструментів (графа 1 табл. 3.28), припускаючи їх однакову пріоритетність.

4. Розподіл оцінок за групами балів на низьку (графа 2 табл. 3.28), середню (графи 6 і 7 табл. 3.28), високу (графа 8 табл. 3.28) за формулами, наведеними в табл. В.4.

Таблиця 3.28 – Проміжні розрахунки проведення кількісної оцінки інвестиційної привабливості акцій «Північний ГЗК» та «Мотор Січ»

№ показника	Вага	Діапазон оцінок				max	min	Середнє квадратичне відхилення
		Низька (10 балів)	Середня (20 балів)		Висока (30 балів)			
			Верхня межа	Нижня межа					Верхня межа	Нижня межа
A	1	2	3	4	5	6	7	8
1	0,08	2,38	2,38	4,77	4,77	4,73	2,42	0,67
2	0,08	279,28	279,28	558,56	558,56	1407,98	-570,14	579,38
3	0,08	146,38	146,38	292,77	292,77	742,81	-303,66	306,50
4	0,08	0,66	0,66	1,32	1,32	0,99	0,99	0,00
5	0,08	596,95	596,95	1193,89	1193,89	3028,54	-1237,70	1249,55
6	0,08	0,79	0,79	1,59	1,59	2,01	0,37	0,48
7	0,08	0,02	0,02	0,04	0,04	0,10	-0,04	0,04
8	0,08	0,29	0,29	0,58	0,58	1,48	-0,61	0,61
9	0,08	0,05	0,05	0,10	0,10	0,25	-0,10	0,10
10	0,08	409,84	409,84	819,68	819,68	2088,84	-859,31	863,49
11	0,08	0,11	0,11	0,22	0,22	0,57	-0,23	0,23
12	0,08	21,02	21,02	42,03	42,03	104,26	-41,22	42,61
13	0,08	0,96	0,96	1,92	1,92	3,29	-0,41	1,08

5. Ідентифікація взаємообумовленості переваг, які отримує інвестор від використання акцій, у розрізі досягнення показниками опису його інвестиційної привабливості певного рівня, результати якої подамо у вигляді табл. 3.29.

6. Визначення кількісної характеристики можливостей (у вигляді суми балів), які отримує інвестор від використання переваг застосування акцій «Північний ГЗК» та «Мотор Січ» (табл. 3.30) у розрізі опису його інвестиційної

привабливості, тобто чисельника математичного співвідношення (3.24) опису рівня привабливості відповідного інвестиційного інструменту.

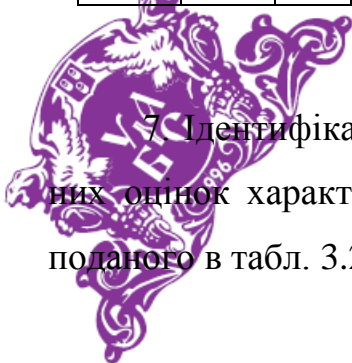
Таблиця 3.29 – Взаємообумовленість переваг, які отримує інвестор від використання обраного інвестиційного інструменту

Група	№ показника	p1	p2	p3	p4	p5
1	1	1	1	1	0	0
2	2	1	1	1	0	0
2	3	1	1	1	0	0
3	4	1	1	1	1	1
4	5	1	1	1	0	1
5	6	1	0	0	0	1
6	7	1	0	0	0	1
7	8	1	1	1	0	0
7	9	1	1	1	0	1
7	10	0	0	1	1	0
7	11	1	1	1	0	1
7	12	1	1	1	0	0
8	13	1	1	1	0	1

Таблиця 3.30 – Бальні характеристики взаємообумовленості переваг, які отримує інвестор від використання акції «Північний ГЗК» (1) та «Мотор Січ» (2)

№ показника	p1		p2		p3		p4		p5		Сума		Зважена сума	
	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)
1	20	20	20	20	20	20	0	0	0	0	60	60	4,62	4,62
2	10	30	10	30	10	30	0	0	0	0	30	90	2,31	6,92
3	10	30	10	30	10	30	0	0	0	0	30	90	2,31	6,92
4	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	100	100	7,69	7,69
5	10	30	10	30	10	30	0	0	10	30	40	120	3,08	9,23
6	20	20	0	0	0	0	0	0	20	20	40	40	3,08	3,08
7	30	10	0	0	0	0	0	0	30	10	60	20	4,62	1,54
8	10	30	10	30	10	30	0	0	0	0	30	90	2,31	6,92
9	10	30	10	30	10	30	0	0	10	30	40	120	3,08	9,23
10	0	0	0	0	30	10	30	10	0	0	60	20	4,62	1,54
11	10	30	10	30	10	30	0	0	10	30	40	120	3,08	9,23
12	30	10	30	10	30	10	0	0	0	0	90	30	6,92	2,31
13	10	30	10	30	10	30	0	0	10	30	40	120	3,08	9,23
Сума	190	290	140	260	170	270	50	30	110	170	660	102	50,77	78,46

7 Ідентифікація мінімального та максимального (табл. 3.31) рівнів бальних оцінок характеристики взаємообумовленості переваг у межах розподілу, поданого в табл. 3.29.



Таблиця 3.31 – Бальні характеристики (мінімально (1) та максимально (2) можливі рівні) взаємообумовленості переваг, які отримує інвестор від використання обраного інвестиційного інструменту

№ показника	p1		p2		p3		p4		p5		Сума		Зважена	
	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)
1	10	30	10	30	10	30	0	0	0	0	30	90	2,31	6,92
2	10	30	10	30	10	30	0	0	0	0	30	90	2,31	6,92
3	10	30	10	30	10	30	0	0	0	0	30	90	2,31	6,92
4	10	30	10	30	10	30	10	30	10	30	50	150	3,85	11,54
5	10	30	10	30	10	30	0	0	10	30	40	120	3,08	9,23
6	10	30	0	0	0	0	0	0	10	30	20	60	1,54	4,62
7	10	30	0	0	0	0	0	0	10	30	20	60	1,54	4,62
8	10	30	10	30	10	30	0	0	0	0	30	90	2,31	6,92
9	10	30	10	30	10	30	0	0	10	30	40	120	3,08	9,23
10	0	0	0	0	10	30	10	30	0	0	20	60	1,54	4,62
11	10	30	10	30	10	30	0	0	10	30	40	120	3,08	9,23
12	10	30	10	30	10	30	0	0	0	0	30	90	2,31	6,92
13	10	30	10	30	10	30	0	0	10	30	40	120	3,08	9,23
Сума	120	360	100	300	110	330	20	60	70	210	420	1260	32,31	96,92

8. Розрахунок комплексної оцінки привабливості інвестиційних інструментів за формулою (3.28), який подамо у вигляді табл. 3.32.

Таблиця 3.32 – Складові оцінки інвестиційної привабливості акцій

Показник	Чисельник	Знаменник	Результат
Сума балів кількісної характеристики оцінки привабливості акцій «Північний ГЗК»	50,77	150,00	0,34
Сума балів кількісної характеристики оцінки привабливості акцій «Мотор Січ»	78,46	150,00	0,52
Мінімально можливий рівень оцінки привабливості акцій (за умови даного розподілу переваг)	32,31	150,00	0,22
Максимально можливий рівень оцінки привабливості акцій (за умови даного розподілу переваг)	96,92	150,00	0,65

9. Якісна інтерпретація отриманої кількісної характеристики інвестиційної привабливості інвестиційних інструментів (на основі даних табл. 3.33) та прийняття науково обґрунтованих управлінських рішень.

Таким чином, реалізація запропонованого науково-методичного підходу до визначення кількісної характеристики рівня привабливості інвестиційних інструментів на прикладі акцій емітованих ВАТ «Північний ГЗК» та ВАТ «Мотор Січ» у 2010 р. свідчить про те, що цінні папери Північного ГЗК упродовж

аналізованого періоду мали низьку інвестиційну привабливість, оскільки кількісний показник їх характеристики дорівнював 0,34 одиниці. В той же час акції «Мотор Січ» мали високий рівень інвестиційної привабливості, про що свідчить значення інтегрального показника привабливості інвестиційних інструментів на рівні 0,52 одиниці.

Таблиця 3.33 – Межі діапазонів якісної характеристики розрахованої комплексної оцінки привабливості акцій «Північний ГЗК» та «Мотор Січ»

Якісна оцінка інвестиційної привабливості	Нижня межа	Верхня межа
Низька	0,22	0,36
Задовільна	0,36	0,50
Висока	0,50	0,65

Розроблений науково-методичний підхід до визначення кількісної характеристики рівня привабливості інвестиційних інструментів (навіть в умовах нерозвиненості вітчизняного фондового ринку та обмеженості інформації про емітентів і кількісних параметрів цінних паперів, що ними випускаються) дає можливість із певною похибкою та відносним рівнем адекватності давати кількісну та якісну оцінку цінним паперам вітчизняних емітентів. За умови подальшого розвитку ринку цінних паперів та відкритості даних щодо емітентів і цінних паперів, які ними розміщуються на фондовому ринку, використання запропонованого підходу дозволить проводити ґрунтовний та багатокритеріальний аналіз привабливості інвестиційного ринку України в цілому.

Висновки до третього розділу

1. Узагальнено тенденції розвитку основних суб'єктів інвестиційного ринку України за останнє десятиріччя (банків, страхових компаній, недержавних

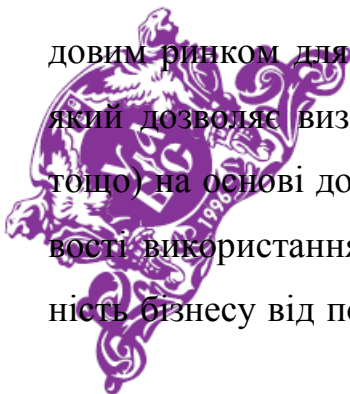


пенсійних фондів, інститутів спільного інвестування), виявлено конкурентні переваги кожного з них, здійснено прогнози щодо подальшого розвитку конкурентних відносин в межах однієї групи суб'єктів та між різними групами.

2. Для кількісного вимірювання інтенсивності обох типів конкурентних відносин на інвестиційному ринку автором застосовано матричний підхід, який дозволяє формалізувати конкурентну позицію кожної групи суб'єктів (як частку ринку, яку вони контролюють) та відслідкувати її динаміку. На відміну від усталеного розуміння, в якості основних конкурентів автор розглядає не всіх суб'єктів, хто здійснює діяльність на одному сегменті ринку, а лише тих з них, у кого співпадають напрямки динамічних змін конкурентних позицій.

3. Враховуючи обмежені можливості застосування стандартних методів оцінювання конкуренції для дослідження специфіки конкурентних відносин між суб'єктами інвестиційного ринку запропоновано підхід, який може бути використаний навіть і в умовах становлення інвестиційного ринку України, особливо – для його фондового сегменту, який за загальноприйнятою класифікацією відноситься до групи граничних ринків країн східної та центральної Європи (FM СЕЕС). Перевагою даного підходу є також той факт, що він дозволяє отримати не тільки статичні, а й динамічні оцінки інтенсивності конкурентних відносин, що набуває особливої актуальності в умовах високої волатильності кон'юнктури інвестиційного ринку України. Він може бути застосований також і для оцінювання інтенсивності конкурентних відносин між різними суб'єктами інвестиційного ринку в межах групи або для ринку в цілому.

4. В контексті формування конкурентоспроможного інвестиційного ринку провідне місце займає визначення конкурентних переваг та інвестиційної привабливості об'єктів та інструментів інвестування. В країнах з розвиненим фондовим ринком для цього частіш за все застосовують фундаментальний аналіз, який дозволяє визначити вартість інструменту інвестування (акцій, облігацій тощо) на основі дослідження фінансового стану їх емітентів. В Україні можливості використання цього виду аналізу суттєво обмежені через високу залежність бізнесу від політичної ситуації в країні; відсутність у більшості емітентів



корпоративних прав виваженої та систематизованої дивідендної політики, що фактично унеможлиблює прогнозування майбутніх дивідендних виплат та темпів їх зростання; високий рівень асиметрії інформації на ринку, зокрема – щодо реальних характеристик фінансового стану емітента та перспектив його розвитку тощо.

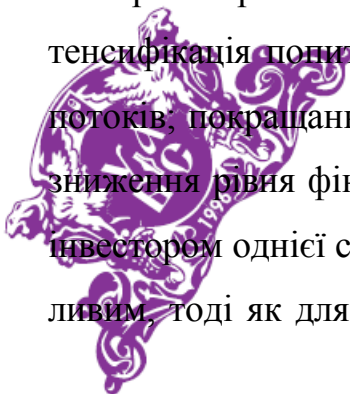
5. Розроблено науково-методичний підхід до оцінювання інвестиційної привабливості акцій та облігацій, який може бути застосований на вітчизняному інвестиційному ринку та використаний як підґрунтя при дослідженні конкурентних відносин на цьому ринку за об'єктами інвестування.

6. Реалізація запропонованого підходу пропонується у наступній послідовності:

1. Формування переліку релевантних факторів, які визначають інвестиційну привабливість акцій та облігацій; рентабельність акціонерного капіталу, доходність акцій, капіталізовану та балансову вартість акцій, відношення ринкової вартості акцій до балансової, коефіцієнт дивідендних виплат, дивідендну доходність акції, коефіцієнт ліквідності акцій, номінальну доходність облігації, поточну доходність облігацій, кредитний рейтинг емітента.

2. Експертне оцінювання впливу цих релевантних факторів на рівень інвестиційної привабливості інструментів в балах (10, 20 або 30 балів) залежно від рівня впливу цього фактору: низький, середній, високий. Кожна індивідуальна бальна оцінка зважується на ваговий коефіцієнт, визначений за допомогою методу аналізу ієрархії.

3. Формалізація вимог до кількісних оцінок рівня впливу окремого фактора на інвестиційну привабливість відповідного інструменту залежно від обраної інвестором стратегії на ринку. В роботі розглядається 5 типів таких стратегій: інтенсифікація попиту на інвестиційні ресурси; нарощування обсягів фінансових потоків; покращання фінансових можливостей; посилення мобільності капіталу; зниження рівня фінансового та підприємницького ризиків. Тобто, для реалізації інвестором однієї стратегії вплив окремого фактору може бути надзвичайно важливим, тоді як для реалізації іншої стратегії – не принциповим. Формалізацію



цього зв'язку автор пропонує здійснювати шляхом заповнення (в балах від 0 до 1) так званої «матриці взаємообумовленості факторів і стратегій».

4. Коригування впливу релевантних факторів на рівень інвестиційної привабливості інструментів, визначеного на етапі 2, на рівень вимог до кожного фактору, визначеного на етапі 3. За результатами цього здійснюється інтегральне оцінювання впливу всієї сукупності факторів на привабливість конкретного інвестиційного інструменту.

5. Розрахунок узагальнюючого індикатора інвестиційної привабливості акцій та облігацій як співвідношення інтегральної оцінки впливу всієї сукупності факторів, отриманої на етапі 4, до максимально можливого рівня такої оцінки.

7. Практичні розрахунки на основі даного підходу здійснено автором на прикладі акцій, емітованих ВАТ «Північний ГЗК» та ВАТ «Мотор Січ» у 2010 р. Значення узагальнюючого індикатора інвестиційної привабливості цих акцій склали відповідно 0,34 (низький рівень) та 0,52 (середній рівень).

Основні положення даного розділу роботи викладені автором в [123, 124, 126, 133, 135, 139, 140, 142, 143, 145, 146, 152, 156, 159, 160, 163, 164].



РОЗДІЛ 4

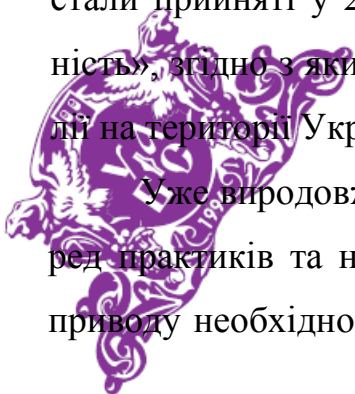
СТРАТЕГІЯ РОЗВИТКУ ІНВЕСТИЦІЙНОГО РИНКУ УКРАЇНИ ПІД ВПЛИВОМ ГЛОБАЛІЗАЦІЙНИХ ПРОЦЕСІВ

4.1 Обґрунтування стратегічних загроз та можливостей розвитку інвестиційного ринку України під впливом іноземного капіталу

Сьогоднішні тенденції розвитку світової економіки базуються на процесах широкомасштабної трансформації банківського капіталу, призводять до формування нових типів монополістичних об'єднань у глобальному вимірі, змінюють структуру розміщення фінансових активів між власниками різної національної приналежності, визначають основні переваги від інтеграції закордонного банківського капіталу для одних груп країн та можливі ризики для інших.

Не оминають зазначені тенденції і банківську систему України. Сучасний етап розвитку вітчизняного кредитного ринку характеризується відчутним зростанням частки іноземного капіталу та зміцненням позицій на вітчизняному ринку закордонних фінансових груп. Підтвердженням цього є динаміка статистичних даних: так, за останній рік частка іноземного капіталу в статутному капіталі банківської системи України зросла з 35 до 40 %. Кількість іноземних банків зросла з 51 до 55, у тому числі зі 100-відсотковим іноземним капіталом з 18 до 20 [227, 228]. Законодавчим підґрунтям розвитку цього процесу в Україні стали прийняті у 2006 році зміни до Закону «Про банки та банківську діяльність», згідно з якими іноземним банкам було надане право відкривати свої філії на території України.

Уже впродовж багатьох років як на рівні державного управління, так і серед практиків та науковців фінансового сектору тривають важливі дискусії з приводу необхідності подальшого розкриття вітчизняного інвестиційного рин-

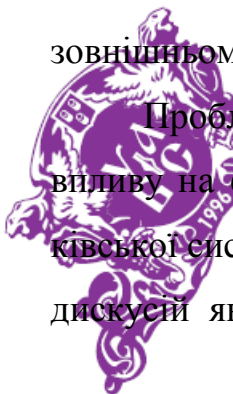


ку для іноземного капіталу різного походження та об'єктивного визначення якості таких заходів. У першу чергу це стосується діяльності філій іноземних банків. З огляду на активну експансію іноземними фінансовими групами неоднозначною є дилема про межі та наслідки такої присутності. В розрізі цього питання висловлюються різні думки, досить часто діаметрально протилежні.

Слобода Л. [280] підкреслює, що зазначені вище тенденції свідчать про подальшу інтеграцію України у світову фінансову систему та відповідні ринки, а також вплив на її економічний розвиток ключових факторів глобалізації. Проте необхідно підкреслити, що процеси глобалізації та масштабної інтеграції характеризуються не лише об'єктивністю і незворотністю свого виявлення, а й очевидною неоднозначністю та суперечливістю ймовірних наслідків. З одного боку, це надає широкі можливості для вільного переливання фінансового капіталу, практичної реалізації стандартизованих міжнародних принципів ведення інвестиційного бізнесу та впровадження інноваційних розробок, зростання конкурентоспроможності національних фінансових установ, адаптації сучасних технологій і бізнес-процесів.

З іншого боку, це може сприяти підвищенню економічної і політичної взаємозалежності між окремими країнами та регіонами, стримуванню бізнес-діяльності чи виходу з товарних, фінансових, фондових ринків, зворотній трансформації країн на сировинні придатки, збільшенню розриву між багатими і бідними верствами населення, рівня спекуляції, системних ризиків тощо. За таких умов для України особливо актуальним є концептуальний аналіз впливу зарубіжного капіталу на функціонування національної банківської системи, формування економіко-правових та організаційних умов для вітчизняних банків з метою зростання їх конкурентоспроможності як на внутрішньому, так і на зовнішньому ринку.

Проблематика дослідження наслідків та особливостей регулятивного впливу на функціонування іноземного капіталу в масштабах української банківської системи стала об'єктом наукової зацікавленості та предметом тривалих дискусій як у теоретичній сфері, так і в середовищі фінансистів-практиків.



Майже одностайною є думка науковців [165, 169, 324, 48, 213, 72,195] щодо перспектив втрати фінансової незалежності країною, яка виявляється занадто «інтернаціоналізованою» в системі переміщення інвестиційних капіталів. Зокрема економічні турбулентності в одній країні (чи групі країн) можуть викликати негативну ланцюгову реакцію у функціонуванні кредитних систем держав, пов'язаних із першими участю в банківському капіталі.

Мета цієї частини роботи полягає у дослідженні середовища імпорту іноземного капіталу в фінансову систему України (у першу чергу – в банківський сектор), його ефективності та проблематики забезпечення фінансової стабільності економічних суб'єктів у цьому контексті.

Як правило, результатом фінансових потрясінь в економіці країн, що розвиваються, є зростання участі іноземних банків насамперед за рахунок зниження вартості національних активів. Не є винятком і Україна, в статутному капіталі банків якої частка іноземного капіталу станом на 01.01.2012 становила 41,9%, що більш ніж на один відсотковий пункт більше за аналогічний показник минулорічної давності та на 6 відсоткових пунктів – за показник 2010 року (рис. 4.1).



Рисунок 4.1 – Частка іноземного капіталу в статутному капіталі українських банків (складено на основі [227, 228])

Як бачимо, у 2011 році присутність власників-нерезидентів у корпоративній структурі вітчизняних кредитних установ є максимальною за весь досліджуваний період, причому кількість банків з іноземним капіталом скоротилася на 2 фінустанови (до 53 банків), а банків із повним контролем – навпаки, зросла на ту саму кількість (до 22 установ).

Більш наочним є порівняльний аналіз активів банків із вітчизняним та іноземним капіталом (рис. 4.2). Зокрема необхідно особливо підкреслити, що активи іноземних банків перевищили відповідний показник за вітчизняними фінустановами лише у 2011 році, причому розрив став досить значним (більш ніж 200 млрд грн).

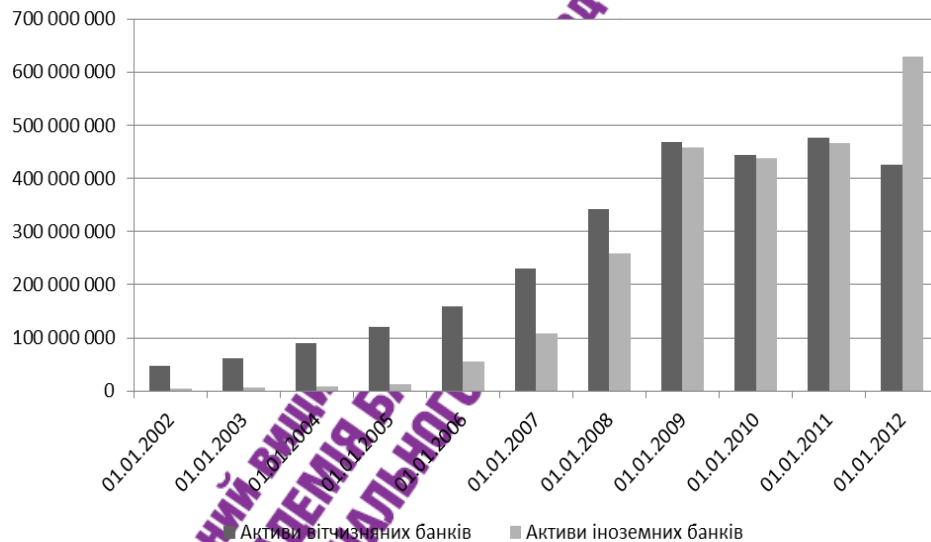


Рисунок 4.2 – Динаміка активів банків із вітчизняним та іноземним капіталом (складено на основі [246])

Фахівці, зокрема у працях [179, 166], підкреслюють, що однією з причин зростання частки іноземного капіталу є присутність на вітчизняному ринку псевдо- (квазі-іноземних банківських установ (рис. 4.3). Так, до першої групи належать: «ПриватБанк» (із часткою Кіпру в 30%), «Надра-Банк» (Австрія – 90%), «Кредит-Дніпро» (Кіпр – 100%), «Київська Русь» (Кіпр – 40%) та інші.

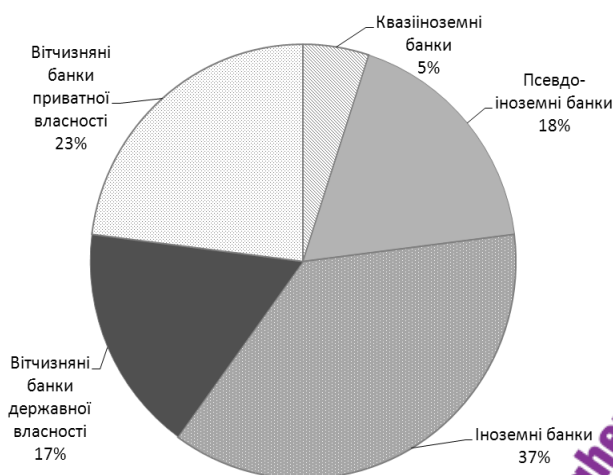


Рисунок 4.3 – Структура власності банків України станом на 01.01.2012 року

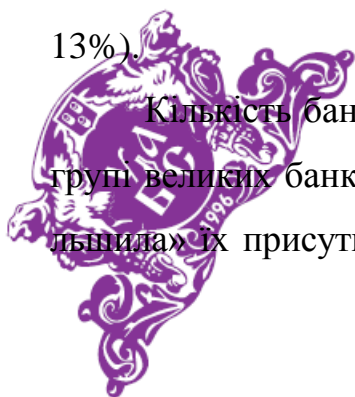
[179]

Серед квазііноземних банків можна виділити «Дельта Банк» (частка «Сag-ill» – 30%), «Мегабанк» (сукупна частка ЄБРР та «KfW» становить 30%), «Індустріалбанк» (частка фізичної особи з Австрії – 11%) тощо.

Характерною особливістю устрою вітчизняної банківської системи є значна розпорошеність її капіталу, причому лєвова частка останнього знаходиться в управлінні невеликих банківських установ. Так, станом на 01.01.2011 р. кількість найбільших фінустанов зменшилася на один банк, що призвело до зменшення у структурі банків за розміром капіталу частки першої групи на 2 відсоткових пункти до рівня 66% (питома вага активів цієї групи зменшилася з 69,4% у 2010 році до 66,7% у 2011 році).

Незважаючи на те, що кількість найменших банків також зменшилася (з 122 до 115), їхня частка в сукупних активах збільшилася до 8,8%, що свідчить про зростання їхньої ролі (хоча позитивним аспектом є укрупнення капіталу таких банків із досягненням відповідної частки у його сукупному обсязі на рівні 13%).

Кількість банків із розміром статутного капіталу від 4,5 до 14 млрд грн (у групі великих банків за класифікацією НБУ), навпаки, зросла на 2 банки і «збільшилася» їх присутність у національних активах до 18,1%. Зокрема, Національ-



ний банк включив «Укргазбанк» до групи найбільших і виключив із неї «Родовід Банк» та «Сведбанк» [222, 223, 6].

Багато фахівців наголошує на тому, що розмір банку не є визначальним у забезпеченні його фінансової стійкості (наприклад, ключовим показником у цьому розрізі є критерій адекватності капіталу банку), таким чином виправдовуючи наявність такої різноманітності дрібних кредитних установ. А оскільки іноземні інвестори здійснюють придбання банків здебільшого з першої двадцятки за обсягами активів, то роздробленість банківської системи фактично є запорукою збереження власності резидентів.

Застосовуючи механізм злиття та поглинання, зарубіжні фінансові об'єднання зацікавлені в отриманні контролю над вітчизняними банками, які вже зарекомендували себе як великі гравці ринку з розгалуженою мережею відділень та наявною клієнтською базою (табл. 4.1).

Кілька малих банків, як правило, придбаються з метою їх подальшої інтеграції в єдину структуру [65].

Таблиця 4.1 – Параметри окремих угод щодо придбання великих українських банків (складено на основі [64, 253])

Український банк	Іноземний банк-інвестор	Частка у статутному капіталі, %	Сума угоди, млн дол.
Укрсоцбанк	Banca Intesa SpA (Італія)	88,4	1160
Укрсиббанк	BNP Pariba	51,0	360
Аваль	Raiffeisen international AG (Австрія)	93,5	1028
ТАС-Комерцбанк	Svedbank (Швеція)	100,0	735
Правекс-Банк	Intessa Sanpaolo (Італія)	100,0	750

Для аналізу ефективності діяльності іноземних фінансових структур на теренах України важливим є визначення узагальнених порівняльних характеристик можливих наслідків присутності іноземного капіталу в банківській системі (табл. Д.1).

Переваги імпорту закордонних інвестицій узагальнено на рис. 4.4.

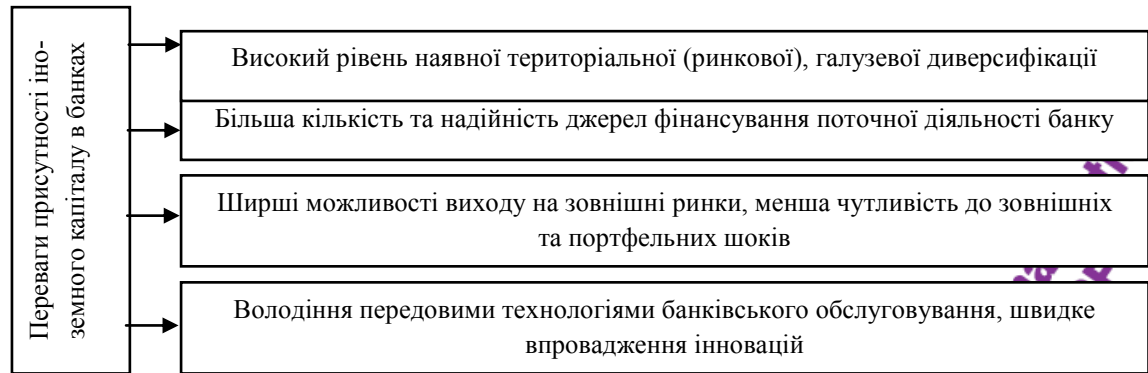


Рисунок 4.4 – Переваги іноземного банківського капіталу (складено на основі [167, 48])

Кожна держава, встановлюючи «правила гри» для суб'єктів банківського ринку, керується загальновизнаними принципами підтримання конкурентних відносин між банками (рис. 4.5).

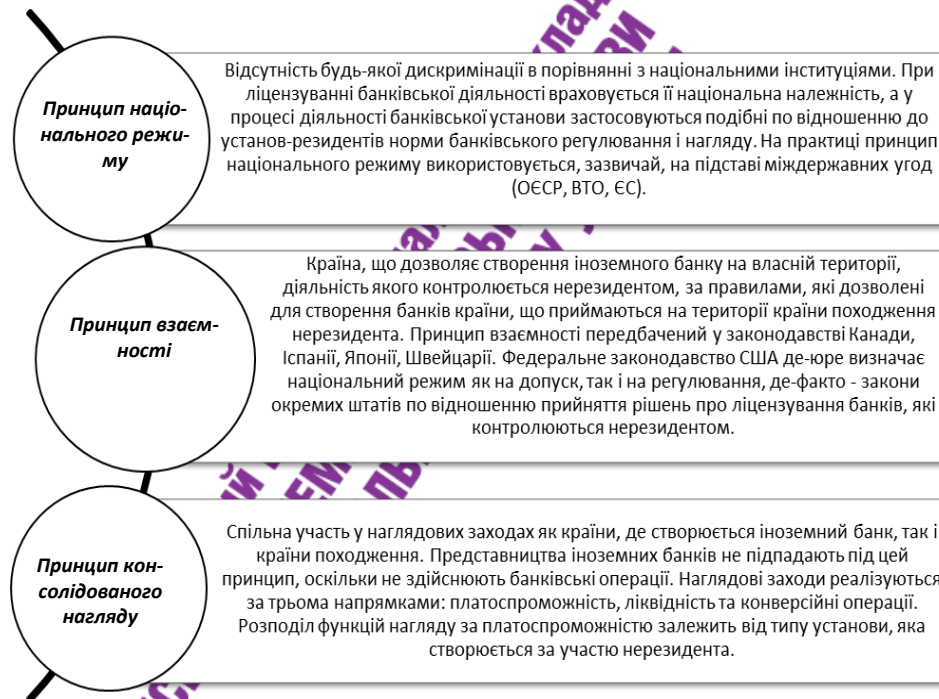
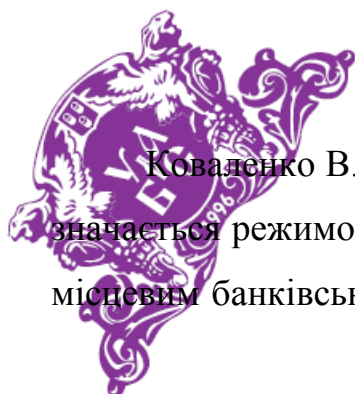


Рисунок 4.5 – Принципи організаційно-нормативного забезпечення доступу іноземного капіталу до національних ринків банківських послуг (складено на основі [169])



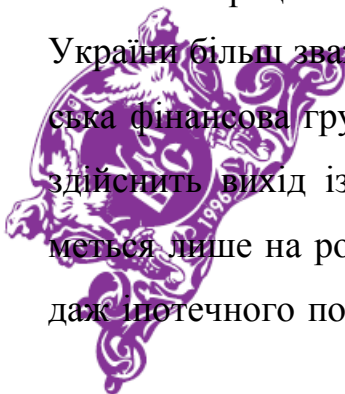
Коваленко В. В. зазначає, що ступінь присутності банків-нерезидентів визначається режимом їхнього доступу, що має широку градацію та є адекватним місцевим банківським установам, в той же час корелює як з економічною пот-

ребою в іноземному капіталі, так і з факторами політичного характеру. Досвід підтверджує, що різноманітні обмеження щодо іноземних інвестицій широко застосовуються у країнах з ринками, що розвиваються, а також у розвинених країнах (табл. Д.2) [169].

Аналіз ситуації в банківських системах зарубіжних країн (зокрема на прикладі членів ЄС) підтверджує тезу про домінування в «сильних» та великих економіках Єврозони частки національного капіталу в структурі загальних банківських активів (найбільша вона у Швеції та Франції). Невеликі країни регіону, навпаки, відчувають значну залежність від іноземних інвестицій у кредитну систему: в Естонії, Словаччині та Чехії частка іноземних банків та філій іноземних банків у сукупних активах становить 93,27%, 98,72% та 95,27% відповідно (табл. Д.3).

Наприкінці 2010 – на початку 2011 років ринок України покинули чотири іноземні фінансові групи. У грудні 2010 р. його залишила «Home Credit Group», яка відповідно володіла активами «Хоум Кредит Банку». За нею пішла російська «Ренесанс Груп», здійснивши продаж банку «Ренесанс Капітал». Після цього інвестиційна група «Kardan NV» реалізувала 84% акцій «ВіЕйБі Банку». Четвертою фінансовою групою, яка залишила український ринок, став «Bank of Georgia», залишивши за собою лише 19,4% акцій «БГ Банку». На думку експертів, іноземні інвестори походженням не з країн СНД найближчим часом утримуватимуться від придбання українських банків. Це може бути пов'язано з відсутністю чітких перспектив подальшого насичення вітчизняного ринку та його післякризового відновлення [69].

З огляду на посилення фінансової нестабільності в Європі у зв'язку з проблемами Греції багато західних банків починає застосовувати на території України більш зважені маркетингові стратегії. Так, наприкінці 2011 року шведська фінансова група «Swedbank» оголосила, що в найближчому майбутньому здійснить вихід із роздрібного (споживчого) сегмента бізнесу і фокусуватиметься лише на роботі з корпоративними клієнтами. На ринку очікується продаж іпотечного портфеля ПАТ «Укрсиббанк» (група «BNP Paribas») обсягом 1



млрд дол., у тому числі – частини мережі відділень фінустанови (зокрема з метою оптимізації фінансових потоків уже була проведена реалізація частини банкоматів) [232].

На нашу думку, до ключових заходів, які б посприяли безболісній інтеграції української банківської системи до світового фінансового ринку, можна віднести такі:

– поступове зростання частки іноземного капіталу в банківському секторі, що має відбуватися паралельно із формуванням сприятливих кон'юктурних умов розвитку банківської системи та підвищення конкурентоспроможності кредитних установ вітчизняного походження. Усунення вхідних бар'єрів для філій зарубіжних банків із можливістю подальшого коригування та диференціації (залежно від результатів діяльності фінансових компаній) умов такого допуску для специфічних видів діяльності;

– модернізація та стимулювання розвитку сегмента державних банків (Ощадбанк, Укрексімбанк, Український банк реконструкції та розвитку) та інших провідних фінустанов, спеціалізація яких передбачає впровадження стратегії соціальних, структурних та інших макроекономічних цілей майбутнього зростання, забезпечення розвитку пріоритетних галузей економіки та регіональних ініціатив;

– запровадження механізму нормативно-методичної селекції та дієвого моніторингу імпорту іноземного банківського капіталу, ґрунтуючись на врахуванні національних інтересів: усебічний контроль можливого входження на вітчизняний ринок фінансових груп, зареєстрованих в офшорних зонах, банків, які відмовляються від співпраці з Групою розроблення фінансових заходів боротьби з відмиванням грошей (FATF) тощо;

– установлення чітких і прозорих правил реалізації національного банківського капіталу зарубіжним власникам, сприяння розміщенню банківських цінних паперів на фондових ринках;

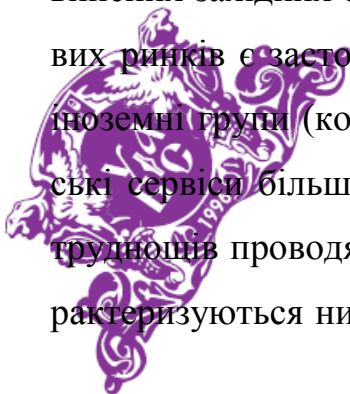


– забезпечення нормативного захисту міноритарних акціонерів фінустанов, їхньої участі в управлінні, вдосконалення процедур банківського нагляду та регулювання діяльності іноземних фінансових груп.

Утілення в життя зазначених принципових моментів, на наш погляд, створить умови максимальної мінімізації негативних наслідків поглиблення інтеграції зарубіжного капіталу в банківське середовище України, а також максимальне використання переваг такого залучення з метою подальшої розбудови фінансової системи, зміцнення грошово-кредитної системи та національної економіки загалом.

Геєць В. [48] підкреслює, що визначальними мотивами входження іноземних фінустанов на ринки східно- та центральноєвропейських країн були ринкові (експансія на нові регіони з метою досягнення вищого рівня прибутковості), а також регуляторні чинники. Бізнес-стратегія іноземних банків набула подібного характеру в Польщі, Чехії та Угорщині. На початковій стадії виходу основна діяльність таких фінустанов обмежувалася наданням сервісів для клієнтів походженням із материнської країни (ключова характеристика стратегії так званої захисної ринкової експансії). На той час ці цільові клієнти мали значно більший запас платоспроможності та фінансової стійкості, ніж великі компанії-резиденти. Таким чином, іноземний капітал намагався підтримувати в першу чергу іноземний бізнес, розширюючи при цьому його присутність на території України і створюючи зручні умови для експорту прибутків за кордон.

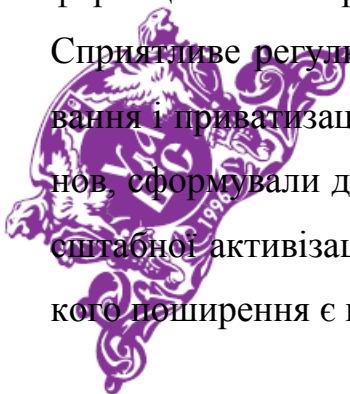
Пізніше основним мотиваційним чинником стало одержання стратегічних ринкових переваг у фінансовій діяльності. У країнах Східної та Центральної Європи обсяг банківських сервісів та продуктів є набагато нижчим, ніж у розвинених західних економіках. Одним із типових параметрів розкриття фінансових ринків є застосування маркетингової стратегії «зняття вершків»: впливові іноземні групи (конгломерати) зі значним обсягом активів, реалізуючи банківські сервіси більш складного рівня (та ширшого асортименту), без особливих труднощів проводять залучення кращих споживачів фінансових послуг, які характеризуються низьким рівнем ризику, що ускладнює конкуренцію для інших



банків. Наприкінці 90-х років ХХ ст. спостерігалася масштабна переорієнтація іноземних фінустанов на роздрібний ринок [48].

Однак дещо відрізняються від зазначених положень висновки західних дослідників, які вказують на те, що вихід іноземних банків на ринки Східної Європи пояснювався здебільшого кон'юктурним фактором унаслідок низької спроможності національної банківської системи й тим, що не підпадає під стандартні критерії інтернаціоналізації фінансово-кредитного сектору країни. Зокрема, Грін [346] зазначає, що мотивом розширення сфери впливу розвинених країн Європи на території східних країн із недостатньо сформованим фінансовим ринком було своєрідне копіювання дій інших учасників європейського регіону, тобто такі дії в першу чергу мали за мету налагодження тісного зв'язку з клієнтами, усуваючи економічну ефективність міжнародної експансії на другий план [346].

Поряд із зазначеними факторами, серед імовірних мотивів присутності банків із західноєвропейських країн на ринках Східної Європи можна виділити законодавчі та регуляторні мотиви, тобто меншу жорсткість та ефективність банківського нагляду і, як наслідок, більше можливостей для розширення бізнесу закордонних банків. На існування цього мотиву вказує, зокрема, В. Геєць, підкреслюючи, що на початку 1990-х років середовище нагляду за фінансовими ринками у країнах Східної та Центральної Європи було більш сприятливим для іноземних банків, ніж у країнах материнського капіталу, оскільки перші тільки починали поступово втілювати міжнародні регулятивні стандарти. При цьому іноземні банки не підпадали під особливі (жорсткіші) умови нагляду: в даний період ключова увага зосереджувалася на корпоративних проблемах та трансформаційних викривленнях, що мало більший вплив на банки-резиденти. Сприятливе регулювання поряд із досить ліберальними процедурами ліцензування і приватизаційних процедур, що було більш зручно для великих фінустанов, сформували для іноземних банків надзвичайно потужні стимули щодо масштабної активізації їхнього входження до регіону. Розміри та особливості такого поширення є порівнянними у глобальному вимірі [55].



У контексті мотивів входження банків із країн ЄС на український ринок банківських послуг (що виступають у формі ключових факторів, які збільшують його привабливість для закордонних інвесторів) можна узагальнити такі.

По-перше, вітчизняний ринок банківських послуг функціонально є менш розвиненим порівняно з ринками країн ЄС. Стимулювальним фактором також є переважання країн ЄС у загальній структурі залучених прямих інвестицій в Україну (рис. 4.6).

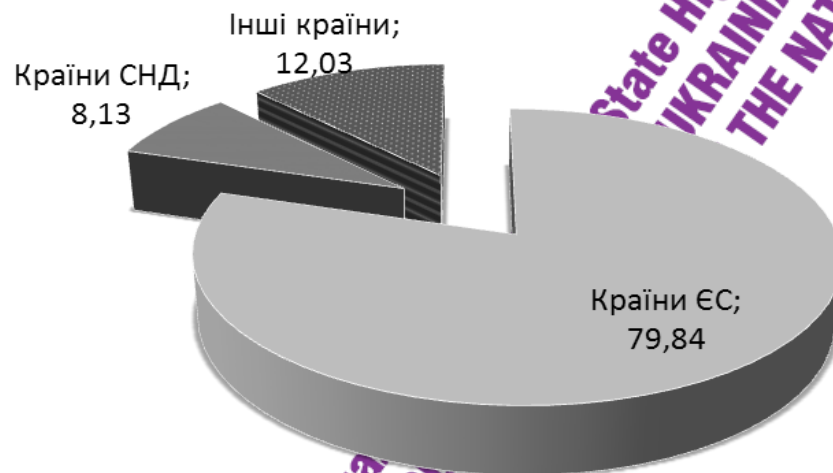


Рисунок 4.6 – Прямі іноземні інвестиції в Україну у 2011 році, % (складено на основі [106])

По-друге, він демонструє дохідність на капітал (ROE), близьку до середнього показника по ЄС-25 [55].

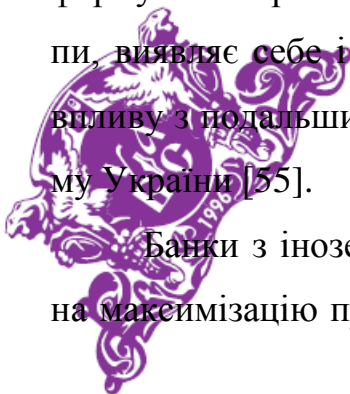
По-третє, існування мотиву інтернаціоналізації діяльності, коли услід за транснаціональними компаніями на ринок окремої країни виходять банки для обслуговування операцій цих структур (частка держав-членів ЄС у зовнішньоторговельному обороті з Україною у 2010 році становила дещо більше 30%).

Перевага діяльності фінансових установ з іноземним капіталом під час кризи полягала в тому, що материнські структури мали змогу збільшувати капітал дочірніх банків у декілька разів. За допомогою цього банки не лише поповнили статутний капітал, а й отримали можливість пролонгувати отримані раніше кредитні лінії (табл. Д.4).

Згідно з дослідженнями фахівців банки з іноземним капіталом проводять діяльність в Україні більш ефективно, ніж фінансові установи, засновані виключно на капіталі резидентів. Зокрема це проявляється у вищому рівні прибутковості міжнародних конгломератів та нижчому рівні процентних ставок. Серед передумов таких процесів можна виокремити застосування іноземними власниками прогресивних методик і технологій банківського бізнесу, а також вільний доступ іноземних кредитних установ до більш дешевих джерел фінансових ресурсів. Навіть за умови, коли банк з іноземним капіталом, який розміщує власний філіал у межах України, отримує фінансування не від материнської структури, а за рахунок міжнародних фінансових ринків, то він опиняється в значно кращих умовах, ніж банки з вітчизняним капіталом, оскільки він користується відомим міжнародним брендом та потенціалом платоспроможності материнської структури, особливо якщо останній є високим [55].

Поряд із цим масштабне входження міжнародних конгломератів як на ринок Східної Європи, так і на ринок України забезпечило підґрунтя для використання дочірніми банками дешевших фінансових ресурсів материнських структур та інструментів міжнародної фондової торгівлі. У країнах Східної Європи, де більша частина капіталу банківського сектору належить закордонним фінустановам, пропозиція грошей значною мірою детермінується сукупністю операцій між дочірніми та материнськими структурами. Упродовж останніх років спостерігається помітна тенденція до нарощування екзогенних вливань банківським сектором, що має істотний вплив на монетарну пропозицію та значно ускладнює проведення ефективної грошово-кредитної політики національними регуляторами. Таким чином, можна припустити, що зазначений фактор формування грошової пропозиції, який спостерігається в країнах Східної Європи, виявляє себе і в Україні. Поряд із цим можна очікувати активізацію його впливу з подальшим імпортуванням закордонного капіталу в банківську систему України [55].

Банки з іноземним капіталом, основною стратегією яких була орієнтація на максимізацію прибутковості, виявились у привілейованому становищі порі-



вняно з українськими аналогами, що намагалися збільшити свою ринкову частку [178].

Ураховуючи необхідність приходу іноземного капіталу у вітчизняну банківську систему, що є неминучим явищем у зв'язку з глобалізаційними процесами, О. Дзюблюк виділяє можливі негативні моменти впливу іноземних інвестицій на банківську систему України [62]:

1) значна ймовірність погіршення кредитної діяльності іноземних банків у приймаючій країні, наприклад у випадках, коли ситуація в економіці країни різко змінюється, чи надання кредитів виключно великим компаніям, а особливо для компаній з іноземним капіталом, уникаючи компаній, у яких низький кредитний рейтинг, та роздрібний кредитний ринок місцевих банківських установ;

2) присутність іноземних банків на ринку послаблює позиції недостатньо розвиненої банківської системи України. Іноземні інвестиції в банківську систему країни є необхідними з точки зору додаткових надходжень фінансових ресурсів, упровадження та використання нових банківських технологій, підтримки оптимальної конкуренції між банками тощо;

3) інтернаціоналізація не є виправданою, коли вже склалася національна банківська система, що спирається на власну ресурсну базу. Однак відомо, що рівень монетизації в Україні (на кінець березня 2008 р. становив 44,1% від ВВП) [305] є значно нижчим від країн зі розвинутою економікою, де цей показник наближається до розміру ВВП або навіть перевищує його. Істотно меншим є і сам розмір ВВП. В умовах, коли ці показники не є зіставними, прихід в Україну іноземних філій, діяльність яких регулюватиметься розміром капіталу материнського банку, поставить іноземні банківські установи в заздалегідь більш вигідне становище за неможливості з боку українських банків скласти їм адекватну конкуренцію. Для порівняння можна відзначити, що активи та капітал усієї банківської системи України є меншими від середнього європейського банку. За цих умов не буде виконуватися принцип «рівних конкурентних можливостей», який підтримується багатьма міжнародними організаціями. Відтак

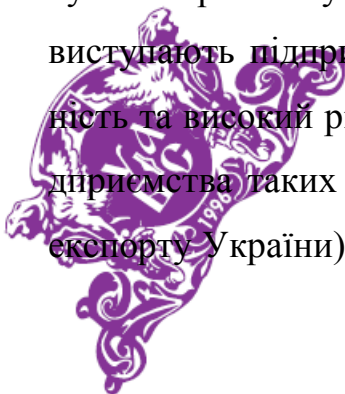
місцеві банки не здатні витримати конкурентну боротьбу з іноземними банками схильні до ризику банкрутства, а відтак і втрати фінансової стійкості;

4) існує ризик провадження іноземними банками операцій спекулятивного характеру. В якості прикладу автор праці [229] вказує 1990-і роки, які характеризувалися входженням на вітчизняний ринок банківських послуг іноземного капіталу виключно для придбання облігацій внутрішньої державної позики. Про це свідчить вихід з ринку іноземних учасників (зокрема «Кредіт Свісс Фьорст Бостон Україна» та «Сосьєте Женераль Україна») після зниження ставок за ОВДП, та відповідно зниження доходності таких банківських операцій;

5) посилення взаємозв'язку параметрів ефективності роботи інвесторів та економічного розвитку країни, та гіпотетично можливе зростання політичної залежності країни від країни походження іноземних інвестицій. Досвід багатьох держав, де акцент був зроблений на зовнішні інвестиції, показав, що банківська система цих країн майже повністю складалася з великих міжнародних банків. За таких умов банки з іноземним капіталом починають здійснювати вирішальний вплив на характер і пріоритети економічного розвитку в цих державах. При цьому такі банки мають специфічні стратегічні пріоритети, які переважно не збігаються з національними інтересами;

6) можлива монополізація банківського ринку в зв'язку зі скороченням кількості вітчизняних банків через їхнє банкрутство, злиття або поглинання банками – лідерами менших банків у разі, якщо вітчизняні банки не піднімуть на вищий рівень якість своїх послуг в умовах зростання конкуренції;

7) слабка керованість процесів іноземного інвестування вітчизняної економіки філіями іноземних банків, що може призвести до нерівномірного галузевого розвитку. Так, більш привабливими з точки зору інвестиційної віддачі виступають підприємства тих галузей, для яких притаманна низька ризикованість та високий рівень прибутку. Відтак існує висока ймовірність того, що підприємства таких галузей як хімічна, металургійна (ті, що становлять основу експорту України) будуть обмежені в доступі до кредитних ресурсів іноземних



банків, що в кінцевому підсумку негативно вплине на економічний розвиток країни;

8) зменшення податкових надходжень до державного бюджету України у зв'язку зі спрямуванням прибутків філій іноземних банків за кордон;

9) ризик посилення соціальної нестабільності, викликаній переглядом кадрової політики власниками іноземних банків, та, як наслідок, посилення тиску на соціальну сферу у вигляді зростання рівня безробіття та загострення інших соціальних проблем, з якими впродовж останніх років зштовхуються країни Східної Європи, зокрема Польща. Фінансові кризи в 1998 та 2008–2009 роках укотре довели правоту базового положення, що залежність від закордонних фінансових ринків призводить до соціальних потрясінь;

10) швидке зміцнення національної валюти, яке знижує конкурентоспроможність вітчизняних виробників на міжнародних ринках;

11) присутність в країні «мінливого» капітального ресурсу, який залежить від тенденцій світових фінансових ринків. Значні обсяги такого капіталу можуть призвести до структурних перекосів в економіці, а термін його перебування в країні є практично непередбачуваним;

12) наявність різних «ринкових бульбашок», тобто тих сегментів ринку, де істотний приплив капіталу може сприяти їх перегріву, що характерно для країн із перехідною економікою;

13) зниження ефективності національної грошово-кредитної політики. В умовах вільного руху капіталу практично неможливо дотримуватись її цільових показників, оскільки вони цілковито залежатимуть від непередбачуваної поведінки потоків капіталу.

На думку Л. Я. Слободи, за сферою виникнення ризиків присутності іноземного капіталу потрібно виділяти такі [280]:

1. Ринковий ризик – передбачає ймовірність захоплення значної частини національного банківського ринку іноземними фінустановами, витіснення з ринку недостатньо капіталізованих і неконкурентоспроможних вітчизняних кредитних установ, повна та/або часткова втрата контролю з боку інвесторів-

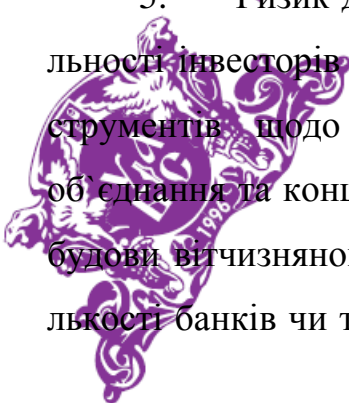
резидентів над діяльністю національного фінансового ринку, зміна інституційної структури ринку, зростання залежності розвитку внутрішнього фінансового ринку від стратегії і політики закордонних банків.

2. Фінансовий ризик пов'язаний із імовірністю втрати ліквідності чи недоотримання прибутків вітчизняними фінансово-кредитними установами внаслідок підвищення рівня концентрації закордонного банківського капіталу, встановлення повного або часткового контролю над фінансовими потоками країни, в яку вони інтегруються, скорочення відсоткових та комісійних доходів банків-резидентів, порушення довгострокової ліквідності банківської системи країни-споживача інвестицій. Необхідно також підкреслити, що фінансовий ризик передбачає додаткові втрати на рівні економіки в цілому та скорочення доходної частини бюджету.

3. Ризик концентрації – ймовірність відчутного скорочення кількості банків-резидентів та формування надвеликих фінансово-промислових груп, конгломератів, стратегія яких спрямована на контроль значної частини активів внутрішньої банківської системи та акумуляції переважної більшості фінансових потоків країни-реципієнта.

4. Ризик конкуренції можна спостерігати у вигляді втрати вітчизняними банками конкурентних переваг на ринку за умови їх посилення у конкурентів – іноземних банків (в т.ч. за критеріями капіталу, інноваційності обслуговування, корпоративної культури та ін.). За рахунок впливу цього фактора розвинені країни світу стримують можливість підвищувати конкурентоспроможність усіх структур власних економічних систем через механізм перерозподілу фінансових потоків на території країн-імпортерів капіталу.

5. Ризик довіри – можливість втрати довіри з боку вкладників та лояльності інвесторів до національної банківської системи, широта державних інструментів щодо регулювання діяльності закордонних банків. Процеси об'єднання та концентрації на основі іноземного капіталу та структурної перебудови вітчизняного фінансово-кредитного сектору в напрямку зменшення кількості банків чи трансформації стратегії їхнього бізнесу можуть призвести до



виникнення кризових явищ і посилення недовіри вітчизняних суб'єктів до інвестиційного ринку, а також (як наслідок) масштабного відтоку довгострокових вкладень.

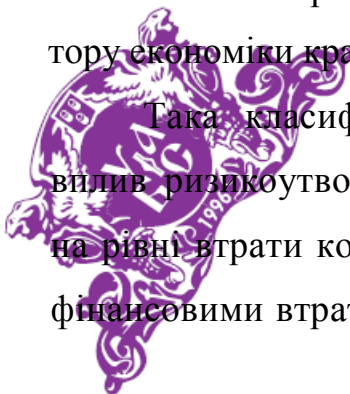
6. Функціональний ризик – виникнення загрози економічній безпеці країни в цілому через високу ймовірність неконтрольованого відтоку довгострокового капіталу та коротко- і середньострокових фінансових ресурсів, порушення злагодженої роботи грошово-кредитного механізму держави, негативних змін у реальному секторі народного господарства.

7. Структурний ризик – це ймовірність фінансових втрат та погіршення конкурентних позицій за рахунок формування диспропорції в організаційній структурі банківського сектору, збільшення частки капіталу нерезидентів у банківській системі, переорієнтація діяльності придбаних нерезидентами структур, поглинання іноземними конгломератами великих банків-резидентів.

8. Політичний ризик – це ймовірність маніпуляції політичними рішеннями керівництва держави за рахунок контролю фінансових потоків, підтримки опозиційних бізнес-політичних груп та лобіювання інтересів окремих осіб, прийняття рішень, що впливають на добробут значної частини громадян, на базі одного-двох системоутворювальних банків, регуляторів фінансових ринків чи уряду внаслідок зростання частки закордонних власників у фінансових структурах та особистого впливу деяких зарубіжних інвесторів.

9. Загроза втрати економічного суверенітету держави – загроза, пов'язана з відкритістю системи для масштабного імпорту іноземних капіталів, недостатньо керованими процесами інтеграції і цілковитого захоплення контролю над банками-резидентами з боку іноземного капіталу, диктуванням зовнішніми інвесторами напрямків, обсягів та структури розвитку реального сектору економіки країни-реципієнта.

Така класифікація обумовлена: середовищем, у якому здійснюють вплив ризикоутворювальні чинники; можливістю прояву наслідків ризиків на рівні втрати конкурентних позицій вітчизняними банками, частки ринку; фінансовими втратами, порушенням ліквідності та організаційної структури;



негативними функціональними змінами у роботі банківської системи; концентрацією капіталу в банківському секторі на користь надпотужних банківських груп; втратою довіри вкладників, порушенням виконання соціальних функцій банківською системою, негативними політичними впливами [280].

Незважаючи на все це, під час кризи останніх років очевидною була стратегічна зацікавленість зарубіжних материнських структур та фінансових компаній до розвитку вітчизняного банківського сектору. Ризик значного некерованого відпливу закордонного інвестиційного капіталу в 2009 році на практиці не був реалізований. Більше того, іноземні банківські інвестиції продовжували поступово вливатися у банківську систему, однак на інших умовах, що передбачали жорстку реструктуризацію менеджменту, значне скорочення витрат на маркетингове просування, Public Relations, людські ресурси та інші адміністративні заходи [178].

Ключовим резервом масштабного зменшення витрат банків став перегляд попередніх контрактів на оренду приміщень з урахуванням падіння вітчизняного ринку нерухомості. Наприклад, можна було спостерігати масове закриття структурних одиниць банками: Укрсиббанк – 174 відділення (18,7 % мережі), Промінвестбанк – 272 (31,2 %), Райффайзен Банк Аваль – 100 (8,6 %), Правекс-Банк – 52 (8,7 %), Укрсоцбанк – 26 (5,5 %). Однак системні банки вітчизняного походження були вимушені провести скорочення територіальної мережі значно більших масштабів [44] (табл. 4.2).

За даними табл. 4.6, серед усіх банків Ощадбанк має найбільш розгалужену філіальну мережу, в якій кількість філій за 2009 рік знизилася на 1,2%. Найбільших змін, а саме зменшення, зазнав Промінвестбанк, кількість його філіальних відділень зменшилася на 272 одиниці, або на 31,2%. У ПриватБанку за досліджуваний період спостерігалася тенденція до збільшення мережі філій, про що свідчать дані, наведені у табл. 4.2 [54].



Таблиця 4.2 – Динаміка розвитку банківських мереж в Україні [54]

Банк	Кількість структурних підрозділів			Зміни за 2009 рік		Зміни за 2010 рік	
	01.01.09	01.01.10	01.01.11	од.	%	од.	%
Ощадбанк	6157	6084	7317	-73	-1.19	1233	20.27
ПриватБанк	2990	3050	2951	60	2.01	99	-3.25
Райффайзен Банк Аваль	1160	1060	1844	-100	-8.62	784	73.96
Укрсиббанк	931	757	1368	-174	-18.69	611	80.71
Промінвестбанк	873	601	730	-272	-31.16	129	21.46
Надра	709	557	699	-152	-21.44	142	25.49
Правекс-Банк	596	544	876	-52	-8.72	332	61.03
Імекс-Банк	560	526	590	-34	-6.07	64	12.17
Укрсоцбанк	473	447	1392	-26	-5.50	945	211.41
Брокбізнесбанк	365	314	263	-51	-13.97	-51	-16.24
Разом	14814	13940	18030	-874	-5.90	4090	29.34

У загальному вигляді у 2009 році філіальна мережа всіх банків скоротилась незначною мірою, проте лише у ПриватБанку збільшилася кількість структурних підрозділів. У 2010 році відбулося значне зростання загальної кількості філіалів у всіх представлених банках. При цьому лідером у такому зростанні став Укрсоцбанк. Його філіальна мережа зросла на 945 відділень, або на 211,4%, порівняно з 2009 роком. Разом зі збільшенням спостерігається і зменшення кількості структурних відділень Брокбізнес-банку та ПриватБанку за 2010 рік. У загальному вигляді кількість філій розглянутих банківських установ зросла на 4090 відділення, або на 29,3% [54].

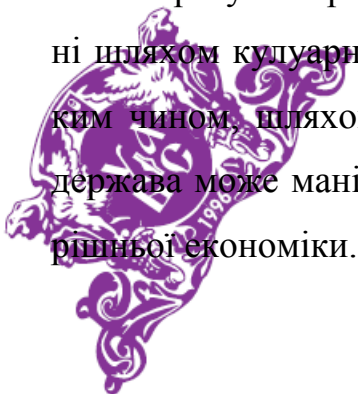
Скорочення витрат іноземних банків упродовж кризи відбувалось і за рахунок мінімізації фонду заробітної плати. Зазвичай це відбувалося, по-перше, у вигляді перегляду системи нарахування заробітної плати та системи преміювання персоналу, використовуючи в т.ч. фіксований валютний курс в якості бази нарахування. По-друге, мало місце пряме скорочення персоналу (переважно кредитного напрямку споживчої спеціалізації та працівників з продажу банківських продуктів). Наприклад, штат працівників Укрсоцбанку протягом 2009 р. скоротився на 500 осіб, Сведбанку – 478, Промінвестбанку – 2800 [177].

Потреба утримання докризового рівня ефективності роботи іноземних банків вимагала від них комплексних заходів, які не обмежувалися оптиміза-

цею витрат. Поряд зі зниженням ділової активності на фінансових ринках окремим іноземним банкам вдалося також збільшити рівень ринкової присутності в індивідуальному сегменті бізнесу за рахунок підвищених депозитних ставок, перегляду умов обслуговування поточних рахунків, проведення торговельних валютних операцій [177].

Упродовж періоду розгортання нестабільних економічних умов, якими відзначився кризовий 2009 рік, помітно збільшився розрив між показниками діяльності іноземних та вітчизняних банків з державним і приватним капіталом. Упродовж фінансової кризи у п'яти українських банках з п'ятдесяти найбільших за активами була введена тимчасова адміністрація НБУ. Позаяк жоден з іноземних банків, присутніх на ринку, не мав аналогічних проблем із ліквідністю чи управлінням. Більше того, в системі з'явилися нові стратегічні інвестори: «Внешкономбанк» з Російської Федерації та «Дойче банк» з Німеччини. А частина корпоративної власності «Мегабанку» була придбана Європейським банком реконструкції та розвитку й німецьким банком «KfW». Комерційні банки-резиденти виявили менший рівень фінансової стійкості до кризових подій порівняно із закордонними аналогами, оскільки були позбавлені зовнішньої фінансової підтримки. Іноземні інвестори мали змогу більш ефективно реагувати на рекомендації НБУ щодо підвищення рівня капіталізації банків, провівши впродовж кризи збільшення загального обсягу власного капіталу дочірніх кредитних установ більш ніж на 30%, у той час як власний капітал банків-резидентів зріс лише на 6% [178].

Шемаєв В., аналізуючи наслідки державного втручання у фінансовий сектор у кризовий період, висловлює думку, що попередній кредит від МВФ практично врятував представлені в Україні іноземні банки, які були рекапіталізовані шляхом кулуарних домовленостей між НБУ та попереднім урядом [67]. Таким чином, шляхом контролю вже присутнього в країні іноземного капіталу держава може маніпулювати результатами міжнародних угод на користь внутрішньої економіки.



Залежно від цільових пріоритетів в діяльності іноземних банків у вітчизняній практиці використовувалися наступні види антикризової реструктуризації [177].

1. Реорганізація діяльності банку шляхом використання дозволених законодавством форм – злиття, приєднання, поділ, виділення та перетворення. У даному разі мова йде про шведські банки, які реалізували таким чином консолідаційні процеси дочірних фінансових установ (Сведбанк Інвест та Факторіал-банк) в межах материнської групи – Сведбанк та СЕБ протягом 2009 р. Саме станом на початок 2010 р. спостерігалось скорочення кількості банків з іноземним капіталом в Україні з 53 до 51. Завдяки проведеним консолідаційним процесам власникам вдалося, по-перше, усунути дублювання функцій окремими підрозділами групи, по-друге, впровадити стандарти корпоративної культури.

2. Бізнес-процесна реструктуризація в діяльності іноземних банків, яка мала прояв в таких організаційних змінах як створення напрямку роботи з проблемними кредитами, перехід від децентралізованої до централізованої моделі управління, скорочення філіальної збиткової мережі. Крім того, характерним в діяльності іноземних банків було наступне:

- скорочення роздрібного бізнесу (наприклад, ІНГ Банк Україна);
- призупинення банківського іпотечного кредитування;
- переведення балансових відділень у безбалансові, що сприяло централізації управлінської моделі в банку та скорочення загальноадміністративних витрат банку. Однак, на думку фахівців, це загрозово зниженням рівня врахування індивідуальних потреб клієнтів в банку та якості обслуговування в цілому.

3. Реструктуризація активів, що мала прояв у продажі іноземними банками (Сведбанк, Унікредит Банк) (з метою зниження рівня проблемної заборгованості) «поганих кредитів» колекторським фірмам. Незважаючи на високу вартість таких заходів (високий рівень дисконтних ставок колекторських фірм), іноземним банкам вдалося покращити показники фінансового стану, зменшити витратне навантаження бізнесу шляхом скорочення витрат на створення резервів за кредитними операціями.



Крім того, в системі заходів банку з ефективного управління кредитним ризиком можна було спостерігати підвищення вартості кредитних ресурсів та мінімального розміру авансового платежу, комісійних платежів тощо. Такі заходи дали змогу забезпечити підвищену якість нових кредитних портфелів та зниження рівня витрат банку шляхом стримання відрахувань у резерви за кредитами.

Унаслідок ефективного впровадження комплексу антикризових заходів та отримання підтримки з боку материнських структур і міжнародних фінансових організацій іноземні банки зуміли зупинити спад обсягу депозитних вкладів, який позбавляє банківську систему України внутрішньої ресурсної бази. Відновлення довіри вкладників до іноземних банків підтверджується статистичними даними за 2009 рік, які демонструють відплив депозитів із приватних вітчизняних банків і зростання портфеля вкладів в іноземних та державних банках (табл. 4.3) [178].

Таблиця 4.3 – Динаміка депозитів населенню топ-50 банків за обсягом активів [177]

Група банків	01.01.2009	01.07.2009	01.01.2010	Приріст за 2009 рік, %
Іноземні банки	62004	61181	70407	13.55
Вітчизняні банки	95642	82495	89766	-6.14
Державні банки	19981	20841	23412	17.17
Разом	177627	164517	183585	3.35

Головним чинником, який вплинув на зменшення розміру банківських мереж, фінансисти називають припинення роздрібного кредитування. Основна причина закриття в 2009–2010 рр. – оптимізація витрат банку в зв'язку зі скороченням доходів від кредитування. Це підтверджують дані, наведені в табл. 4.4 [54].



Таблиця 4.4 – Аналіз процентних доходів та витрат банків за 2009–2010 рр. [54]

Банк	2010		Зміни за 2009–2010 роки			
	Процентні доходи	Процентні витрати	Процентні доходи		Процентні витрати	
			тис. грн	%	тис. грн	%
1	2	3	4	5	6	7
Ощадбанк	7680095	3513402	-147198	98.12	-129321	96.45
ПриватБанк	14232444	8429808	-93185	99.35	1475503	121.22
Райффайзен Банк Аваль	7295259	3091579	-567852	92.78	-483736	86.47
Укрсиббанк	6049508	3191294	-813143	88.15	-597646	84.23
Промінвестбанк	3933196	2445257	169895	104.51	-349308	87.50
Надра	1923555	546536	-1549356	55.39	-1442143	27.48
Правекс-Банк	687050	452816	-141797	82.89	-86994	83.88
Імекс-Банк	861952	531253	151837	121.38	220415	170.91
Укрсоцбанк	5343767	2398422	-666295	88.91	-532116	81.84
Брокбізнесбанк	1707354	1287245	52895	103.20	30476	102.42
Разом по банківській системі України	113334120	61409176	-5748932	95.17	-3948340	93.96

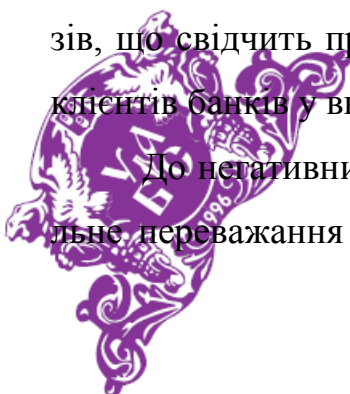
Критикуючи дії НБУ щодо відкриття доступу іноземних фінансових груп до національного ринку, Я. Остапчук [229] підкреслює, що результати їхньої діяльності є далекими від виконання задекларованих положень під час входу капіталу з-за кордону щодо:

- широкого залучення іноземного капіталу;
- застосування сучасних банківських технологій;
- розширення спектра та якості банківських послуг для споживачів.

Спробуємо перевірити цю гіпотезу в умовах кризового стану економіки.

З точки зору першого критерію, у 2010 році порівняно з 2006 роком сукупні кредити в реальну економіку зросли більш ніж утричі, порівняно з 2009 – на 8,38% (табл. 4.5). Обсяг іпотечного кредитування збільшився більш ніж у 7 разів, що свідчить про збереження високого рівня зацікавленості корпоративних клієнтів банків у вкладенні в об'єкти нерухомості.

До негативних явищ на вітчизняному банківському ринку належить тотальне переважання в кредитному корпоративному портфелі позик на фінансу-



вання поточної діяльності (у 2010 році цей показник становив майже 83% усіх кредитів для підприємств).

Таблиця 4.5 – Кредити, надані нефінансовим корпораціям, за цільовим спрямуванням і строками погашення, млн грн [28]

Напрямок кредитування (призначення)	Рік					Темп приросту порівняно з:	
	2006	2007	2008	2009	2010	2006 роком, %	2009 роком, %
Кредити в поточну діяльність	137516	217271	359140	373759	415706	202.30	11.22
На придбання, будівництво та реконструкцію нерухомості	6405	10618	18262	17670	13612	112.52	-22.97
Інші кредити в інвестиційну діяльність	16582	32587	66263	70786	71643	332.05	1.21
Разом	160503	260476	443665	462215	500961	212.12	8.38
Із загальної суми іпотечні кредити	10507	49095	79193	75648	74508	609	-1.51

Однак у докризовий період спостерігалася позитивна тенденція до зменшення цієї частки, що разом з активною експансією зарубіжних банків у той же час може свідчити про активізацію інвестування в розвиток відтворювальних процесів усередині країни, і в першу чергу – за рахунок іноземного капіталу (рис. 4.7). Однак безумовно потрібно визнати і той факт, що ключова зацікавленість іноземних банків полягає у розширенні переважно роздрібного ритейлу.

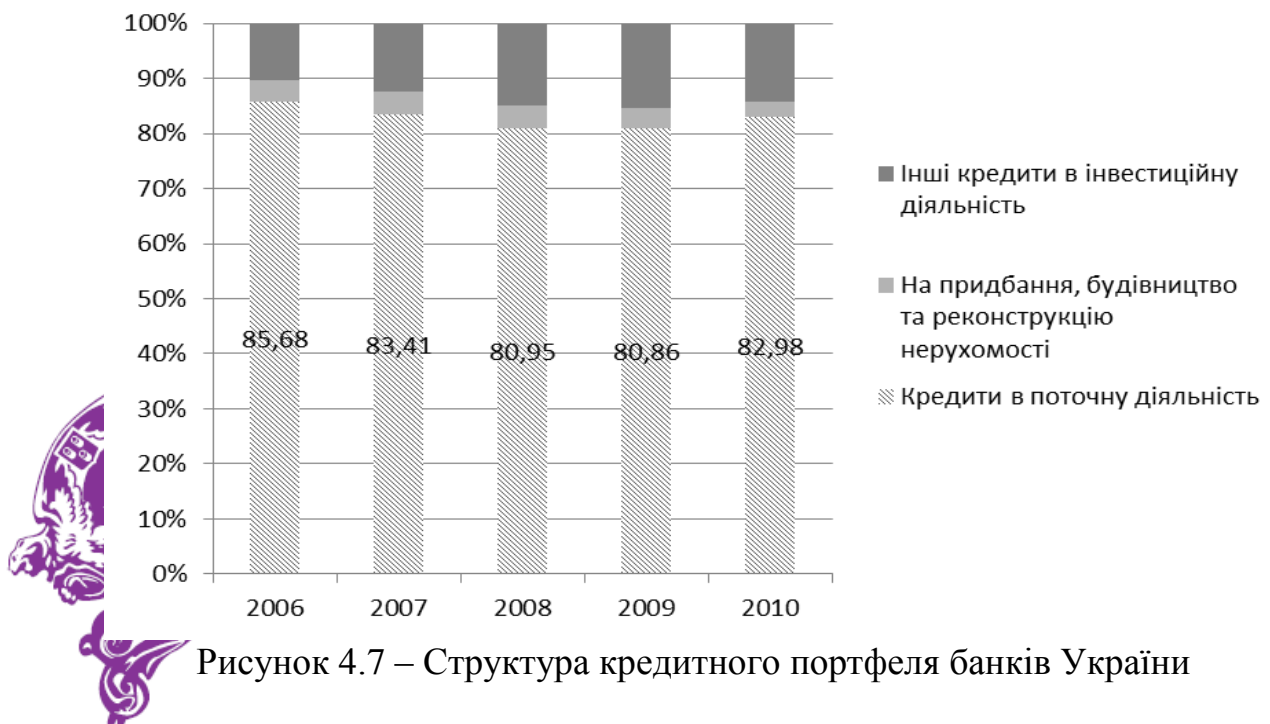


Рисунок 4.7 – Структура кредитного портфеля банків України

Якщо, наприклад, проаналізувати структуру кредитно-інвестиційного портфеля вітчизняних банків станом на 01.12.2010, то виявиться, що банки з іноземним капіталом охоплюють більш ніж половину кредитування фізичних осіб в Україні (табл. Д.5).

Особливої уваги, на нашу думку, заслуговує аналіз співвідношення обсягів наданих кредитів підприємствам до обсягів кредитів фізичним особам. Серед 50 найбільших банків України за обсягом активів у банках з переважною часткою іноземного капіталу на кожний мільйон виданих кредитів фізособам у середньому припадало майже 15 млн кредитів корпоративним клієнтам, тоді як цей показник у вітчизняних банках становив набагато більше – 274 до 1 відповідно (табл. 4.6).

Таблиця 4.6 – Відношення обсягів кредитування підприємств та обсягів кредитування фізичних осіб, частка

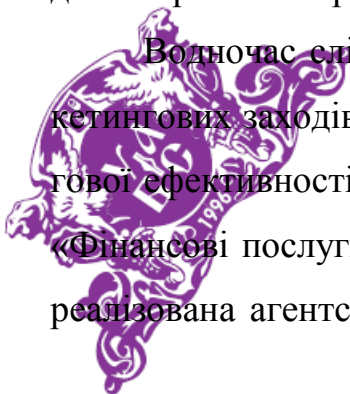
Банки з іноземним капіталом		Вітчизняні банки	
Назва банку	Відношення	Назва банку	Відношення
Райффайзен Банк Аваль	1.14	ПриватБанк	4.03
Укрсоцбанк	0.92	Укресімбанк	43.64
ВТБ	8.21	Ощадбанк	8.27
Промінвестбанк	12.87	Альфа-Банк	4.07
ОТП Банк	1.12	Фінанси та Кредит	3.43
Форум	2.30	Надра	0.64
Укргазбанк	2.93	Пумб	3.02
Сбербанк Росії	5.52	Брокбізнесбанк	3.51
Інг Банк Україна	65.72	Кредитпромбанк	3.04
Сведбанк	1.54	Південний	7.80
Унікредит Банк	5.40	Дельта	1.76
Ерсте Банк	0.58	Фінансова Ініціатива	5905.74
Універсал Банк	0.37	Донгорбанк	2.13
Віейбі Банк	2.73	Імексбанк	9.40
Сітібанк Україна	45.70	Хрещатик	6.83
Індекс-Банк	1.18	Київська Русь	6.42
Правекс-Банк	0.23	Банк Кредит-Дніпро	4.61
Креді Агріколь	149.46	Марфін Банк	2.06
Кредобанк	2.62	Банк Таврика	8.33
Піреус Банк	3.04	БТА Банк	2.99
Себ Банк	1.02	Мегабанк	3.55
		БМ Банк	4.49
У середньому	14.98	У середньому	274.53



Однак якщо не враховувати значення по банку «Фінансова ініціатива», то порівняння буде на користь іноземних банків (6,3 млн проти 1 млн відповідно для фінансових установ з капіталом українського походження). Розглядаючи ефективність зарубіжного інвестиційного капіталу в контексті застосування сучасних банківських технологій, а також розширення асортименту та споживчих параметрів послуг фінансових установ для спеціалізованих сегментів, необхідно зазначити, що в цілому ефективність розбудови системи маркетингу в діяльності банків України є досить невисокою.

Результати дослідження, подані у роботі [305], свідчать, що такі процеси відбуваються насамперед унаслідок низьких витрат на реалізацію маркетингових заходів (у кредитних установах вони становлять менше ніж 2% від сукупних витрат, порівняно з 15 %, що виділяються на побудову комплексу маркетингу суб'єктами реального сектору економіки) та нерозуміння його стратегічних завдань у діяльності банківської установи. Незважаючи на те, що впродовж останнього десятиріччя департаменти та підрозділи маркетингу були сформовані фактично в усіх вітчизняних банках, їхня діяльність залишається однобічною та безсистемною. Зазвичай на практиці використовуються лише окремі елементи маркетингових комунікацій. З огляду на останні дослідження вітчизняних інформаційних агентств організація клієнтських та маркетингових департаментів у кредитних установах найчастіше зводиться до вирішення незначної кількості поточних проблемних питань, передусім з метою формування рекламного супроводу роздрібного та корпоративного бізнесу фінансової установи та організації окремих рекламних акцій. До того ж операції такого підрозділу без чіткої клієнтської стратегії банку набувають ситуативного характеру, розроблення довгострокових програм розвитку за таких умов стає неможливим.

Водночас слід згадати і позитивний досвід успішного застосування маркетингових заходів Universal Bank, відзначений у 2008 р. на конкурсі маркетингової ефективності «EFFIE Awards Ukraine 2008» срібною медаллю в категорії «Фінансові послуги». Комплексна кампанія Universal Bank була розроблена та реалізована агентством TABASCO і передбачала 3 етапи: просування брэнда-



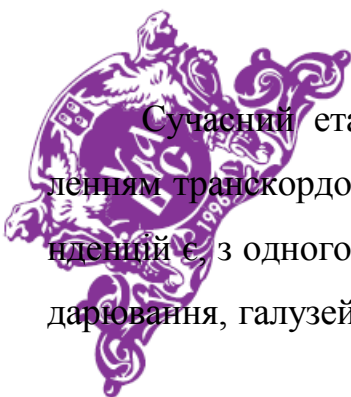
символа, побудова іміджу бренда та донесення інформації щодо продукту до цільової аудиторії. Винагорода на конкурсі підтверджує налагоджену та ефективну роботу маркетингу в банку [185].

Таким чином, під час проведення оцінки доцільності зростання частки іноземного капіталу в національній банківській системі регулятору необхідно керуватися довгостроковими стратегічними пріоритетами, практична реалізація яких дозволить повною мірою забезпечити динамічне зростання і стабільність функціонування банківського ринку. Проведений аналіз виявив, що потрібно враховувати не лише кількісні критерії присутності іноземних фінустанов, а також і його структуру, якість, завдання та функції, які він безпосередньо виконує на макроекономічному рівні. Тому ключовими заходами у сфері управління ризиками присутності іноземного капіталу в банківському секторі країни залишаються перегляд організаційних умов діяльності вітчизняних банків, іншими словами підвищення їх можливостей конкурувати з іноземними банками.

Проведений аналіз не виявив значних розбіжностей у стратегічних орієнтирах діяльності банків з іноземним та національним капіталом у контексті забезпечення економіки інвестиційними ресурсами. Більше того, було виявлено ширші можливості іноземних банків у впровадженні нових технологій, розширенні регіональної мережі, застосуванні сучасних інструментів просування та збуту банківських продуктів.

4.2 Стратегічні аспекти підтримання оптимального рівня відкритості інвестиційного ринку України для іноземних інвесторів

Сучасний етап розвитку світового господарства характеризується посиленням транскордонних та наднаціональних зв'язків. Активізація зазначених тенденцій є, з одного боку, наслідком прояву відкритості окремих суб'єктів господарювання, галузей економіки, національних господарств, а з іншого боку, зрос-

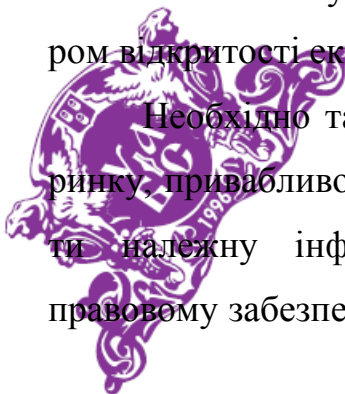


тання темпів та масштабу експансії глобалізаційних процесів вимагають від учасників міжнародних відносин ще більшої відкритості та лояльності. Таким чином, рівень прозорості та доступності національної економіки для зовнішніх суб'єктів є індикатором готовності країни в цілому та окремих її секторів і суб'єктів зокрема до активної співпраці у рамках світогосподарських відносин, а також виступає їх невід'ємним елементом. Крім того, оскільки жодна національна економіка не може існувати відокремлено від інших членів світового співтовариства, то забезпечення відкритості національного господарства, а разом з тим і розроблення та впровадження ефективних механізмів його стабілізації як відповідь на дію деструктивних факторів зовнішнього середовища, мають стати ключовими цілями національної політики України.

Необхідно підкреслити, що існують певні сектори фінансової системи країни, відкритість яких створює передумови для поступального розвитку господарства країни. Одним із таких стратегічно важливих секторів є інвестиційний ринок, оскільки він є тим інститутом, який забезпечує координацію потоків фінансових ресурсів, що мають виключно важливу роль для забезпечення розширеного відтворення та поліпшення добробуту населення.

У цьому контексті потрібно зазначити, що важливість посилення рівня відкритості інвестиційного ринку визначається не лише необхідністю залучення фінансових ресурсів для стимулювання розвитку економіки, а й можливістю та силою впливу на зміну загальносвітових або регіональних тенденцій через інтенсифікацію вихідних інвестиційних потоків, продукованих суб'єктами національної економіки. Таким чином, відкритість інвестиційного ринку виступає одночасно інструментом забезпечення сталого розвитку вітчизняної економіки та засобом впливу на умови функціонування нерезидентів, а також є індикатором відкритості економіки певної країни в цілому.

Необхідно також зазначити, що для побудови прозорого інвестиційного ринку, привабливого для закордонних інвесторів, потрібно насамперед створити належну інфраструктуру, нейтралізувати прогалини у нормативно-правовому забезпеченні функціонування цього сектора та інтегрувати у щоден-

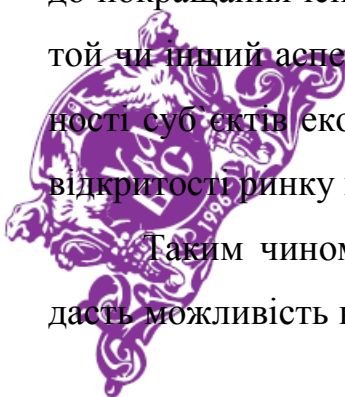


ну діяльність суб'єктів досліджуваного сегмента ефективну систему стабілізаційних заходів. Такі вдосконалення зроблять інвестиційний ринок більш привабливим, що, у свою чергу, приведе до активізації уваги до даного сектору з боку закордонних інвесторів, а, отже, приведе до зростання рівня відкритості ринку. Ці зміни, з одного боку, вимагають значних матеріальних затрат, однак, з іншого боку, нададуть можливість відшкодувати вартість трансформацій через позитивний ефект від зростання вхідного інвестиційного потоку. Таким чином, можна зробити висновок, що зростання рівня відкритості ринку неможливе без реалізації ряду досить кардинальних перетворень, які сприяють виходу досліджуваного сектору на якісно новий рівень. Тобто фактично будь-яка держава, прагнучи здобути конкурентні переваги через активізацію залучення фінансових ресурсів для стимулювання розвитку на інвестиційному ринку, генерує додаткові конкурентні позиції у процесі реалізації першочергового завдання.

Отже, підсумовуючи викладене вище, можна зазначити, що побудова певної економічної системи чи її елементів на принципах відкритості має низку переваг, які за умов виваженого керівництва державними органами влади здатні нівелювати вплив негативних факторів та генерувати значний позитивний результат, що і обумовлює необхідність підвищення прозорості та лояльності підприємств та галузей економіки країни.

Виходячи з вищерозглянутих теоретичних положень щодо відкритості інвестиційного ринку, актуальності набуває його кількісна оцінка. Так, лише на основі інтегрального показника, що характеризуватиме ступінь відкритості інвестиційного ринку, можливо створити ефективний комплекс інструментів щодо покращання існуючої ситуації. Відокремлені показники, що характеризують той чи інший аспект механізму інвестиційного ринку та ступінь свободи діяльності суб'єктів економічних відносин, не дозволяють стверджувати про рівень відкритості ринку в цілому та можливостей ефективної діяльності на ньому.

Таким чином, розглянемо послідовність етапів реалізації методики, яка дасть можливість на основі визначеної кількості показників провести оцінку рі-



вня відкритості інвестиційного ринку. Так, справедливо зазначити, що математична формалізація рівня відкритості інвестиційного ринку передбачає побудову науково-методичного підходу до ідентифікації та кількісного опису цього показника на основі використання апарату економіко-математичного моделювання. Отже, необхідності набуває дослідження теоретичних положень загальної методики визначення рівня відкритості інвестиційного ринку на базі застосування статистичної інформації, а також аналітичних співвідношень характеристики розглянутої економічної категорії.

Рівень відкритості інвестиційного ринку виступає комплексним поняттям, яке може бути описане сукупністю показників аналізу цієї величини з різних точок зору, характер яких постійно змінюється в часі під впливом факторів випадкової та не випадкової природи. Саме тому інформаційна база розрахунку рівня відкритості інвестиційного ринку, подана табл. 4.7, є сукупністю часових рядів статистичних даних у розрізі показників, відображених у графі Б табл. 4.7.

Таблиця 4.7 – Динаміка зміни показників характеристики рівня відкритості інвестиційного ринку

№	Показник	1-й період часу	...	m-й період часу
A	Б	3	...	m-2
1	Назва показника 1	k_{11}	...	k_{1m}
...
n	Назва показника n	k_{n1}	...	k_{nm}

Показники характеристики рівня відкритості інвестиційного ринку, зазначені в табл. 4.20, є абсолютними, що не завжди дає можливість отримати достатній рівень інформативності. Саме тому з метою проведення більш глибокого комплексного аналізу відкритості досліджуваного ринку пропонується використовувати похідні динамічні ряди, утворені середніми величинами, а також мінімальними і максимальними величинами значеннями, відображеними в табл. 4.8.



Таблиця 4.8 – Основні статистичні характеристики показників аналізу відкритості інвестиційного ринку

№	Показник	Мінімальне значення	Максимальне значення	Середнє значення
A	Б	1	2	3
1	Назва показника 1	a_{11}	b_{12}	c_{13}
...
n	Назва показника n	a_{n1}	b_{n2}	c_{n3}

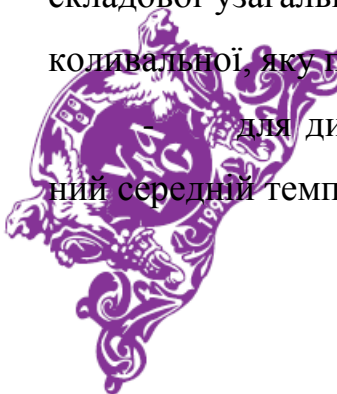
Отже, використовуючи як базові індикатори характеристики відкритості інвестиційного ринку графі 1, 2 та 3 табл. 4.8, визначимо головну складову узагальнювального рівня відкритості як співвідношення відхилення мінімального значення в розрізі кожного показника від середнього рівня та варіації цього самого середнього значення від максимального (формула 4.1):

$$K_i = \frac{SR_i - \min k_i}{\max k_i} \cdot SR_i \quad (4.1)$$

Визначаючи чисельник і знаменник формули (4.1), зазначимо, що мінімальне та максимальне значення рекомендується встановити як нормативні межі інтервалу можливих значень відповідного показника. У разі відсутності нормативно встановлених вимог мінімальні та максимальні величини разом із середніми характеристиками пропонується визначати як розрахункові.

Оскільки показники характеристики рівня відкритості інвестиційного ринку подані як динамічні ряди, що виступають декомпозицією тренду, сезонної (циклічної) та випадкової складових, тому окремим визначенням головної складової узагальнювального рівня відкритості необхідно провести фільтрацію коливальної, яку пропонується визначати за такими аспектами:

для динамічних рядів, які постійно зростають, тобто мають додатний середній темп приросту, за формулою:



$$C_i = \frac{SR_i - \min_j k_j}{\max_j k_j - \min_j k_j} \quad (4.2)$$

- для динамічних рядів, які постійно зменшуються, тобто мають від'ємний середній темп приросту, за формулою

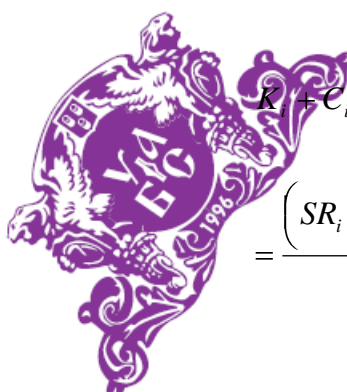
$$C_i = \frac{\max_j k_j - SR_i}{\max_j k_j - \min_j k_j} \quad (4.3)$$

- для незмінних динамічних рядів пропонується вважати варіаційну складову узагальнювального рівня відкритості такою, що дорівнює нулю.

Таким чином, динамічний ряд характеристики рівня відкритості інвестиційного ринку може бути поданий як адитивна економіко-математична модель, кожен рівень якої є сумою двох складових (головної та варіаційної) узагальнювального рівня відкритості. При цьому рівні даного динамічного ряду в розрізі показників, значення яких постійно зростають, розраховується за формулою

$$\begin{aligned} K_i + C_i &= \frac{SR_i - \min_j k_j}{\max_j k_j - SR_i} + \frac{SR_i - \min_j k_j}{\max_j k_j - \min_j k_j} \\ &= \frac{(SR_i - \min_j k_j) \left(2 \max_j k_j - \min_j k_j \right)}{\left(\max_j k_j - SR_i \right) \left(\max_j k_j - \min_j k_j \right)}. \end{aligned} \quad (4.4)$$

У свою чергу, рівні динамічного ряду показника відкритості інвестиційного ринку з від'ємним темпом приросту формуються як сума двох складових, відображених у вигляді математичного співвідношення (4.5):



$$\begin{aligned} K_i + C_i &= \frac{SR_i - \min_j k_j}{\max_j k_j - SR_i} + \frac{\max_j k_j - SR_i}{\max_j k_j - \min_j k_j} \\ &= \frac{(SR_i - \min_j k_j) \left(\max_j k_j - \min_j k_j \right) + \left(\max_j k_j - SR_i \right)^2}{\left(\max_j k_j - SR_i \right) \left(\max_j k_j - \min_j k_j \right)}. \end{aligned} \quad (4.5)$$

Побудований динамічний ряд характеристики рівня відкритості інвестиційного ринку, утворений рівнями в розрізі вхідних статистичних показників, не дозволяє отримати узагальнювальної єдиної кількісної оцінки відкритості розглянутого рівня. Вирішити описану проблему дозволить визначення суми значень графі 3 табл. 4.9, тобто розрахунок величини $\sum_{i=1}^n \langle K_i + C_i \rangle$

Таблиця 4.9 – Відображення структурних складових рівня відкритості інвестиційного ринку в розрізі показників його характеристики

№	Показник	K	C	K+C
A	Б	1	2	3
1	Назва показника 1	K_1	C_1	$K_1 + C_1$
...
n	Назва показника n	K_n	C_n	$K_n + C_n$
	Сума	—	—	$\sum_{i=1}^n \langle K_i + C_i \rangle$

Визначена величина $\sum_{i=1}^n \langle K_i + C_i \rangle$ на основі даних табл. 4.9 є абсолютною характеристикою рівня відкритості інвестиційного ринку, на основі якої дуже важко дати якісну характеристику. Саме тому пропонується розрахувати більш інформативну відносну величину як абсолютну характеристику динамічного ряду відкритості інвестиційного ринку $\sum_{i=1}^n \langle K_i + C_i \rangle$, зважену на n максимальних рівнів із множини значень цього ряду, тобто показника суми складових:

- за зростаючими показниками рівнів динамічного ряду відкритості:

$$O_M = \frac{\sum_{i=1}^n \langle K_i + C_i \rangle}{n \cdot \max_i \langle K_i + C_i \rangle} = \frac{1}{n \cdot \max_i \langle K_i + C_i \rangle} \sum_{j=1}^n \frac{(SR_i - \min_j \langle K_j \rangle) \cdot (2 \max_j \langle K_j \rangle - SR_i - \min_j \langle K_j \rangle)}{(\max_j \langle K_j \rangle - SR_i) \cdot (\max_j \langle K_j \rangle - \min_j \langle K_j \rangle)}, \quad (4.6)$$

- за спадаючими показниками рівнів динамічного ряду відкритості:

$$O_{IM} = \frac{\sum_{i=1}^n (K_i + C_i)}{n \cdot \max_i (K_i + C_i)} = \frac{1}{n \cdot \max_i (K_i + C_i)} \sum_{j=1}^n \frac{(SR_i - \min_j k_j) (\max_j k_j - \min_j k_j) - (\max_j k_j - SR_i)^2}{(\max_j k_j - SR_i) (\max_j k_j - \min_j k_j)} \quad (4.7)$$

Таким чином, узагальнювальна кількісна оцінка рівня відкритості інвестиційного ринку, яка враховує характер зміни показників, що її утворюють, набуває вигляду співвідношення (4.8):

$$O_{IM} = \begin{cases} \frac{1}{n \cdot \max_i (K_i + C_i)} \sum_{j=1}^n \frac{(SR_i - \min_j k_j) (2 \max_j k_j - SR_i - \min_j k_j)}{(\max_j k_j - SR_i) (\max_j k_j - \min_j k_j)}, & \text{для показників з невід'ємним темпом приросту} \\ \frac{1}{n \cdot \max_i (K_i + C_i)} \sum_{j=1}^n \frac{(SR_i - \min_j k_j) (\max_j k_j - \min_j k_j) - (\max_j k_j - SR_i)^2}{(\max_j k_j - SR_i) (\max_j k_j - \min_j k_j)}. & \text{для показників з від'ємним темпом приросту} \end{cases} \quad (4.8)$$

Поряд із формалізацією послідовності кроків науково-методичного підходу до моделювання рівня відкритості інвестиційного ринку на теоретичному рівні важливого значення в розрізі перевірки адекватності запропонованої методики набуває її практична реалізація.

Ураховуючи той факт, що разом із проблемою раціональності та ефективності організації національної економіки та її секторів за принципом відкритості актуальним є питання кількісного вираження цього індикатора через певний інтегруючий показник, який би враховував максимально можливий обсяг факторів, що активізують лібералізацію міжнародних зв'язків, то в межах наступного етапу дослідженого питання перейдемо до практичної реалізації запропонованого науково-методичного підходу.

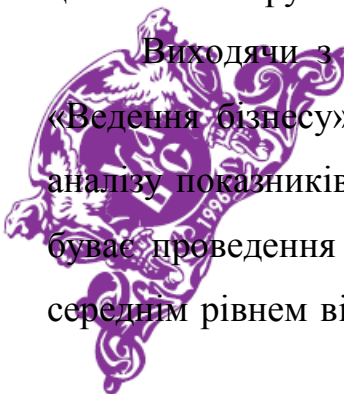
Отже, за інформаційну базу апробації даного науково-методичного підходу пропонується обрати статистичні показники характеристики українського інвестиційного ринку, подані в табл. Д.6.

Одним із найбільш прийнятних у нашому випадку варіантів є рейтинг «Ведення бізнесу» («Doing Business»), який розробляється та публікується Світовим банком і містить більш ніж 40 розрахункових індикаторів у сфері оподаткування, рівня складності реєстрації новостворених підприємств, отримання дозволів на будівництво, реєстрації прав власності, кредитування, захисту прав інвесторів, міжнародної торгівлі, оцінки платоспроможності тощо [339, 340].

Цей рейтинг містить як ряд показників, що мають безпосереднє відношення до функціонування суб'єктів інвестиційного ринку, так і ті індикатори, що опосередковано впливають на інвестиційну активність, однак їх аналіз є виключно важливим для дослідження показника відкритості інвестиційного ринку, оскільки закордонні оференти інвестиційних ресурсів, перш за все, формуючи свою інвестиційну стратегію, оцінюють загальні умови легкості ведення бізнесу від його започаткування до ліквідації. Відтак істотним є з'ясування саме впливу кожного конкретного індикатора на результуючий показник групи, що визначає агреговану рейтингову оцінку ведення бізнесу, поліпшення чи погіршення якої прямо пропорційно впливає на параметр відкритості інвестиційного ринку та, у свою чергу, визначає рівень інвестиційної привабливості країни.

Таким чином, у рамках групи можна виокремити ті параметри, що мають найбільший вплив на результат рейтингу, а отже, і рівня відкритості ринку. Маючи таку інформацію, можна розробити ефективну систему коригувальних заходів, які дозволять поліпшити рівень відкритості та привабливості інвестиційного сектору України, а також полегшити умови організації бізнесу в країні.

Виходячи з того, що Світовий банк надає інформацію щодо рейтингу «Ведення бізнесу» для всіх країн та регіонів світу, то з метою об'єктивного аналізу показників відкритості інвестиційного ринку України актуальності набуває проведення порівняння значень, досягнутих у вітчизняній економіці із середнім рівнем відповідних індикаторів у Європі та Центральній Азії. Насам-

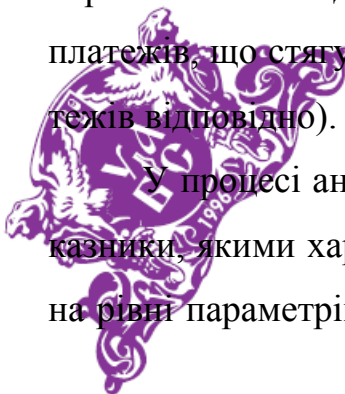


перед, доцільно проаналізувати рівень витрат інвестиційної діяльності, що характеризується такими показниками, як вартість будівництва складу (Cost to build a warehouse), який в Україні впродовж 2010–2011 рр. коливався у межах 1432–1731% середнього доходу на душу населення, що в декілька разів перевищує відповідний показник найближчих країн. Аналогічна тенденція спостерігається під час дослідження показників вартості судових витрат у ході виконання контрактів (Cost to enforce a contract) та витрат на реєстрацію власності (Cost to register property), що становлять 41,5 та 3,9% доходу на душу населення порівняно зі світовими показниками на рівні 27,3 та 2,8% відповідно. Позитивно характеризує рівень інвестиційної відкритості українського ринку коефіцієнт витрат на заснування бізнесу (Cost to start a business), який у 2011 р. знизився до рівня 4,4% середнього доходу на душу населення, що майже вдвічі нижче, ніж аналогічний показник, розрахований у середньому по країнах Європи та Азії.

Аналізуючи кількість і тривалість процедур, що супроводжують інвестиційні процеси, можна дійти висновку про більш складні умови, які пропонує вітчизняна економіка порівняно з показниками інших країн. Виняток становлять процеси забезпечення виконання контрактів (Enforcing Contracts), які передбачають проходження 30 процедур та потребують 343 днів на противагу показникам країн, що порівнюються, 37 і 412 днів відповідно.

Значний вплив на привабливість інвестиційного клімату держави чинить податкова система. Порівнюючи стан оподаткування в Україні з параметрами інших країн, необхідно звернути увагу на більш високе значення як загальної ставки податкового навантаження (57,1% на противагу 40,4%), так і ставок окремо взятих податків, а також на значне перевищення кількості податкових платежів, що стягуються в Україні, над показником інших країн (135 та 37 платежів відповідно).

У процесі аналізу рівня захисту інвесторів можна дійти висновку, що показники, якими характеризується українська економіка, знаходяться приблизно на рівні параметрів інвестиційних ринків Європи та Центральної Азії. Що сто-

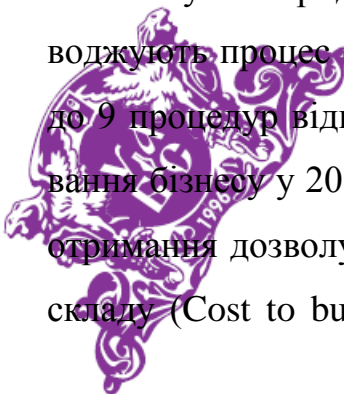


сується показників кредитування, то потрібно зазначити більш високий рівень індексу юридичних прав (Strength of legal rights index), присутнім на вітчизняних кредитних ринках, порівняно з аналізованими державами. Однак загальний рівень осіб, зареєстрованих у кредитних бюро, набагато нижчий, що свідчить про менш значний рівень поширення кредитів серед населення.

Вагомими індикаторами рівня міжнародного співробітництва є показники експорту та імпорту. Порівнюючи дані вітчизняних реалій зі світовими, необхідно відзначити більш високу вартість операцій міжнародної торгівлі та триваліший термін виконання контрактів.

Аналіз динаміки показників рівня відкритості інвестиційного ринку доцільно проводити у зв'язку зі зміною рейтингу легкості ведення бізнесу, розрахованого Світовим банком упродовж аналогічного періоду. Так, упродовж 2010–2011 рр. відбулося зниження рейтингу України серед 183 країн світу із 149-го на 152-ге місце. Для визначення причин такого явища необхідно розглянути тенденції присвоєння рейтингу за різними групами показників. Отже, покращання позиції України відбулося за такими аспектами інвестиційної діяльності, як започаткування бізнесу (зростання місця у рейтингу на 6 пунктів з 118 у 2010 р. до 112 у 2011 р.), отримання дозволу на будівництво (180-те місце у 2011 р. на противагу 182-му у 2010 р.) та визнання неплатоспроможності (Resolving Insolvency) – 156-те місце у 2011 р. порівняно з 158-м у 2010 р.

Конкретизуючи фактори підвищення рівня відкритості інвестиційного ринку, можна розглянути динаміку окремих показників за зазначеними вище групами. Так, спрощення умов створення бізнесу пов'язане зі зниженням витрат на його започаткування (Cost to start a business) з 6,1% доходу на душу населення у 2010 р. до 4,4% у 2011 р., зменшення кількості процедур, що супроводжують процес створення бізнесу (Procedures required to start a business) з 10 до 9 процедур відповідно, а також скороченням тривалості терміну започаткування бізнесу у 2011 р. на 3 дні порівняно з 2010 р. Позитивна зміна показника отримання дозволу на будівництво зумовлена зниженням вартості будівництва складу (Cost to build a warehouse) впродовж аналізованого періоду з 1731,4%

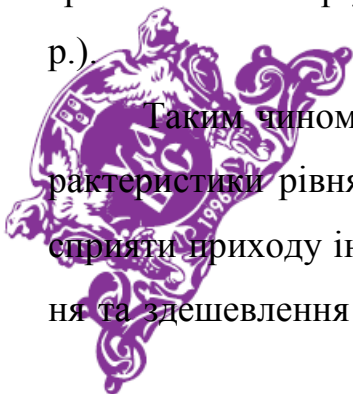


доходу на душу населення до 1462,3% при одночасно сталому значенні тривалості та кількості необхідних процедур. Покращання позиції України у рейтингу визнання неплатоспроможності викликане прискоренням швидкості відновлення (Resolving Insolvency: recovery rate) із 7,9 цента на долар у 2010 р. до рівня 8,9 цента на долар у 2011 р.

Упродовж 2010–2011 рр. залишався незмінним рейтинг України за такими індикаторами як доступ до системи електропостачання, оподаткування та виконання контрактів, що дає змогу дійти висновку про незначний вплив показників цих груп на зміну рівня інвестиційної відкритості держави у даному періоді. Відповідно групами показників, що призвели до зниження місця України в рейтингу ведення бізнесу, стали реєстрація власності (зниження рейтингу з 165-го місця у 2010 р. до 166-го у 2011 р.), захист інвесторів (108-ма позиція у 2010 р. та 111-та у 2011 р.), а також міжнародна торгівля (140-ве місце у 2011 р. на противагу 136-му у 2010 р.).

Детальний аналіз утворюючих рейтинг показників свідчить, що погіршення умов реєстрації власності відбулося всупереч зниженню витрат на проведення цієї процедури з 4,1% вартості власності у 2010 р. до 3,9% у 2011 р. Зниження рівня захисту інвесторів у аналізованому періоді відбулося під впливом зростання податкового навантаження при одночасному утриманні показника сили захисту інвесторів на досить невисокому рівні 4,7 бала з 10 максимально можливих. Найбільш значний вплив на погіршення позиції України у світовому рейтингу мали показники міжнародної торгівлі, для яких характерним було зростання вартості здійснення як експорту (у 2011 р. показник витрат зріс до 1865 дол. на контейнер порівняно з 1560 у 2010 р.), так й імпорту (значення витрат на контейнер у 2011 р. становило 2155 дол. на противагу 1580 дол. у 2010 р.).

Таким чином, у 2010–2011 рр. склалася неоднозначна ситуація щодо характеристики рівня відкритості інвестиційного ринку. Факторами, що можуть сприяти приходу іноземних інвесторів у вітчизняну економіку, стали спрощення та здешевлення процедур заснування нового бізнесу й реєстрації власності,



поліпшення якісних показників виконання контрактів. Однак значно ускладнюють інвестиційні процеси умови зовнішньої торгівлі, що супроводжуються значними витратами коштів та досить складним документообігом.

Дослідивши специфіку інформаційного забезпечення моделювання рівня відкритості інвестиційного ринку, перейдемо безпосередньо до його практичної реалізації. Похідні динамічні ряди даних у розрізі показників аналізу відкритості інвестиційного ринку України в межах мінімальних, максимальних та середніх величин, подані в табл. Д.6, є основою проведення подальших розрахунків як головної та варіаційної складових узагальнювальної характеристики рівня відкритості, так і абсолютного значення відображення особливостей впливу досягнутого рівня відкритості інвестиційного ринку на загальну макроекономічну політику держави.

Як бачимо з табл. Д.6, на основі використання її даних було проведено розрахунки структурних складових показників відкритості інвестиційного ринку, а також узагальнювальної абсолютної характеристики, поданих у тій самій таблиці.

Таким чином, застосовуючи формулу (4.8) до проміжних динамічних рядів аналізу відкритості інвестиційного ринку України, поданих у табл. Д.6, отримаємо узагальнюючу кількісну оцінку рівня відкритості (O_{IM}) даного ринку, що враховує характер зміни утворюючих її показників:

$$O_{IM} = \frac{42,72}{40 \cdot 9,90} \cdot 100\% = \frac{42,27}{396,00} \cdot 100\% = 10,79\%. \quad (4.9)$$

Отже, в 2011 р. рівень відкритості вітчизняної економіки дорівнював 10,79%, що становить надзвичайно низький рівень і надає можливість стверджувати про значні проблеми не лише інвестиційного ринку України, а й економіки країни в цілому. Справедливість цього твердження обумовлена тим, що в післякризовий період вітчизняна економіка потребує значних обсягів фінансових ресурсів і капіталу для відновлення ефективного функціонування фінан-

сової сфери та розвитку новітніх напрямків господарювання в реальному секторі.

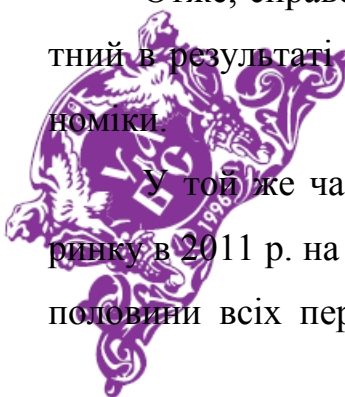
Виходячи з того, що на попередніх етапах дослідження було визначено той факт, що в сучасних умовах господарювання економічна система України відчуває значний дефіцит обсягу заощаджень й капітальних інвестицій і для неї характерний недостатній розвиток інноваційного виробництва, то обсяг залучення і рівень стимулювання іноземних інвестицій набуває надзвичайної актуальності.

Необхідність активізації процесу залучення іноземних інвестицій обумовлена їх можливістю забезпечувати:

- активізацію процесу капіталовкладень у формі новітніх засобів виробництва;
- залучення українських підприємців до використання світового досвіду ведення інвестиційної діяльності;
- реструктуризацію, відновлення і створення нових підприємств та розширення ними інноваційної діяльності;
- раціональне формування людського капіталу та підвищення рівня життя населення країни;
- ефективну інтеграцію вітчизняної економіки у глобальний простір за рахунок науково-технічної кооперації;
- сприяння інтеграції в міжнародну торгівлю та підвищення рівня конкуренції в реальному та фінансовому секторах економіки;
- зростання цільових показників господарської діяльності економічних суб'єктів.

Отже, справедливо зазначити, що весь перелічений комплекс заходів здатний в результаті привести до структурної перебудови всієї національної економіки.

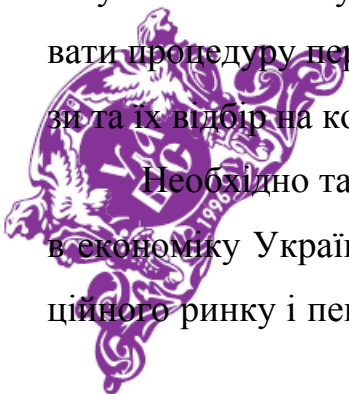
У той же час отримане значення відкритості українського інвестиційного ринку в 2011 р. на рівні 10,79% не дозволяє стверджувати про отримання навіть половини всіх переваг, що забезпечують надходження іноземних інвестицій.



Виходячи з цього, з метою поліпшення ситуації державні органи влади повинні проводити політику, що буде базуватися на:

- залученні в реалізацію інвестиційних проектів як державних, так і приватних фінансових і трудових ресурсів;
- залученні нерезидентів до реалізації інвестиційних проектів, які переважно будуть спрямовані на використання інноваційного та виробничого потенціалу;
- створенні кардинально нових організаційних форм взаємодії фінансового і промислового капіталу суб'єктів господарювання;
- ліквідації корупційних і бюрократичних схем, зменшенні строків митного оформлення та числа перевірок з боку податкових та інших контролюючих органів;
- стабільності нормативно-правової бази регулювання механізму залучення і використання іноземних інвестицій та формуванні однозначного законодавства у цій сфері;
- введенні конкурентоспроможної фіскальної системи, яка б розкривала та забезпечувала перед закордонними інвесторами переваги вітчизняної економіки;
- створенні регіональних стратегій стимулювання залучення іноземних інвестицій, які б базувалися на всебічному розкритті виробничого, соціального та наукового потенціалу кожної територіально-адміністративної одиниці;
- створенні єдиної неподільної системи державного управління інвестиційними процесами, в межах якої необхідно визначити центри відповідальності по роботі з іноземними інвестиціями, механізм реалізації державної політики залучення капіталу, узгодити роботу з міжнародними організаціями, започаткувати процедуру перевірки найбільш значущих проектів за допомогою експертизи та їх відбір на конкурсній основі.

Необхідно також зауважити, що стратегія залучення іноземних інвестицій в економіку України повинна базуватися на паритеті між відкритістю інвестиційного ринку і певному обмеженні доступності до нього та обов'язково врахо-



увати показник гранично допустимого рівня іноземних інвестицій, що, в результаті, дасть можливість максимально забезпечити національні інтереси та економічну безпеку держави.

Таким чином, виходячи з існуючих проблем інвестиційного ринку України, доцільно зауважити, що розроблений науково-методичний підхід щодо визначення інтегрального показника відкритості інвестиційного ринку може виступати інформаційною базою щодо прийняття виважених управлінських рішень державними органами влади стосовно формування основних засад управління та розвитку інвестиційної політики держави та служити індикатором застосування різних інструментів покращення існуючої ситуації щодо прозорості діяльності на вітчизняному інвестиційному ринку.

4.3 Наукові засади обґрунтування критичних меж проникнення іноземного капіталу на інвестиційний ринок України

Інтенсифікація та динамізм глобалізаційних процесів призвели до лібералізації відносин на товарних та фінансових ринках, що, паралельно з функціонування суб'єктів цих ринків на конкурентних засадах, стало поштовхом активізації транскордонного руху різних форм капіталу. Стимулом міжнародного переміщення інвестиційних ресурсів між країнами та галузями є пошук раціонального і більш ефективного їх розміщення для забезпечення максимальної результативності від вкладених коштів.

У свою чергу, варто зауважити, що рух капіталу здійснюється не стихійно, а через посередництво інвестиційного ринку, саме тому побудова останнього на засадах відкритості разом із розвиненою та конкурентоспроможною інфраструктурою є стратегічним завданням держави. Виключна роль зазначеного інституту полягає у збалансуванні інтересів донорів і реципієнтів інвестиційних ресурсів та задоволенні їхніх потреб, стимулюванні розвитку національної еко-

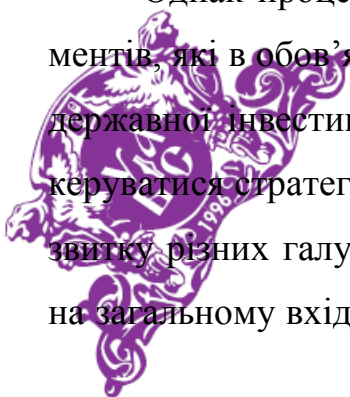
номіки через вкладення коштів у стратегічно важливі сфери та депресивні регіони, а також у забезпеченні фінансування інноваційних розробок.

Крім того, динаміка експорту та імпорту інвестиційних ресурсів є своєрідним індикатором ефективності державної політики, оскільки раціональний інвестор зорієнтований до вкладання фінансових ресурсів у території зі сприятливим інвестиційним кліматом, а тому негативне сальдо за цим показником може свідчити про наявність серйозних проблем на загальнонаціональному рівні, які істотно знижують рівень інвестиційної привабливості країни, створюючи загрозу економічній безпеці держави та знижуючи темпи її розвитку.

Розглядаючи найбільш істотні позитивні аспекти, які отримує національна економіка під час акумулювання іноземних інвестицій, необхідно зазначити, що основними з них є: задоволення довгострокових інвестиційних потреб країни; стимулювання економічного зростання та позитивних структурних зрушень в економіці; акумулювання необхідного рівня капіталу з метою оновлення і розвитку виробничих потужностей; створення додаткових робочих місць, підвищення рівня кваліфікації персоналу і зростання доходів громадян; збільшення надходжень до бюджету як у розрізі податків, так і за рахунок надходжень від продажу державного майна.

Як наслідок, створення привабливого інвестиційного клімату сприяє розвитку інституційної інфраструктури держави та синхронізації вітчизняного законодавства відповідно до міжнародних стандартів і вимог і, таким чином, приводить до трансформації умов організації бізнесу на принципах відкритості, етичності та соціальної відповідальності, що робить економіку країни більш конкурентоспроможною.

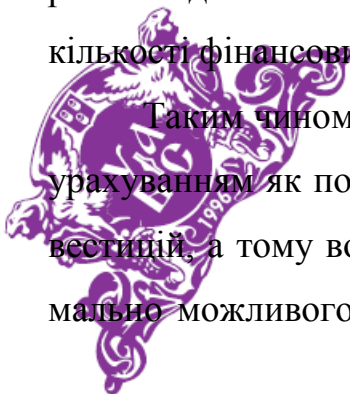
Однак процес залучення іноземних інвестицій має і ряд негативних моментів, які в обов'язковому порядку повинні бути враховані у ході розроблення державної інвестиційної політики. Перш за все, у цьому контексті необхідно керуватися стратегічними цілями держави та прагненням до збалансованого розвитку різних галузей та регіонів, а тому потрібно акцентувати увагу не лише на загальному вхідному інвестиційному потоці, а й на його диференціації за рі-



зними сферами економіки, оскільки будь-які диспропорції чи домінування інтересу власників фінансових ресурсів до вузького переліку інвестиційно привабливих напрямків вкладення капіталу носить деструктивний характер для держави, що проявляється у зростанні ризику монополізації стратегічно важливих та соціально значущих галузей, посиленні неоднорідності розвитку регіонів та поглибленні дестабілізаційних процесів на товарних та фінансових ринках. Крім того, превалювання іноземних інвестицій у будь-якому секторі економіки обумовлює зростання залежності даного сегменту від змін зовнішньоекономічної кон'юнктури, що може викликати активізацію кризових тенденцій. Саме тому у процесі побудови сприятливого інвестиційного клімату уповноважені органи державної влади мають брати до уваги не лише потребу у фінансових ресурсах та необхідність її задоволення, а й імовірність негативного впливу закордонних інвестиційних потоків на вітчизняну економіку, причому ризики цієї групи мають бути чітко ідентифіковані та кваліфіковані з максимальним рівнем точності.

За сучасних умов господарювання серед найбільш актуальних загроз, викликаних транскордонним рухом капіталу, також необхідно виділити ризик нагромадження у країні нелегальних грошових потоків, акумульованих унаслідок неконтрольованого та нерегульованого залучення інвестицій без детальної перевірки цілей та рівня благонадійності інвестора. Цей процес може викликати погіршення іміджу країни на міжнародній арені та негативно позначитися на інвестиційній привабливості держави для легальних інвесторів. Саме тому органи державної влади під час розроблення інвестиційної політики мають керуватися не лише потребою у фінансових ресурсах, а й проводити детальний аналіз джерел походження інвестованого капіталу, що дасть можливість уникнути значної кількості фінансових ризиків.

Таким чином, державна інвестиційна політика повинна бути побудована з урахуванням як позитивних, так і негативних аспектів залучення іноземних інвестицій, а тому вона не має бути зорієнтована виключно на залучення максимально можливого обсягу іноземних інвестиційних ресурсів, а навпаки, спря-



мована на акумулювання заздалегідь розрахованого та науково обґрунтованого обсягу інвестиційних потоків, який би не створював загрози порушення економічної стабільності країни. Отже, доцільним є підтримання цього показника на рівні, за якого ймовірність розвитку дестабілізаційних процесів є мінімальною або допустимою і буде існувати можливість їх оперативної нейтралізації чи лімітування.

Саме тому існує необхідність виділення та моніторингу ряду відносних показників, які б усебічно характеризували тенденції руху іноземних інвестицій, та визначення їх граничних значень, дотримання яких не мало б негативно впливати на економіку країни та забезпечувало поступальний розвиток держави в цілому.

Отже, ключовим завданням у процесі побудови виваженої державної інвестиційної політики є залучення такого обсягу інвестицій, який би дав можливість максимально ефективно реалізувати потенційні переваги від припливу фінансових ресурсів, нівелюючи при цьому ризики та мінімізуючи вплив негативних факторів, активізованих інвестиційним процесом.

Виходячи з вищерозглянутого, необхідно зазначити, що актуальності набуває дослідження процесу моделювання гранично допустимого рівня іноземного капіталу на вітчизняному інвестиційному ринку. Значення цього показника за умов розвинених ринкових відносин є однією з основних характеристик оцінки ефективності функціонування його суб'єктів, рівня ціноутворення та обсягу попиту і пропозиції.

Кількісну оцінку рівня іноземного капіталу на вітчизняному інвестиційному ринку можна здійснити за допомогою таких показників (табл. Д.7).

Отже, розглянувши існуючі підходи аналізу рівня іноземних інвестицій на вітчизняному інвестиційному ринку та основних теоретичних положень щодо особливостей, які він повинен враховувати, запропоновано дослідити якісний склад та динамічні зміни цього показника шляхом визначення оптимальної структури і співвідношення між обсягами інвестицій, здійснених резидентами і нерезидентами, та врахувати вплив обсягу іноземних інвестицій на темп приросту

ВВП. Так, рівень іноземного капіталу на вітчизняному інвестиційному ринку подамо таким чином (формула 4.10):

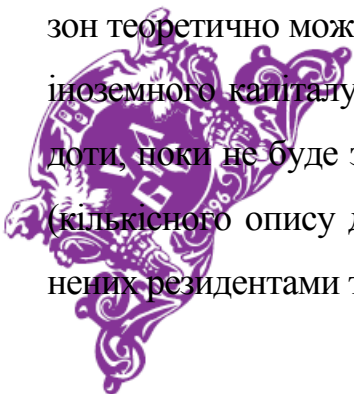
$$RV = \frac{\sum_{i=m+1}^n Inr_i}{\sum_{i=1}^m Ir_i + \sum_{i=m+1}^n Inr_i} \cdot 100\%, \quad (4.10)$$

де RV – рівень іноземного капіталу на вітчизняному інвестиційному ринку;
 $\sum_{i=1}^m Ir_i$ – загальний обсяг інвестицій, здійснених резидентами, за m напрямками розміщення ресурсів;

$\sum_{i=m+1}^n Inr_i$ – загальний обсяг інвестицій, здійснених нерезидентами, за $(n-m)$ напрямками розміщення ресурсів.

Основною проблемою дослідження гранично допустимого рівня іноземного капіталу на вітчизняному інвестиційному ринку є не просто визначення існуючого рівня цього показника в різні проміжки часу та його прогнозування в майбутньому, а ідентифікація такого його значення, яке б забезпечувало ефективний розвиток економіки.

Формування оптимального значення даної кількісної характеристики інвестиційного ринку вимагає проведення дослідження множини значень, яких може набувати рівень іноземного капіталу на вітчизняному інвестиційному ринку, та визначення мінімально та максимально можливої величини, що утворюють діапазон оптимальних значень розглянутої економічної категорії. Для визначення граничних меж інтервалу оптимальних величин пропонується використати дихотомічний підхід. Сутність цього підходу (з математичної точки зору) полягає в тому, що діапазон теоретично можливих (визначених на основі статистичних даних) значень рівня іноземного капіталу на вітчизняному інвестиційному ринку поступово звужується доти, поки не буде знайдене максимальне (або мінімальне) значення функції $RV(t)$ (кількісного опису динаміки змін співвідношення між обсягами інвестицій, здійснених резидентами та нерезидентами).



Визначивши концептуальні аспекти застосування дихотомічного пошуку оптимального рівня іноземного капіталу на вітчизняному інвестиційному ринку, розглянемо практичні аспекти розрахунків на конкретному прикладі. Як вхідну інформацію дослідимо динаміку зміни інвестицій в Україні, здійснених резидентами та нерезидентами, а також відповідну зміну ВВП за період з 1996 до 2010 р. Найвні статистичні дані подамо у вигляді табл. 4.11.

Досліджуючи реальний стан інвестиційної діяльності в Україні (табл. 4.11), можна зауважити, що впродовж 1996–2010 рр. обсяг прямих іноземних інвестицій, здійснених нерезидентами, мав стійку тенденцію до зростання та збільшився впродовж аналізованого періоду на 39156,1 млн грн. У той же час необхідно відмітити, що динаміка зміни цього показника значно відрізнялася в кожному з аналізованих років. Так, найбільші темпи приросту характерні для 1997 р. та 2006 р. і, відповідно, становили 60,35% та 86,69%.

Таблиця 4.11 – Обсяги інвестицій, здійснених резидентами і нерезидентами, та зміна ВВП за період з 1996 по 2010 р., млн грн

Рік	Прямі іноземні інвестиції в Україну	Інвестиції, здійснені вітчизняними суб'єктами господарювання	ВВП	Темп приросту ВВП, %
1996	896,9	12557	81519	14,53
1997	1438,2	12401	93365	9,88
1998	2063,6	13958	102593	27,15
1999	2810,7	17552	130442	30,38
2000	3281,8	23629	170070	20,06
2001	3875,0	32573	204190	10,59
2002	4555,3	37178	225810	18,39
2003	5471,8	51011	267344	29,09
2004	6794,4	75714	345113	27,92
2005	9047,0	93096	441452	23,26
2006	16890,0	125254	544153	32,45
2007	21607,3	188486	720731	31,79
2008	29542,7	233081	949864	-3,84
2009	35616,4	151777	913345	18,53
2010	40053,0	150667	1082569	14,53

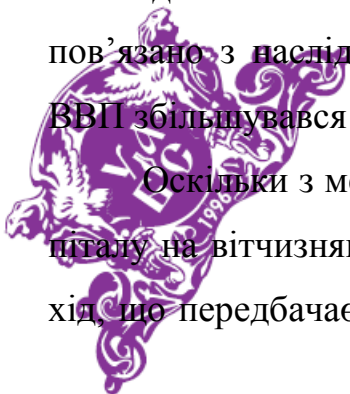
У першому випадку стрімке зростання іноземних інвестицій в економіку України було пов'язане з прагненням закордонних інвесторів вийти на ринок новоствореної країни, яка мала потужний на той час промисловий та ресурсний

потенціал. У 2006 р. зростання інвестицій, здійснених у вітчизняну економіку нерезидентами, було обумовлене високими показниками розвитку фінансового та реального секторів в Україні, що, таким чином, збільшило обсяги грошових ресурсів, спрямованих із закордону на реалізацію різного роду інвестиційних проектів. Найменший темп приросту інвестицій в Україну характерний для 2002 р. та 2010 р. – 17,58% та 12,46%, відповідно. Низький темп приросту розглянутого показника в 2002 р. пов'язаний з політичною нестабільністю в Україні і, як наслідок, невпевненістю закордонних інвесторів не лише в прибутковості вкладених коштів, а й у збереженні вже здійснених інвестицій. Скорочення здійснених інвестицій нерезидентів у 2010 р. є наслідком фінансової кризи 2007–2008 рр. і загальним зменшенням інвестиційної активності у світі.

Проводячи аналіз обсягу інвестицій, здійснених вітчизняними суб'єктами господарювання, можна зазначити, що впродовж 1996–2010 рр. цей показник змінювався нерівномірно. Так, після скорочення в 1997 р. до 2008 р. обсяг інвестицій, здійснених резидентами неодмінно збільшувався, досягнувши в 2008 р. 233081 млн грн. Крім того, необхідно також відмітити, що максимальні темпи приросту внутрішніх інвестицій простежувалися в 2004 р. – 48,43% та 2007 р. – 50,48%, що було пов'язано з найсприятливішими етапами розвитку української економіки. В наступні два роки (2009–2010 рр.) обсяг інвестицій, здійснених національними суб'єктами господарювання, знизився майже до рівня 2006 р., становлячи в середньому 151222 млн грн.

Зміна ВВП також відповідала загальним трансформаційним тенденціям у вітчизняній економіці. Так, упродовж 1996–2010 рр. значення досліджуваного показника постійно збільшувалося, винятком став лише 2009 р. (темп приросту мав від'ємне значення на рівні –4%), що, як неодноразово наголошувалося, пов'язано з наслідками фінансової кризи. Упродовж усіх інших років рівень ВВП збільшувався в середньому на 23%.

Оскільки з метою визначення гранично допустимого рівня іноземного капіталу на вітчизняному інвестиційному ринку запропоновано використати підхід, що передбачає врахування співвідношення між інвестиціями, здійсненими



нерезидентами, та темпом приросту ВВП, проведемо аналіз цих критеріїв більш детально (рис. 4.8).

На основі даних рис. 4.8 доцільно зауважити, що, незважаючи на неодмінне зростання абсолютного значення прямих іноземних інвестицій у вітчизняну економіку, для їхньої частки в загальному обсязі інвестицій здійснених в Україні характерна коливальна тенденція. Так, упродовж 1996–1999 рр. питома вага іноземних інвестицій у загальному обсязі вітчизняних інвестицій збільшилася на 7% і становила в 1999 р. 14%, наступні п'ять років цей показник постійно зменшувався, досягнувши в 2004 р. значення у 8%. За період до 2006 р. досліджуваний показник досягнув значення у 12% і впродовж 2006–2008 рр. не зменшувався нижче рівня 10%. Для останніх двох років (2009–2010 рр.) досліджуваного періоду середня частка інвестицій нерезидентів у загальному обсязі інвестицій становила близько 20%.

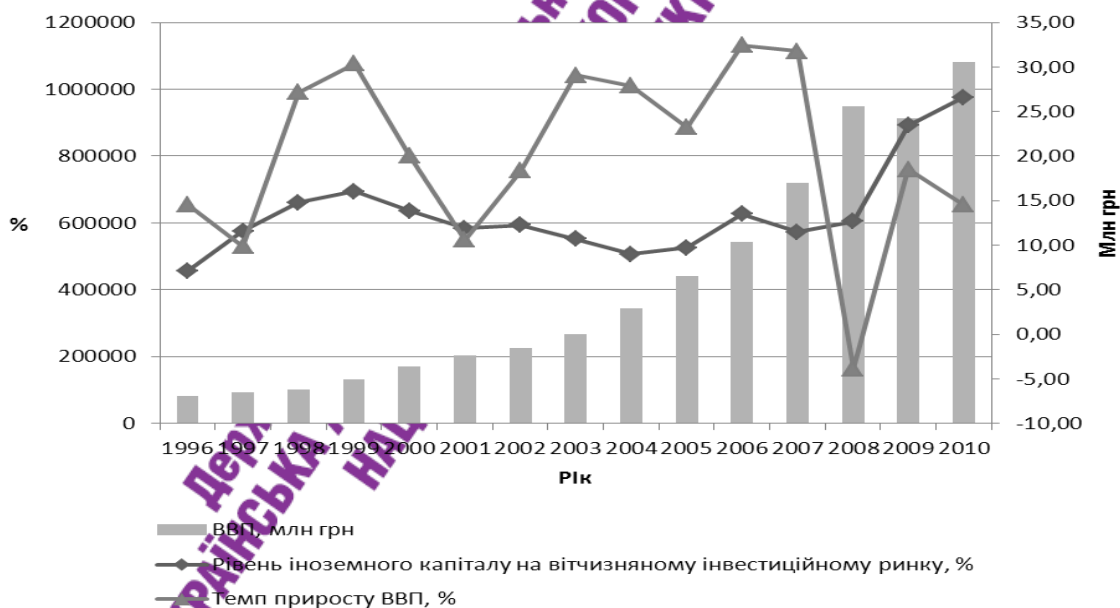


Рисунок 4.8— Графічне подання співвідношення абсолютного значення ВВП, темпу його приросту та рівня іноземного капіталу на вітчизняному інвестиційному ринку за період з 1996 до 2010 р.

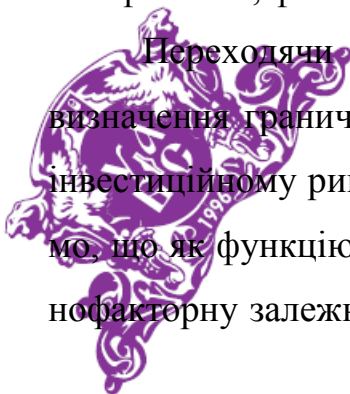
Вищенаведений аналіз дає змогу стверджувати про абсолютно різні темпи зростання інвестицій, здійснених резидентами та нерезидентами в економіку

України. Так, якщо впродовж 1996–2008 рр. питома вага іноземних інвестицій у загальному обсязі інвестицій знаходилася в проміжку від 7% до 14%, то в 2009–2010 рр. цей показник становив близько 20%. Це обумовлено тим, що в післякризовий період закордонні інвестори більш швидкими темпами змогли відновити власний інвестиційний потенціал, у той час як обсяг інвестицій, здійснених резидентами, значно зменшився в останні два аналізовані роки.

Водночас зауважимо, що інший досліджуваний показник – темп приросту ВВП упродовж 1996–2010 рр. мав ще більшу коливальну тенденцію ніж рівень іноземного капіталу на вітчизняному інвестиційному ринку. Так, незважаючи на постійне зростання абсолютного значення ВВП (крім 2009 р.), темпи його приросту впродовж аналізованого періоду знаходилися в проміжку від –3,8% (2009 р.) до 32,5% (2008 р.). Навіть якщо не брати значення ВВП за 2009 р., то рівень зміни темпу його приросту все одно матиме значні відмінності у значеннях. У 1998 та 2002 рр. темп приросту ВВП становив приблизно 10%, а в 2000, 2004, 2007 та 2008 рр. знаходився в середньому на рівні 31%. На основі зазначеної тенденції можна стверджувати, що загальне зростання економіки України відбувається нерівномірними темпами, відсутня стабільність її розвитку та сформований базис її майбутнього становлення.

Таким чином, загальна економічна ситуація в Україні та зростання частки іноземних інвестицій у загальному обсязі інвестицій в останні два роки ще більше обумовлює необхідність розроблення науково обґрунтованого підходу до ідентифікації гранично допустимого рівня іноземного капіталу на вітчизняному інвестиційному ринку, оскільки подальше зростання цього показника може призвести до підвищення впливу іноземного капіталу на незалежність державних фінансів, фінансів суб'єктів господарювання та населення.

Переходячи безпосередньо до реалізації науково-методичного підходу визначення гранично допустимого рівня іноземного капіталу на вітчизняному інвестиційному ринку на основі застосування дихотомічного підходу, зауважимо, що як функцію мети цього дослідження пропонується обрати нелінійну однофакторну залежність темпу приросту ВВП від частки інвестицій, здійснених



нерезидентами в загальному обсязі інвестицій. Тому розглянемо нелінійні залежності (табл. 4.12, графи 2–6), які доцільно застосовувати для кількісної характеристики шуканого взаємозв'язку.

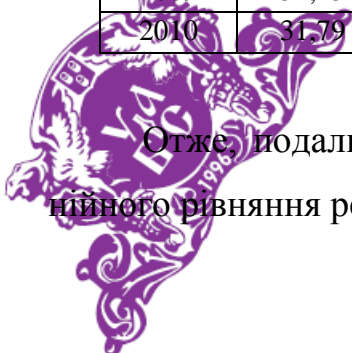
Крім того, обираючи як незалежну змінну рівень іноземного капіталу на вітчизняному інвестиційному ринку, а як залежну – темп приросту ВВП, необхідно зазначити, що обрана факторна ознака визначає рівень результативної з найбільшим ступенем достовірності лише з лагом у 2 роки, про що свідчать результати проведеного кореляційного аналізу (значення парного коефіцієнта кореляції між зазначеними змінними становить 0,50 і свідчить про наявність тісноти зв'язку середнього рівня).

Тобто, знайдене граничне значення рівня іноземного капіталу у вітчизняній економіці буде досягнуте за відповідного значення темпу приросту ВВП тільки через два роки.

Таблиця 4.12 – Розрахункове значення гранично допустимого рівня іноземного капіталу на вітчизняному інвестиційному ринку та проміжні значення показників кількісної оцінки цього показника

Рік	$y(x)$	$RV(x)$	x^2	x^3	$\ln(x)$
A	1	2	3	4	5
1999	14,53	13,80	190,53	2629,89	2,62
2000	9,88	12,20	148,72	1813,66	2,50
2001	27,15	10,63	113,03	1201,69	2,36
2002	30,38	10,92	119,14	1300,48	2,39
2003	20,06	9,69	93,85	909,16	2,27
2004	10,59	8,23	67,81	558,42	2,11
2005	18,39	8,86	78,45	694,85	2,18
2006	29,09	11,88	141,19	1677,66	2,48
2007	27,92	10,28	105,77	1087,84	2,33
2008	23,26	11,25	126,54	1423,47	2,42
2009	32,45	19,01	361,24	6865,74	2,94
2010	31,79	21,00	441,04	9262,25	3,04

Отже, подальші розрахунки в розрізі оцінки параметрів шуканого нелінійного рівняння регресії проведемо з урахуванням часового лага у два роки.



Обробка даних табл. 4.12 дозволяє отримати результати в розрізі проведення статистичного аналізу залежності темпу приросту ВВП від частки інвестицій, здійснених нерезидентами в загальному обсязі інвестицій (табл. 4.13).

Таблиця 4.13 – Результати проведення статистичного аналізу залежності темпу приросту ВВП від частки інвестицій, здійснених нерезидентами в загальному обсязі інвестицій в Україні

	Коефіцієнт	Стандартна похибка	t-статистика	Нижні 95%	Верхні 95%
Y-перетин	-3252,01	1163,56	-2,79	-6003,39	-500,63
RV (x)	-932,06	360,68	-2,58	-1784,93	-79,20
x ²	32,63	13,22	2,47	1,35	63,90
x ³	-0,49	0,21	-2,34	-0,98	0,01
ln(x)	4266,89	1586,80	2,69	514,70	8019,07

На основі табл. 4.13 отримаємо математичне співвідношення у вигляді нелінійної однофакторної залежності темпу приросту ВВП від частки інвестицій, здійснених нерезидентами в загальному обсязі інвестицій в Україні:

$$\Delta GDP_t = -3252,01 - 932,06 \cdot RV_{t-2} + 32,63 \cdot RV_{t-2}^2 - 0,49 \cdot RV_{t-2}^3 + 4266,89 \cdot \ln(RV_{t-2}), \quad (4.11)$$

де RV – рівень іноземного капіталу на вітчизняному інвестиційному ринку;

ΔGDP_t – рівень темпу приросту ВВП в t-й період часу.

Записане рівняння (4.11) є адекватним і може бути використаним для подальших розрахунків дихотомічного пошуку оптимальних значень рівня іноземного капіталу на вітчизняному інвестиційному ринку, про що свідчать значення критерію детермінації на рівні 67,65%, величина критерію Фішера (3,66) та отримані значення критерію Стюдента.

Проведені вище розрахунки дають змогу перейти безпосередньо до розгляду практичної реалізації алгоритму застосування дихотомічного методу для

моделювання гранично допустимого рівня іноземного капіталу на вітчизняному інвестиційному ринку. Для проведення математичної формалізації моделювання цього показника визначимо основні припущення:

- як функцію мети даного дослідження пропонується обрати нелінійну однофакторну залежність (формула Д.4);
- як змінну управління пропонується обрати частку інвестицій, здійснених нерезидентами (формула Д.2);
- як обмеження пропонується визначити граничні межі зміни рівня іноземного капіталу на інвестиційному ринку в діапазоні від 0 до 50%.

Ураховуючи зазначені припущення, алгоритм застосування дихотомічного пошуку оптимального рівня іноземного капіталу на вітчизняному інвестиційному ринку набирає такого вигляду (табл. 4.14).

Таблиця 4.14 – Практична реалізація алгоритму оптимізації рівня іноземного капіталу на вітчизняному інвестиційному ринку

Етап	Характеристика
Попередній	Обираємо константу $\varepsilon = \frac{\max RV - \min RV}{10} = 1,43 > 0$ і допустиму скінченну довжину інтервалу невизначеності $l = 10 > 0$. Початковим інтервалом невизначеності виступає $[0, 50]$, що характеризує діапазон теоретично можливих (визначених на основі статистичних даних) значень рівня іноземного капіталу на вітчизняному інвестиційному ринку. Беремо $k = 1$ і переходимо до основного етапу.
Основний	<p>Перша ітерація</p> <p>Крок 1. Оскільки умова $50 - 0 \leq l$ (що свідчить про кінець алгоритму та належності точки мінімуму проміжку $[0, 50]$) не виконується, проведемо розрахунки додаткових параметрів:</p> $\lambda_1 = \frac{a_1 + b_1}{2} - \varepsilon = \frac{0 + 50}{2} - 1,43 = 23,57$ $\mu_1 = \frac{a_1 + b_1}{2} + \varepsilon = \frac{0 + 50}{2} + 1,43 = 26,43$ <p>На основі отриманих значень здійснюємо подальші розрахунки, подані в табл. 4.15.</p> <p>Крок 2. Відбувається звуження діапазон значень рівня іноземного капіталу на вітчизняному інвестиційному ринку шляхом зміни верхньої або нижньої межі. Оскільки для першої ітерації $f(\lambda_1) > f(\mu_1)$, беремо $a_2 = a_1 = 0$ і $b_2 = \mu_1 = 26,43$, тобто відбувається звуження діапазон значень рівня іноземного капіталу на вітчизняному інвестиційному ринку шляхом зміни верхньої межі на наступній ітерації. Зміна тенденції відбувається на 3-й ітерації, де $f(\lambda_2) < f(\mu_2)$, отже, беремо $a_3 = \lambda_2 = 11,78$ і $b_3 = b_2 = 26,43$. Аналогічно проводяться розрахунки на тридцять одній ітераціях, результати яких подані в табл. 4.15</p>

Таким чином, на основі даних табл. 4.15 (31-ша ітерація) можна зробити висновки щодо отриманого оптимального значення рівня іноземного капіталу на вітчизняному інвестиційному ринку:

- спостерігається не точкова оцінка оптимального рівня результативного показника, а інтервальні межі, що дозволяє забезпечити гнучкість корегувальних дій;

- мінімально можливий оптимальний рівень іноземного капіталу на вітчизняному інвестиційному ринку відповідає величині 11,78%, або темпу приросту ВВП в обсязі 14,70%;

- максимально можливий оптимальний рівень іноземного капіталу на вітчизняному інвестиційному ринку дорівнює 14,65%, що становить 21,52% темпу приросту ВВП.

Таблиця 4.15 – Результати практичного впровадження дихотомічного пошуку мінімально можливого значення діапазону оптимальних величин рівня іноземного капіталу на вітчизняному інвестиційному ринку

k	a_k	b_k	λ_k	μ_k	$f(\lambda_k)$	$f(\mu_k)$
1	2	3	4	5	6	7
1	0,00	50,00	23,57	26,43	-4,80	-137,47
2	0,00	26,43	11,78	14,65	21,52	14,70
3	0,00	14,65	5,89	8,76	-143,27	18,53
4	5,89	14,65	8,84	11,70	19,61	21,86
5	8,84	14,65	10,31	13,18	26,53	16,20
6	10,31	14,65	11,05	13,91	24,61	14,79
7	11,05	14,65	11,42	14,28	23,13	14,58
8	11,42	14,65	11,60	14,47	22,33	14,60
9	11,60	14,65	11,69	14,56	21,92	14,64
10	11,69	14,65	11,74	14,60	21,72	14,67
11	11,74	14,65	11,76	14,63	21,62	14,69
12	11,76	14,65	11,77	14,64	21,57	14,70
13	11,77	14,65	11,78	14,64	21,54	14,70
14	11,78	14,65	11,78	14,65	21,53	14,70
15	31	14,65	11,78	14,65	21,52	14,70

Наочно представити результати пошуку оптимального діапазону значень гранично допустимого рівня іноземного капіталу на вітчизняному інвестиційному ринку пропонується на графіку (рис. 4.9).

Таким чином, графічне подання результатів визначення оптимального значення рівня іноземного капіталу на вітчизняному інвестиційному ринку на основі дихотомічного підходу дозволяє зробити висновки щодо відсутності конкретного значення, яке б характеризувало рівень гранично допустимого обсягу інвестицій, здійснених нерезидентами в Україні. Починаючи з дванадцяті ітерації, для українського інвестиційного ринку властива наявність чіткого інтервалу оптимальних значень. Так, за умови коливання значень питомої ваги інвестицій, здійснених нерезидентами, у загальному обсязі інвестицій в Україні на рівні від 11,78% до 14,65% забезпечить максимально ефективний розвиток вітчизняної економіки паралельно зберігаючи суверенність національних інтересів та незалежність від закордонних фінансових ресурсів.

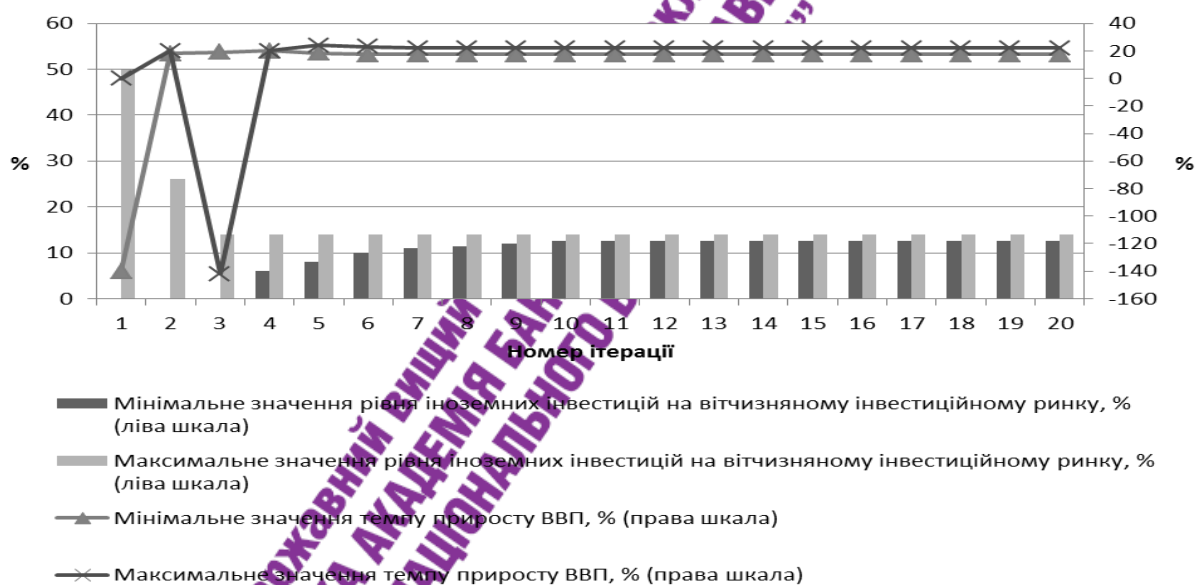


Рисунок 4.9 – Графічне подання кроків дихотомічного пошуку проміжку оптимальних значень гранично допустимого рівня іноземного капіталу на інвестиційному ринку

Крім того, необхідно зазначити, що розгляд алгоритму визначення допустимого рівня іноземних інвестицій на вітчизняному інвестиційному ринку з урахуванням часового фактора дає можливість, знаючи реальні темпи зростання ВВП в поточному році, застосовувати певні інструменти для інтенсифікації

або мінімізації рівня інвестицій, здійснених нерезидентами, оскільки цільові показники для даного параметра будуть уже знайдені з прогнозованим проміжком часу в два роки.

Отже, розроблений науково-методичний підхід до визначення гранично допустимого рівня іноземного капіталу на вітчизняному інвестиційному ринку дає можливість створити інформаційну базу для прийняття ефективних управлінських рішень стосовно оперативного коригування загальнодержавної інвестиційної політики та визначити комплекс найбільш дієвих інвестиційних інструментів для реалізації довгострокової стратегії розвитку вітчизняної економіки.

Висновки до четвертого розділу

1. Автором доведено, що стратегія розвитку інвестиційного ринку України під впливом глобалізаційних процесів повинна базуватися на паритеті між відкритістю інвестиційного ринку і врахуванням гранично допустимих меж присутності іноземного капіталу на ньому в контексті забезпечення національного фінансового суверенітету та економічної безпеки держави.

2. З одного боку, значний рівень експансії іноземних інвесторів на інвестиційному ринку України обумовлює виникнення цілого ряду стратегічних загроз для його розвитку, зокрема: ускладнення процесу державного контролю за рухом інвестиційного капіталу на ринку та його транскордонним переміщенням, зростання загроз втрати економічного та фінансового суверенітету країни, нерівні конкурентні можливості для національних та іноземних учасників ринкових операцій, відтік інвестиційного капіталу (у вигляді відсотків та дивідендів) за кордон тощо.

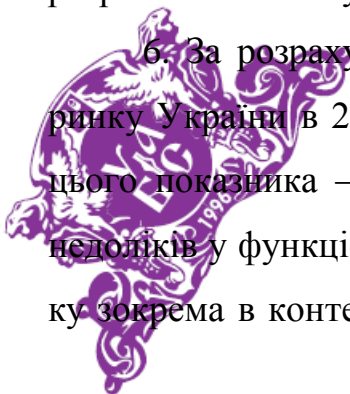
3. З іншого боку, поява іноземних суб'єктів на ринку створює додаткові стратегічні можливості для його розвитку, зокрема: удосконалення внутрішніх

технологій прийняття управлінських рішень інвестиційними посередниками, розширення спектру інвестиційних інструментів, покращення якості надання інвестиційних послуг, підвищення рівня конкуренції серед суб'єктів ринку, збільшення обсягу інвестиційних ресурсів, зменшення обсягів тіньового капіталу, що обертається на ринку тощо.

4. Активізація обсягів транскордонного переміщення фінансового капіталу під впливом глобалізаційних процесів висуває підвищені вимоги до рівня транспарентності національних економік, фінансових ринків та окремих суб'єктів господарювання, їх відкритості та готовності до активної співпраці з учасниками світової фінансової системи. В цьому контексті рівень відкритості інвестиційного ринку, який автор розуміє як ступінь жорсткості формальних та неформальних бар'єрів, що має подолати економічний суб'єкт інвестиційного ринку для того, щоб стати його учасником, можна вважати індикатором інтегрованості національної економіки у світогосподарські фінансові відносини, її прозорості та інвестиційної привабливості.

5. Формуючи перелік факторів впливу на загальний рівень відкритості інвестиційного ринку, автор вважає за доцільне враховувати не тільки ті з них, що мають безпосереднє відношення до функціонування суб'єктів інвестиційного ринку, а й ті, що опосередковано впливають на інвестиційну активність в країні, оскільки власники інвестиційних ресурсів, формуючи свою інвестиційну стратегію, оцінюють загальні умови легкості ведення бізнесу від його започаткування до ліквідації. В роботі для оцінювання загального рівня відкритості інвестиційного ринку обрано 39 показників, статистичною базою для розрахунку яких для України в 2010-2011 рр. став рейтинг «Ведення бізнесу» («Doing Business»), який розробляється та публікується Світовим банком.

6. За розрахунками автора, загальний рівень відкритості інвестиційного ринку України в 2011 р. склав 10,79% (при максимально можливому значенні цього показника – 100%). Це свідчить про наявність цілого ряду системних недоліків у функціонуванні економіки України в цілому та інвестиційного ринку зокрема в контексті його транспарентності, відкритості та готовності до ін-



теграції у світову ринкову систему. Це обмежує бажання та можливості іноземних інвесторів щодо експансії на вітчизняний інвестиційний ринок, що стримує темпи посткризового відновлення вітчизняної економіки.

7. Для вирішення проблеми встановлення оптимального рівня проникнення іноземного капіталу на інвестиційний ринок та застосування державою відповідних регулюючих заходів щодо його підтримання автором запропоновано застосувати дихотомічний метод, який дозволяє визначити граничні межі зміни факторної ознаки, при яких результуюча ознака (темп зростання ВВП) досягає екстремуму (максимуму). В якості обмеження моделі використано граничні межі зміни рівня іноземного капіталу на інвестиційному ринку (від 0 до 50%).

8. Проведене автором узагальнення статистичної інформації за 2000-2010 рр. дозволило побудувати наступну нелінійну однофакторну залежність, яка дозволила виявити, що зміна рівня іноземного капіталу на вітчизняному інвестиційному ринку лише через 2 роки призводить до відповідної зміни темпу зростання ВВП, що має бути враховано при розробці стратегії державного регулювання цього ринку. Вона є адекватною і може використовуватися для подальшого дослідження, про що свідчить значення критерію детермінації (67,65%), критерію Фішера (3,66) та критерію Стюдента для кожного коефіцієнту.

9. Застосування процедури дихотомічного пошуку передбачає звуження навпіл діапазону граничних меж рівня іноземного капіталу на інвестиційному ринку на кожній ітерації, починаючи з діапазону [0; 50%], та розрахунок відповідного цим межам темпу зростання ВВП. Пошук припиняється, коли довжина оцінюваного діапазону досягає подвоєного значення прийнятої похибки (в даному випадку – 1,43%).

10. В результаті проведеного дослідження автором встановлено діапазон значень рівня іноземного капіталу на ринку, на протязі якого значення темпу зростання ВВП досягає максимуму (даним методом не передбачено розрахунок точних координат точки екстремуму). Мінімальна межа цього діапазону відповідає координатам [$RV= 11,78\%$; $\Delta GDP=21,52\%$], а максимальна – коорди-



натам [$RV= 14,65\%$; $\Delta GDP=14,70\%$]. Розроблений підхід створює інформаційну базу для прийняття ефективних стратегічних управлінських рішень стосовно коригування напрямків державної інвестиційної та фінансової політики, зокрема – в контексті меж допущення нерезидентів для здійснення операцій на інвестиційному ринку України.

Основні положення даного розділу роботи викладені автором в [134, 147, 150, 160, 162, 163, 164].



Державний вищий навчальний заклад
“УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ”

State Higher Educational Institution
“UKRAINIAN ACADEMY OF BANKING
OF THE NATIONAL BANK OF UKRAINE”

РОЗДІЛ 5

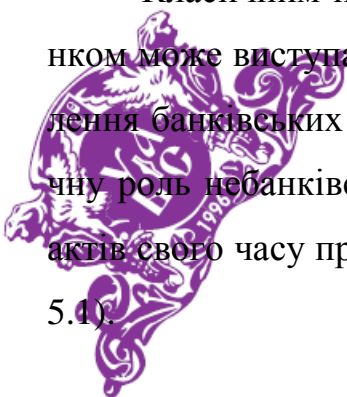
СТРАТЕГІЯ ДЕРЖАВНОГО РЕГУЛЮВАННЯ РОЗВИТКУ ІНВЕСТИЦІЙНОГО РИНКУ УКРАЇНИ

5.1 Обґрунтування основних напрямків формування стратегії національного та наднаціонального регулювання інвестиційного ринку України

Функції державних органів на інвестиційному ринку є різноплановими: від класичного фінансового регулятора до повноцінного учасника інвестиційних відносин у країні (робота державних банків, депозитаріїв, саморегульованих організацій та інших суб'єктів господарювання). Кожна з таких функцій є досить важливою, особливо – за умов виникнення кризових явищ в економіці, коли регулятор використовує інструменти згладжування наслідків циклічних коливань.

Існуючі національні моделі регулювання інвестиційного ринку в цілому можна звести до існування дилеми допуску комерційних банків до проведення торгових операцій із цінними паперами на фондових майданчиках країни, в якій відбувається унормування їхньої діяльності. Таким чином, регулятор обирає для банків між: їхньою універсальністю та спеціалізованою роботою, високим і низьким ступенями централізації (концентрації) активів, широким і вузьким набором використовуваних фінансових інструментів для торгівлі на ринку, жорсткими та м'якими критеріями проведення оцінки проектних ризиків тощо.

Класичним прикладом історичної еволюції нагляду за інвестиційним ринком може виступати досвід США. Незважаючи на існування чіткого відокремлення банківських операцій від торгової діяльності з цінними паперами та значну роль небанківських фінансових компаній, прийняття деяких законодавчих актів свого часу призводило до порушення «балансу» сформованої моделі (рис. 5.1).



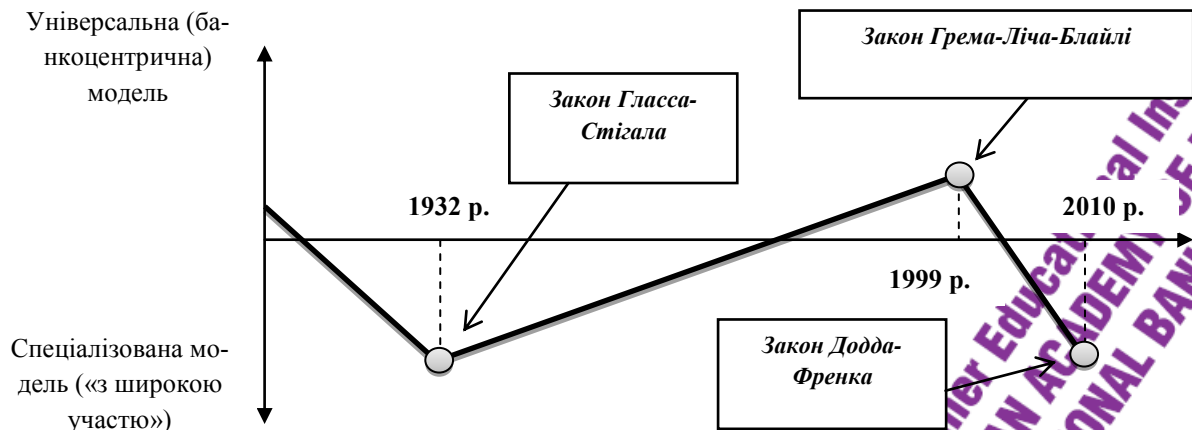


Рисунок 5.1 – Хронологія нормативного регулювання інвестиційного ринку США у контексті наближення до однієї з двох його моделей

Зважаючи на домінування банків у середовищі інвестиційної діяльності європейських країн, модель існування інвестиційного ринку даного регіону передбачає формування капіталу фондових бірж здебільшого за рахунок банківських ресурсів, і досить часто це великі системоутворюючі фінансові установи. Тому національні регулятори здійснюють наглядовий вплив за подібними професійними об'єднаннями не прямо, а опосередковано: за рахунок впливу на діяльність самих учасників фондових бірж.

У таких європейських країнах, як Італія та Франція, найбільші фондові біржі були створені державними органами і постійно перебувають під безпосереднім контролем. У деяких випадках нагляд за фондовими ринками здійснюється міністерством фінансів, а в адміністративно-територіальному розрізі регулювання фондових ринків зміщується з федерального до місцевого рівня. До останнього типу належать моделі Німеччини та Швейцарії. Однак при цьому необхідно підкреслити відсутність місцевих виконавчих органів, які відповідали б за системне виконання законодавчих нормативів щодо випуску і торгівлі фінансовими інструментами [316].

Фондовий ринок Сполученого Королівства побудований на засадах самоуправління, при якому державні цінні папери підпадають під обов'язкові для всіх видів цінних паперів процедури доступу до лістингу на саморегульованих

об'єднаннях (біржах). При цьому управляючий орган такої організації має право відмовити в доступі до офіційного котирування на власному майданчику, керуючись розробленими критеріями оцінювання їхньої якості без пояснення підстави відмови.

Вітчизняна модель нагляду за інвестиційним ринком, відповідно до проведеного раніше сегментування, може бути поділена на дві частини: сегмент фінансового інвестування та сегмент реального інвестування (рис. 5.2).

Вітчизняне законодавство у сфері саморегулювання допускає, що за кожним видом дозволеної професійної діяльності з фінансовими інструментами на інвестиційному ринку НКЦПФР має право делегувати саморегулювним організаціям (СРО) широкі наглядові повноваження в розрізі моніторингу даних про здійснення певного виду діяльності на фондовій біржі, щодо проведення аудиту учасника стосовно дотримання нормативних вимог і стандартів професійної етики, щодо подання заяви про ліцензування операцій учасника, а також щодо моніторингу відповідності спеціалістів учасників СРО застосовним до них професійним вимогам.

Згідно з торговими правилами провідної СРО України – ПФТС, фінансові інструменти, допущені до торгів на її майданчику, спочатку входять до біржового Списку позалістингових цінних паперів, а їх переведення у статус лістингових цінних паперів відбувається за таких релевантних умов:

1. Переведення цінних паперів до рівня лістингового списку лише за погодженням з емітентом (за його ініціативи);
2. Дотримання вимог до лістингових фінансових інструментів, установлених спеціальним Положенням НКЦПФР «Про функціонування фондових бірж» №1542 від 19.12.2006 р. (табл. Ж.1).

Починаючи з 2011 року вітчизняним регулятором були запроваджені більш жорсткі вимоги до набуття компаніями статусу «біржових», акції яких



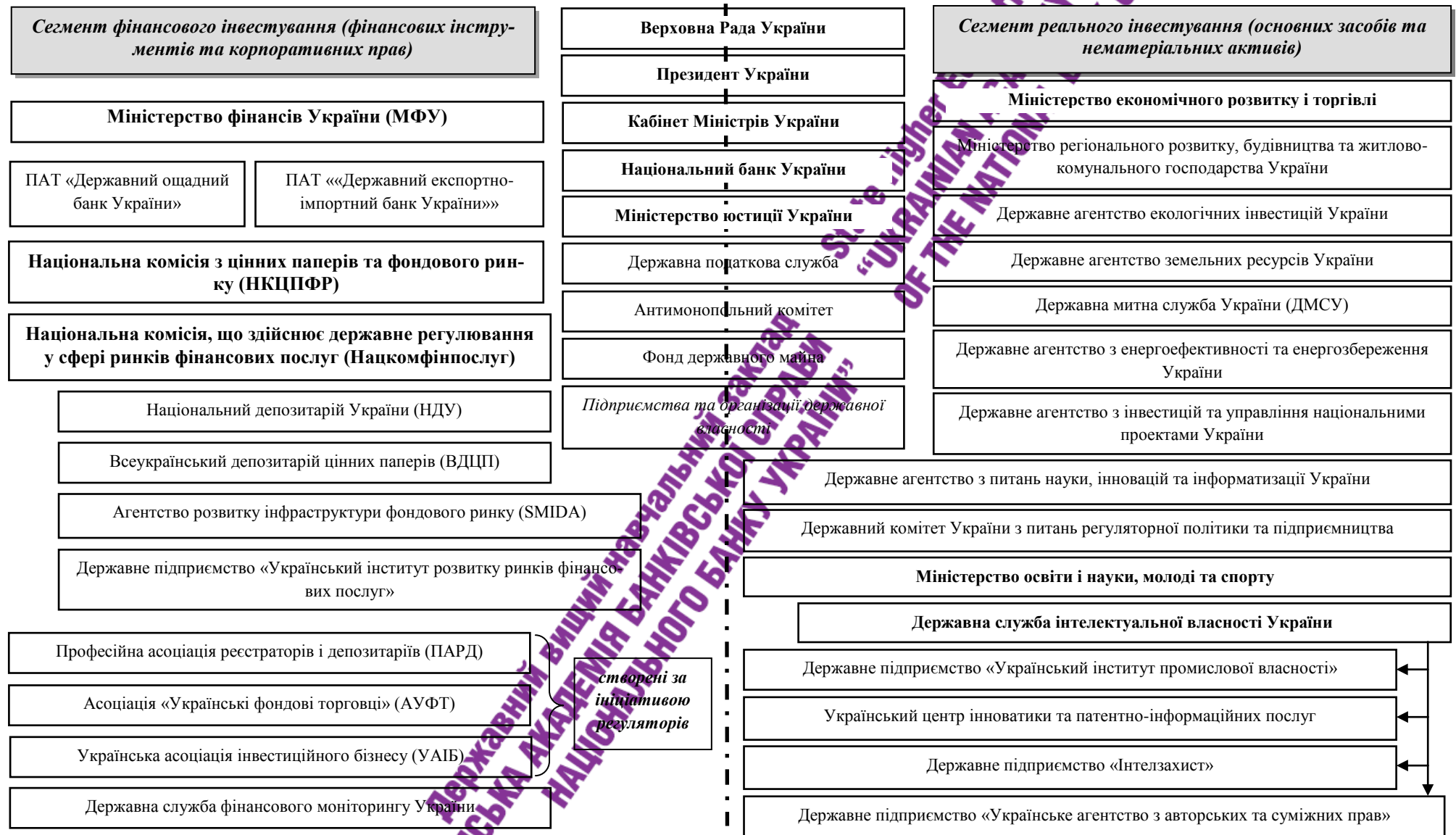


Рисунок 5.2 – Інфраструктура інвестиційного ринку України в контексті державного регулювання





**Державний вищий навчальний заклад
“УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ”**

**State Higher Educational Institute
“UKRAINIAN ACADEMY OF BANKING
OF THE NATIONAL BANK OF UKRAINE”**

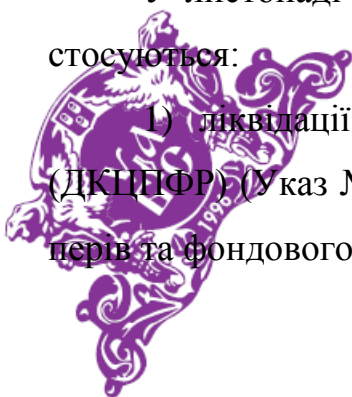
знаходяться у котирувальному списку того чи іншого організатора. Насамперед зміни стосуються запровадження умови беззбитковості підприємств упродовж певного періоду (за 1–2 останні фінансові роки) та річного доходу в емітента від реалізації товарів, робіт, послуг за останній фінансовий рік. Остання умова запроваджується для компаній, які вирішують розмістити свої акції у другий рівень лістингу фондової біржі.

Виходячи зі специфіки інфраструктурного значення СРО, потрібно підкреслити, що дані економічні суб'єкти є важливим інститутом англо-американської моделі регулювання інвестиційного ринку, орієнтованим на історично усталену корпоративну культуру та фінансову архітектуру, а тому за інших зовнішніх умов організації подібного типу можуть виявитися недієвими, що з очевидністю простежується в інвестиційному середовищі країн ближнього зарубіжжя, так само як і в Україні. Таким чином, СРО як господарська одиниця виявляється непотрібним, штучним утворенням і не здійснює тих повноважень, які на нього покладаються [24].

Деякі автори [267] висловлюють думку про те, що за умови, якщо національне законодавство передбачає обов'язкову участь фінансового посередника в СРО, то подібна участь перетворюється лише в надмірну перешкоду для отримання ліцензії на ведення професійної діяльності, а СРО – в інституційне утворення, яке не представляє інтереси своїх учасників, а виступає надлишковим інструментом контролю, регулятором другого рівня для професійних учасників. На сьогодні НКЦПФР було переглянуто концепцію роботи СРО на біржовому ринку: більше приділяється уваги не кількості існуючих СРО, а зростанню їх інфраструктурної ефективності.

У листопаді 2011 року Президентом України видано кілька Указів, які стосуються:

1) ліквідації Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку (ДКЦПФР) (Указ № 1061/2011) та створення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР) (Указ №1063/2011) [260];



2) ліквідації Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг України (Держфінпослуг) (Указ № 1069/2011) та створення Національної комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг (Нацкомфінпослуг) (Указ № 1070/2011) [261].

Серед інших ключових змін, законодавцем прийнято таке:

- змінено найменування відповідних регуляторних органів на «національні комісії, що здійснюють регулювання в певних сферах»;
- у нормативних актах, де визначення національної комісії формулюється як «орган виконавчої влади із спеціальним статусом», відбувається заміна такого формулювання на «державний колегіальний орган», а у назві слова «інших центральних органів виконавчої влади» замінено словами «інших державних органів» та інше (рис. 5.3)

	Кількісний склад	Перебування членів комісії на посаді	Повноваження голів комісій в розрізі формування стратегії розвитку ринку
НКЦПФР	Граничний рівень кількості працівників – на рівні 575 штатних одиниць; утворюється у складі голови та шести членів комісії	Голова комісії та члени комісії призначаються на посади та звільняються з посад Президентом України шляхом видання відповідного указу; термін повноважень голови та членів НКЦПФР становить шість років; одна й та сама особа не може бути головою або членом комісії більше двох термінів підряд; відповідна комісія набуває повноважень (стає правомочною) з моменту призначення більше половини її загального кількісного складу	Доповідає Президентові України про стан розвитку фондового ринку; подає на розгляд Президентові України та Кабінету Міністрів України проекти законів та актів Президента України, розробником яких є НКЦПФР; представляє інтереси НКЦПФР у Верховній Раді України, Кабінеті Міністрів України, має право брати участь у засіданнях Кабінету Міністрів України з правом дорадчого голосу
Нацкомфінпослуг	Граничний рівень кількості працівників – на рівні 293 штатних одиниць; утворюється у складі голови та шести членів комісії		Представляє Нацкомфінпослуг у відносинах з іншими органами, підприємствами, установами та організаціями в Україні та за її межами; представляє Нацкомфінпослуг у відносинах із державними органами іноземних держав з питань нагляду за діяльністю фінансових установ та міжнародними організаціями

Рисунок 5.3 – Нововведення в діяльності провідних регуляторів інвестиційного ринку (складено на основі [260, 261])

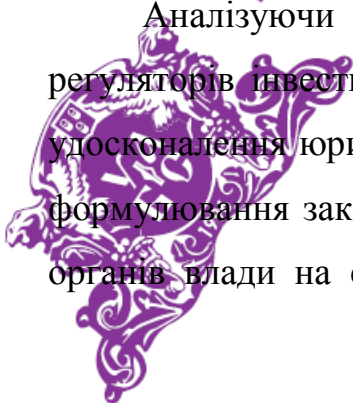
Колегіальність діяльності НКЦПФР полягає у зміні його підпорядкованості з Кабінету Міністрів України до Верховної Ради. У нормативному акті зазначається, що за умови набрання законної чинності повноважень новообраного Президента України не є підставою для звільнення члена новоствореного органу.

Разом з тим його кількісний склад має узгоджуватися з Міністерством фінансів України.

До ключових завдань НКЦПФР у сфері забезпечення реалізації стратегії розвитку інвестиційного ринку необхідно віднести [260]:

- формування та підтримку реалізації єдиної державної стратегії розвитку і модернізації інвестиційного ринку в Україні, стимулювання адаптації різних систем двох ринкових сегментів – цінних паперів та похідних (деривативів) – до провідних міжнародних стандартів;
- координацію діяльності різних державних органів у напрямі забезпечення функціонування в Україні інвестиційного ринку;
- здійснення державного нагляду й контролю за випуском та обігом фінансових інструментів на території України;
- захист прав інвесторів за рахунок проведення заходів щодо попередження і припинення порушень нормативних вимог на ринку фінансових інструментів та корпоративного законодавства, застосування санкцій за недотримання законодавства в розрізі власних повноважень;
- сприяння розвитку сегментів цінних паперів та похідних (деривативів) як важливих складових інвестиційного ринку;
- упровадження політики державного нагляду та прямого контролю у середовищі інститутів спільного інвестування;
- узагальнення та систематизацію практики використання законодавчих нормативів України у контексті проведення емісії (випуску) та забезпечення обігу фінансових інструментів на території країни, розроблення фахових пропозицій щодо його якісного перетворення та ін.

Аналізуючи поточні зміни засадничих принципів діяльності провідних регуляторів інвестиційного ринку, вітчизняні фахівці [173] констатують факт удосконалення юридичних положень, що спрямовуються на зростання чіткості формулювання законодавчих нормативів й уточнення рівня впливу державних органів влади на сучасний стан і майбутній розвиток інвестиційного ринку



України, скорочення переліку факторів виникнення десинхронізації і конфлікту різних інтересів під час формування стратегії розвитку небанківського сегмента вітчизняного інвестиційного ринку, а також зростання якісних вимог до рівня професійної компетентності топ-менеджменту державних фінансових регуляторів.

На нашу думку, розвиток регулятивної моделі інвестиційного ринку України останніми роками можна відстежити відповідно до набору законодавчих актів та адміністративних дій, які приймалися державними органами управління та відповідними регуляторами щодо суб'єктів інвестиційної діяльності, інструментів та підсистем. Отже, найбільш впливовими заходами, серед інших, були такі:

1. Розширення функцій та вдосконалення роботи Агентства з розвитку інфраструктури фондового ринку України (ДУ «АРІФРУ», або SMIDA).

Основні напрямки діяльності ДУ «АРІФРУ» на сьогодні передбачають (табл. Ж.2):

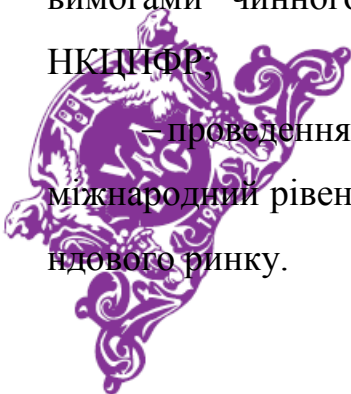
– організаційно-методичну, технологічну, технічну та ресурсну підтримку здійснення повноважень НКЦПФР у царині регулювання ринку цінних паперів та модернізації інфраструктури біржової діяльності в Україні;

– забезпечення безперебійної роботи Системи розкриття інформації на вітчизняному фондовому ринку;

– формування та постійне ведення Єдиної бази даних із вмістом інформації, яка підлягає обов'язковій публікації в офіційних виданнях НКЦПФР, Верховної Ради України, Кабінету Міністрів України;

– поширення релевантної інформації, яка підлягає оприлюдненню згідно з вимогами чинного законодавства та внутрішніх нормативних документів НКЦПФР;

– проведення семінарів, конференцій, виставок та конкурсів (ураховуючи міжнародний рівень), що ідентифікуються з функціонуванням вітчизняного фондового ринку.



2. Серед прогресивних заходів з боку вітчизняних регуляторів необхідно відмітити переведення процедури розміщення провідних цінних паперів у бездокументарну форму (рис. 5.4).

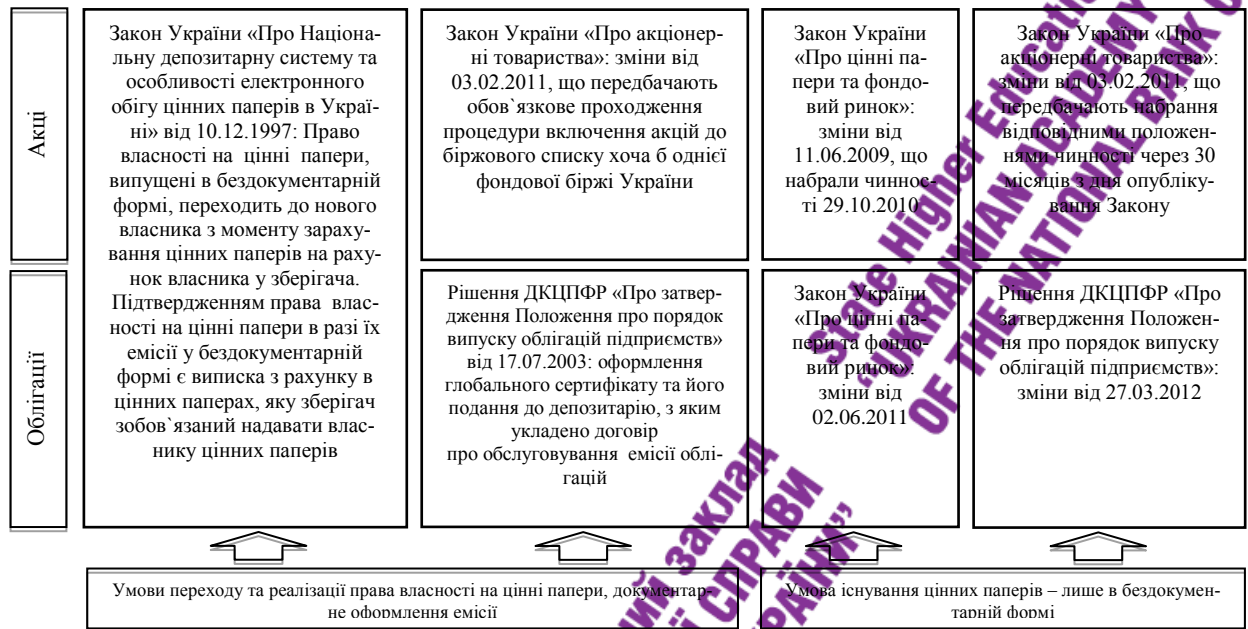


Рисунок 5.4 – Хронологія законодавчого переведення процедури розміщення цінних паперів у бездокументарну форму та її особливості

3. Відповідно до положень Рішення НКЦПФР № 372 від 06.03.2012 вітчизняні емітенти отримали можливість упродовж періоду обертання облігацій вносити за необхідності зміни до проспекту їх емісії щодо відтермінування періоду обігу та погашення у разі придбання ними повного обсягу відповідної серії (випуску) облігацій або отримання погодження на відтермінування такого періоду з боку всіх власників відповідної серії (випуску) облігацій. У Рішенні підкреслюється, що подібні корегування проспекту емісії облігацій також можуть бути здійснені у разі, якщо «емітент є власником частини облігацій відповідного випуску (серії) та якщо усі власники решти облігацій надали згоду на продовження строків їх обігу та погашення».

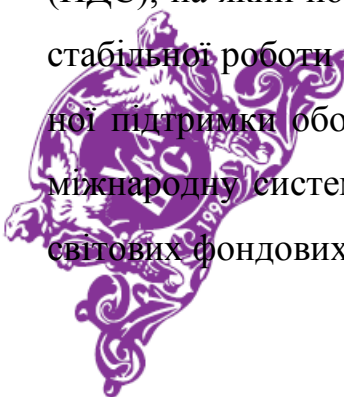
Тривалість періоду, який виступає обмеженням щодо продовження строків обертання та погашення корпоративних облігацій, згідно із законодавством

не може бути більшим за термін, регламентований проспектом їх емісії, а повторне відтермінування часових меж обертання та погашення корпоративних облігацій не допускається.

4. Відповідно до Рішення НКЦПФР № 373 від 06.03.2012 емітент має право самостійно коригувати обсяг процентного доходу за випущеними облігаціями, щодо яких підприємством було прийнято рішення про публічне (відкрите) розміщення, впродовж терміну самого розміщення, у межах, регламентованих рішенням про публічну (відкриту) пропозицію та проспектом емісії облігацій. На думку представників регулятора [224], ця норма дозволить компаніям проводити більш ефективно залучення ресурсів, що полягає в оперативному приведенні умов обігу зазначених цінних паперів до зміни ринкової кон'юнктури. Таким чином, за рахунок впровадження даної новації підприємства отримують набагато більше можливостей в отриманні зовнішнього фінансування.

При цьому усувається один із ключових недоліків облігаційної позики для емітента – ризик сплати завищеної вартості відсотків, які обумовлюються під час проведення емісії, у випадку зменшення ставок за фінансовими інструментами на інвестиційному ринку. Для інвесторів, утім, зміни означають невизначеність щодо стабільності доходу від вкладень.

5. Робота Національного депозитарію України (НДУ) розпочалася відповідно до положень Закону України [87] на основі підписання між НБУ та ДКЦПФР Договору про заснування НДУ з метою забезпечення функціонування єдиної національної системи депозитарного обліку. Той самий нормативний акт визначає НДУ як «центральный інститут Національної депозитарної системи» (НДС), на який покладено завдання забезпечення її становлення і модернізації, стабільної роботи уніфікованої системи депозитарного обліку й інфраструктурної підтримки обороту фінансових інструментів, поступової інтеграції НДС у міжнародну систему депозитарних організацій, які є базисом функціонування світових фондових бірж.



Окрім стандартних видів діяльності як депозитарій (див. розділ 1), НДУ зобов'язаний виконувати цілий перелік важливих функцій та завдань, регламентованих вітчизняним законодавством (рис. 5.5).

Регуляторні завдання Національного депозитарію України	
Виключна компетенція	Додаткові функції
<ul style="list-style-type: none"> – стандартизація та уніфікація депозитарного обліку і супутнього документообігу в контексті проведення системи операцій з фінансовими інструментами; – нумерація (кодифікація) цінних паперів, емітованих в Україні, з урахуванням міжнародних нормативних вимог; – встановлення довгострокових партнерських взаємин і налагодження співпраці з депозитарними організаціями інших країн, підписання двосторонніх та багатосторонніх договорів щодо безпосередньої участі або кореспондентських відносин для депозитарного обслуговування міжнародних біржових операцій з фінансовими інструментами учасників НДС 	<ul style="list-style-type: none"> – моніторинг виготовлення та отримання емітентами типових бланків сертифікатів іменних цінних паперів; – призначення індивідуальних ідентифікаційних кодів власникам цінних паперів – нерезидентам; – призначення кодів міждепозитарного обліку; – прийом реєстрів власників іменних цінних паперів випусків, що переведені у бездокументарну форму; – прийом первинних документів, на підставі яких здійснювалися зміни в системах реєстрів власників іменних цінних паперів тих випусків, що були переведені в бездокументарну форму; – приймання документів системи реєстрів власників іменних цінних паперів; – приймання зведеного облікового реєстру при переведенні випуску акцій з бездокументарної форми у документарну форму випуску іменних акцій; – у разі припинення здійснення зберігачем цінних паперів професійної діяльності на ринку цінних паперів, депозитарій здійснює зберігання документів та копій архівів баз даних зберігача, інформації щодо його депонентів, а також забезпечує зберігання цінних паперів депонентів зберігача на рахунку в цінних паперах

Рисунок 5.5 – Регуляторне навантаження на НДУ (складено на основі [73])

Проблема формування Центрального депозитарію цінних паперів уже довгий час належить до основних перешкод у розвитку інфраструктури вітчизняного інвестиційного ринку. Конфлікт інтересів між НДУ, який отримав монопольне право у налагодженні кореспондентських відносин із закордонними депозитаріями, та ВАТ депозитарієм «Міжрегіональний фондний союз» (МФС), який фактично надавав більше 95% усього обсягу депозитарних послуг для емітентів фінансових інструментів, був основним бар'єром у вирішенні даної проблеми. Оптимальним варіантом реалізації поставленого перед регуляторами завдання стало створення ВАТ «Всеукраїнський депозитарій цінних паперів» (ВДЦП) за участі Національного банку та його подальше злиття з МФС.

Результатом тривалої роботи спеціалістів стало формування діючої моделі об'єднання зазначених організацій та стратегії корпоративного управління у новому депозитарії, що покликані гармонізувати інтереси комерційних установ

та державних регуляторів. При цьому, на думку автора [115], максимально ефективною може бути лише та депозитарна установа, яка формується на базі капіталу професійних учасників ринку, враховуючи при цьому їхні інтереси та вигоди; істотною умовою процедури об'єднання має бути забезпечення балансу інтересів різних груп власників; створення нової, конкурентоспроможної на міжнародному рівні розрахунково-клірингової установи має стати значним стимулом подальшої модернізації депозитарної системи; він має сприяти зростанню питомої ваги організованого фондового ринку України та підвищенню ступеня його ліквідності.

ВАТ «ВДЦП» було засновано у 2008 році. До складу його власників увійшли 22 фінустанови, а саме: НБУ, 48 комерційних банків, які надають послуги зі зберігання, 26 компаній-зберігачів, які є небанківськими фінансовими посередниками, а також три організатори торгівлі.

Ключовим власником та засновником ВДЦП став Національний банк України, у розпорядженні якого на сьогодні знаходиться 22,86% акцій. Частки усіх інших акціонерів депозитарію не перевищують 5%. Серед них найбільшими є такі фінустанови: «Ощадбанк» – 4,33%, «ПриватБанк» – 4,33%, «Укресімбанк» – 4,11%, «Укрсоцбанк» – 3,81% (табл. 5.1).

6. НКЦПФР у галузі регулювання та контролю за діяльністю саморегульованих організацій (СРО) має право [257]:

- 1) делегувати власному представникові повноваження щодо присутності на засіданнях ради СРО. Така участь відбувається на правах дорадчого голосу;
- 2) надавати СРО розпорядження та накази, що є обов'язковими до виконання, та отримувати звіт про їх реалізацію на основі делегованих регулятором повноважень;
- 3) вносити пропозиції на загальних зборах учасників СРО щодо звільнення з посад представників топ-менеджменту СРО, якщо в їх роботі була виявлена особиста зацікавленість у процесі здійснення СРО поточної діяльності,

що спрямовано на захист учасників СРО, споживачів їх послуг, учасників інвестиційного ринку;

Таблиця 5.1 – Засновники та учасники ВАТ «ВДЦП»

Найменування юридичної особи засновника та/або учасника	Відсоток акцій (часток, паїв), які належать засновнику та/або учаснику (від загальної кількості)
Національний банк України	22,8609
ПАТ комерційний банк «ПриватБанк»	4,3305
ПАТ «Державний ощадний банк України»	4,3305
ПАТ «Державний експортно-імпортний банк України»	4,1150
ПАТ «Укрсоцбанк»	3,8080
ПАТ «Фондова Біржа ПФТС»	3,5382
ПАТ «УкрСиббанк»	2,6061
ПАТ «СЕББанк»	2,1750
ПАТ «Південний»	2,1750
ПАТ «Банк Форум»	2,1750
ПАТ «ІНГБанк Україна»	2,1750
ПАТ «Комерційний банк «Надра»	2,1750
ПрАТ «Українська міжбанківська валютна біржа»	2,1750
ПАТ «ОТПБанк»	2,1750
ПАТ «Банк «Фінанси та Кредит»	2,1750
ПАТ «Райффайзен Банк Аваль»	2,1750
АТ «Сведбанк» (публічне)	1,9595
ЗАТ «Фінансова компанія «Сантанна»	1,9595
ПАТ «Ерсте Банк»	1,9595
ПАТ «Дельта Банк»	1,9595
ПАТ «Кредитпромбанк»	1,6525
ПАТ «Родовід Банк»	0,2155

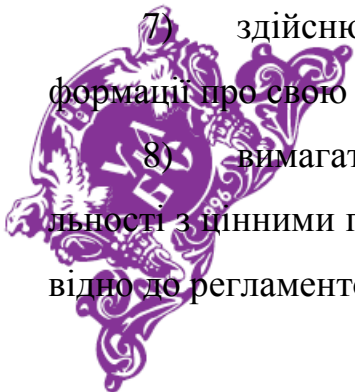
4) приймати рішення за скаргами від фінансових компаній, які працюють на фондовому сегменті інвестиційного ринку, стосовно відмови СРО внести їх до складу своїх учасників;

5) приймати рішення за скаргами членів СРО стосовно заходів впливу, задіяних з боку СРО;

6) проводити самостійно або разом з іншими державними органами аудит діяльності СРО;

7) здійснювати моніторинг достовірності і повноти розкриття СРО інформації про свою діяльність та її відповідності нормативним вимогам;

8) вимагати від СРО дотримання законодавчих положень у сфері діяльності з цінними паперами та надання визначеного переліку документів відповідно до регламентованих процедур;



- 9) приймати постанови щодо позбавлення СРО їх статусу;
- 10) визначати обов'язкові для виконання нормативи щодо операцій СРО в межах, регламентованих законодавством;
- 11) вимагати від СРО повного дотримання затверджених процедур оформлення документації та її відповідального зберігання упродовж періоду, який повинен бути не меншим за 5 років;
- 12) у випадку порушень з боку СРО нормативів регулятора, Статуту, положень або інших документів, які становлять нормативне підґрунтя її функціонування, надсилати письмові вимоги щодо ліквідації виявлених зловживань або недоліків, а також використовувати інші санкції в межах повноважень, регламентованих законодавством.

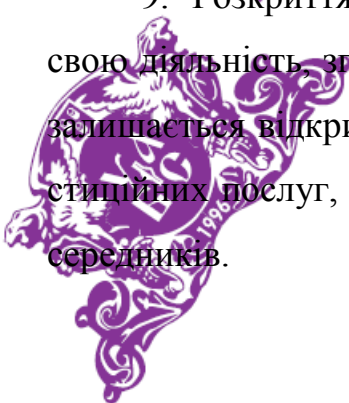
7. Визначення уніфікованих критеріїв допуску цінних паперів до офіційного котирування на фондових біржах України

8. НКЦПФР погодила проект Положення про допуск цінних паперів іноземних емітентів до обігу на території України.

Документ призначений для унормування відносин, пов'язаних із доступом на вітчизняний фондовий ринок цінних паперів таких іноземних емітентів, переважна частина активів яких знаходиться в Україні, причому наша держава є основною країною, де такі компанії ведуть свій бізнес.

Даний документ матиме позитивний вплив на фондовий ринок України. Так, він забезпечує вирішення проблеми доступу українських інвесторів до фінансових інструментів іноземних емітентів і є одним з елементів виконання завдання з насичення ринку фінансовими інструментами з високими інвестиційними характеристиками, а, отже, і збільшення його ліквідності.

9. Розкриття інформації вітчизняними професійними учасниками про свою діяльність, згідно із законодавством, є обов'язковим, однак до цього часу залишається відкритим питання щодо фінансової грамотності споживачів інвестиційних послуг, а також можливостей маніпулювання з боку фінансових посередників.



НКЦПФР (Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку) завершила роботу з підготовки документу щодо надання профучасниками інформації про суть фінансової послуги. Відповідне рішення «Про внесення змін до нормативно-правових актів щодо правил (умов) здійснення відповідних видів професійної діяльності на фондовому ринку стосовно надання професійним учасником фондового ринку інформації клієнту про фінансову послугу, яку він надає», було прийнято на плановому засіданні регулятора.

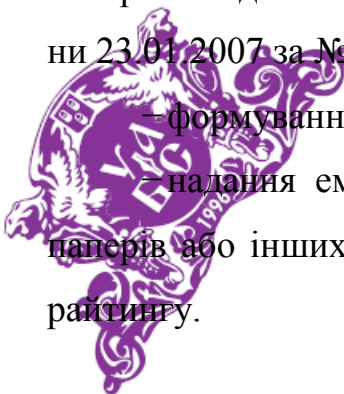
Фахівці вважають, що зміни, регламентовані названим документом, у першу чергу набагато підвищать прозорість механізму надання професійними учасниками інвестиційних сервісів. Передусім, регулятор передбачив обов'язкове укладання спеціального договору, згідно з яким особа, що надаватиме фінансову послугу, в обов'язковому порядку буде забезпечувати роз'яснення для клієнта суті здійснюваних операцій та даватиме правильне розуміння послуги. При цьому документом передбачено, що профучасник не нав'язуватиме клієнту її придбання. Основною метою, яку ставила перед собою Комісія, створюючи документ, було покращання захисту прав інвесторів як ключового завдання регулятора, і маю надію, що позитивний результат не змусить на себе довго чекати.

Крім того, прийняття документу сприятиме запобіганню порушень профучасниками на ринку цінних паперів, а також наданню повної та вичерпної інформації емітентам чи депонентам.

Зміни вносять до таких регуляторних актів:

1. Правил (умов) здійснення діяльності з торгівлі цінними паперами: брокерської діяльності, дилерської діяльності, андеррайтингу, управління цінними паперами від 12.12.2006 № 1449, зареєстрованих в Міністерстві юстиції України 23.01.2007 за № 52/13319. На даний момент обов'язками андеррайтера є такі:

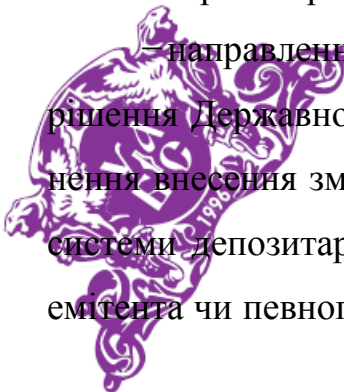
- формування звітів емітента про результати розміщення;
- надання емітента інформації стосовно здійснення розміщення цінних паперів або інших фінансових інструментів, що передбачено договором андеррайтингу.



2. Положення про порядок ведення реєстрів власників іменних цінних паперів [248].

Інформаційно-реєстраторські функції:

- формування звітів та довідкових матеріалів, що характеризують обіг цінних паперів;
- інформаційне та організаційне забезпечення проведення загальних зборів, у тому числі повідомлення акціонерів про проведення загальних зборів, реєстрація учасників загальних зборів, підрахунок голосів, а також надання інших послуг із забезпечення організації і проведення загальних зборів емітента;
- консультування з питань обігу цінних паперів та обліку прав власності на них;
- консультування з питань виготовлення сертифікатів цінних паперів та організації випусків цінних паперів;
- облік нарахованих та виплачених доходів за іменними цінними паперами;
- складання на підставі письмового запиту емітента переліку осіб, які мають право на участь у загальних зборах акціонерів, переліку осіб, які мають право на отримання доходів за цінними паперами;
- організація отримання бланків сертифікатів цінних паперів та кодів випусків цінних паперів;
- організація забезпечення нарахування виплати доходів зареєстрованим особам;
- розроблення, упровадження і обслуговування технологій та комп'ютерних програм з обліку прав власності на цінні папери;
- направлення повідомлення номінальним утримувачам про отримання рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку щодо припинення внесення змін до системи реєстру власників іменних цінних паперів або системи депозитарного обліку цінних паперів щодо цінних паперів певного емітента чи певного власника, що приймається на строк до усунення порушень,



що стали підставою для його прийняття, щодо ліквідації строкового ІСІ разом із засвідченою відповідно до законодавства копією такого рішення упродовж 1 робочого дня з дня його отримання;

– направлення повідомлення номінальним утримувачам про отримання розпорядження уповноваженої особи Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку про припинення обігу цінних паперів, про відновлення обігу цінних паперів або про скасування реєстрації випуску цінних паперів (у зв'язку з припиненням акціонерного товариства чи пайового інвестиційного фонду, виконанням рішення суду тощо) разом із засвідченою відповідно до законодавства копією такого розпорядження упродовж 1 робочого дня з дня його отримання;

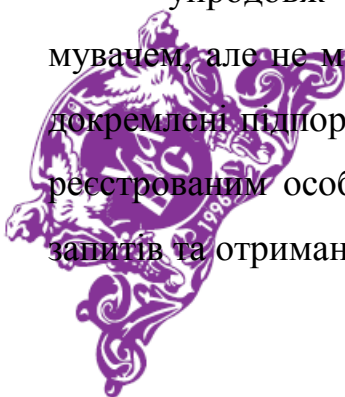
– направлення повідомлення номінальним утримувачам про передачу системи реєстру іншому реєстроутримувачу із зазначенням його реквізитів (найменування, поштова адреса та телефон) упродовж 1 робочого дня з дня підписання акта приймання-передавання;

– реєстроутримувач може здійснювати розсилання акціонерам закритих акціонерних товариств інформації щодо пропозицій про придбання належних їм цінних паперів із визначенням строків та ціни придбання, якщо це передбачено умовами договору на ведення реєстру між емітентом та реєстратором;

– інформування особи, яка подає документи на внесення змін до системи реєстру (у разі наявності) про наявність рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку про припинення клірингу та укладання договорів купівлі-продажу цінних паперів.

До обов'язків реєстроутримувача належать:

– упродовж часу, встановленого правилами ведення реєстру реєстроутримувачем, але не менше чотирьох годин кожного робочого дня (включаючи відокремлені підпорядковані підрозділи реєстратора) забезпечити емітента та зареєстрованим особам можливість надання реєстроутримувачу розпоряджень і запитів та отримання інформації з реєстру;



– надавати зацікавленим особам таку інформацію щодо своєї діяльності: місцезнаходження, номери телефону, факсу; місцезнаходження, номери телефону, факсу відокремлених підрозділів, які здійснюють ведення реєстрів, та їх повноваження; інформацію про режим роботи реєстроутримувача (включаючи відокремлені підрозділи реєстратора); форми вхідних документів для проведення операцій у системі реєстру; перелік та вартість послуг, які надаються; прізвище, ім'я, по батькові керівника реєстроутримувача та керівників його відокремлених підрозділів;

– інформувати зареєстрованих осіб про зміни, що стосуються найменування, місцезнаходження реєстроутримувача або його відокремлених підрозділів;

– направляти повідомлення власникам іменних цінних паперів та номінальним утримувачам про скликання позачергових зборів акціонерного товариства та проведення реєстрації учасників зборів, у тому числі на вимогу акціонерів, що володіють у сукупності більш як 10 відсотками голосів.

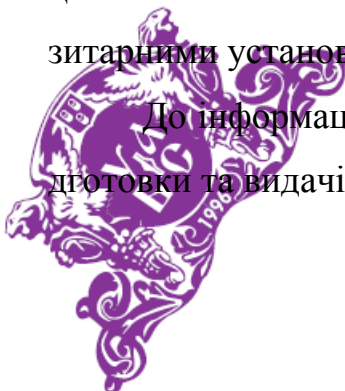
3. Положення про функціонування фондових бірж [249].

Розкриття інформації про діяльність фондової біржі має подвійне призначення: по-перше, забезпечує професійних учасників базою для проведення торгових і розрахунково-клірингових операцій, по-друге, виступає підґрунтям здійснення регуляторних функцій ДКЦПФР (рис. 5.6).

4. Положення про депозитарну діяльність [268].

Інформаційні операції – депозитарні операції, наслідком яких є видача виписок і довідок з рахунку у цінних паперах та іншої інформації щодо операцій депонентів або клієнтів із рахунками у цінних паперах відповідно до вимог цього Положення та умов договорів, укладених депонентами, клієнтами з депозитарними установами.

До інформаційних операцій депозитарних установ належать операції з підготовки та видачі:



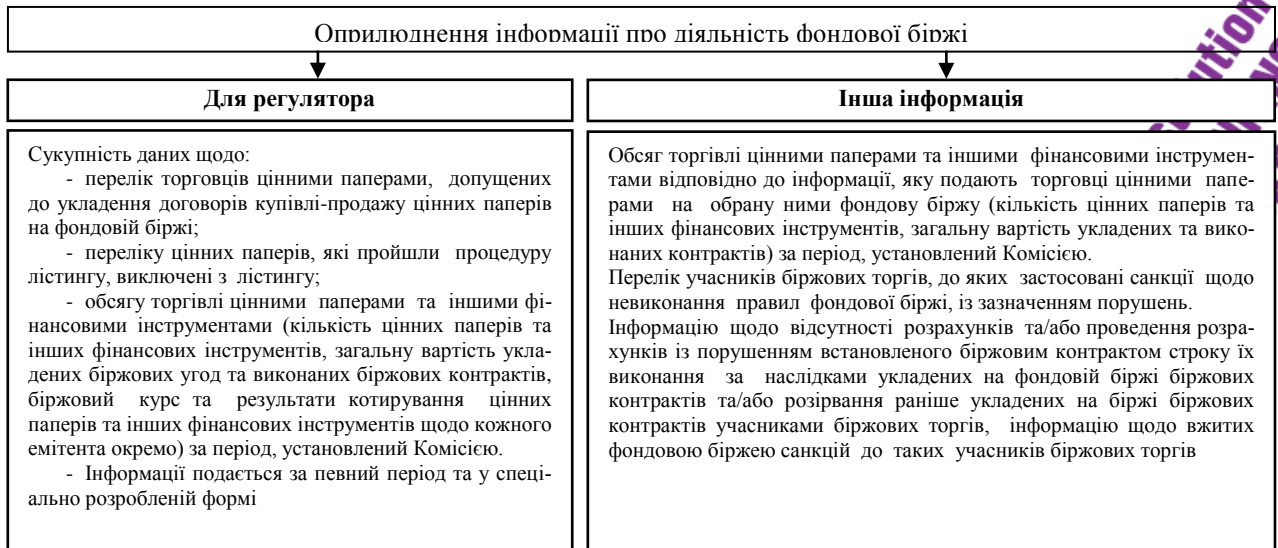


Рисунок 5.6 – Особливості розкриття інформації про діяльність фондової біржі
(складено на основі [249])

- виписок або довідок із рахунку у цінних паперах;
- інформаційних довідок;
- інформації щодо операцій емітента (включаючи надання інформації про проведення емітентом загальних зборів, використання права голосу тощо);
- інформації про проведення позачергових загальних зборів акціонерного товариства на вимогу акціонерів (акціонера), які на день подання вимоги про проведення позачергових загальних зборів сукупно є власниками 10 і більше відсотків простих акцій акціонерного товариства (надсилання акціонерам повідомлення про проведення загальних зборів);
- надання акціонеру інформації про внесення його до переліку акціонерів, які мають право брати участь у загальних зборах;
- довідково-аналітичних матеріалів, що характеризують ринок цінних паперів.

Депозитарії, крім вищеперелічених операцій, можуть здійснювати передавання зберігачам отриманої депозитарієм від фондової біржі інформації про унесення, вилучення та перебування цінних паперів у біржовому списку (цінні папери, які пройшли процедуру лістингу на біржі) у разі отримання такої інформації від біржі.

Видання виписки з рахунку у цінних паперах, яка є підтвердженням прав власності на цінні папери, що обліковуються на рахунку у цінних паперах, є виключно операцією зберігачів.

Найбільш показовим прикладом розвитку системи наднаціонального регулювання інвестиційного ринку є досвід країн ЄС. За аналогією до розбиття сфери нагляду в межах національних економік, функціонування різних секторів інвестиційного ринку ЄС регламентується окремими нормативними актами, а точніше – цілими їх підсистемами (рис. 5.7).



Рисунок 5.7 – Система наднаціонального регулювання інвестиційного ринку в країнах ЄС

Система наднаціонального регулювання інвестиційного ринку в ЄС забезпечується відповідною інфраструктурою та методологією. Зокрема, згідно з

Рекомендацією Комісії 98/257/ЄС міждержавним органом, який відповідає за механізм позасудового врегулювання конфліктів між фінустановами та їх клієнтами, є спеціальна Мережа опрацювання скарг відносно фінансових послуг.

Основне завдання Директиви 2004/39/ЄС (рис. Ж.1) полягає у створенні умов для ефективного функціонування системи захисту прав інвесторів, кожен тип яких повинен бути забезпечений відповідною нормативною підтримкою. Цей документ поряд з іншими актами керується принципом мінімальної гармонізації інвестиційного законодавства країн-членів з базовим набором обов'язкових до виконання національними регуляторами положень (нормативів).

Директива встановлює режим системного нагляду та контролю за належним виконанням усіх видів контрактів (угод) стосовно фінансових інструментів інвестиційного ринку з метою підтримки ефективної роботи останнього. Технічно даний комплекс забезпечується єдиною базою для виконання контрактних замовлень, що мають право на існування в межах європейського фінансового простору.

Система наднаціонального регулювання інвестиційного ринку європейської спільноти була б недосконалою за умови існування розбіжності у критеріях допуску фінансових посередників до ринку. Так, із прийняттям Директиви з питань координації банків 1989 року (89/646/ЄЕС) було створено підґрунтя для гармонізації інвестиційного права країн-учасників. Банківське законодавство європейського континенту до цього часу вже було гармонізованим, оскільки вісім із дванадцяти членів Базельського Комітету були представлені державами-членами ЄС. Поряд із цим зазначена директива надала можливість фінансовим посередникам на основі «єдиного паспорту» (див. рис. 5.2) провадити діяльність в межах усього ЄС, дотримуючись вимог та допущень компетентних органів національного регулятора країни реєстрації. Такий підхід створив нерівні конкурентні умови роботи для універсальних банків Німеччини порівняно зі спеціалізованими небанківськими інвестиційними установами Сполученого Королівства в середовищі проведення операцій з фінансовими інструментами.

Інвестиційні компанії, на відміну від кредитних установ і через законодавчий допуск, не мали необхідності формувати резервний капітал. Таким чином, виникла потреба у згладжуванні вимог щодо мінімального обсягу капіталу для обох типів суб'єктів господарювання і тим самим – у комбінуванні двох регулятивних моделей: континентальної моделі універсальних банків та англосаксонської моделі розмежування банківської діяльності та операцій з цінними паперами.

Директива 93/6/ЄЕС змінила ситуацію, дозволяючи кредитним установам (банкам) Європи відступати від класичних принципів формування фінансової звітності (ведення так званої «торгової книги»). Таким чином, впроваджувалося регулювання інвестиційного ринку за функціями, а не за типами фінансових установ. Це призвело до відокремлення банківських операцій за їх приналежністю до торгового портфеля (на відміну від традиційного «банківського» портфеля). Відповідно до цього банки отримали можливість чітко ідентифікувати кредитний та ринковий ризику, а також ризик дефолту контрагента.

Слід підкреслити, що нормативні положення Директиви 93/6/ЄЕС щодо забезпечення достатності капіталу ринкових суб'єктів на сьогодні не відповідають вимогам Базеля II. Зокрема, згідно з першою частиною статті 3 документа інвестиційні компанії мають формувати стартовий капітал у розмірі 125 тис. ЕКЮ за умови ведення діяльності з надання таких послуг:

- отримання і передача замовлень інвесторів щодо фінансових інструментів;
- виконання замовлень інвесторів щодо індивідуальних фінансових інструментів;
- управління відокремленими портфелями інвестицій в сукупності фінансових інструментів за тієї умови, що компанії не проводять операції з будь-якими фінансовими інструментами за власний кошт або підписують їх емісію, ґрунтуючись на твердих зобов'язаннях.

Для інших інвестиційних компаній (за винятком деяких виключень, пов'язаних з основною діяльністю таких суб'єктів) мінімальний розмір статут-

ного капіталу знаходиться на рівні 730 тис. ЕКЮ. Ці та інші положення лягли в основу формування переліку пруденційних вимог цілої низки законодавчих актів Європейського Парламенту та Комісії, і в першу чергу – Директиви 2004/39/ЄС.

В останньому документі законодавці наголошують на тому, що у контексті майбутньої зміни нормативів достатності капіталу для фінансових компаній відповідно до вимог Базеля II, національні уряди держав-учасників усвідомлюють необхідність перегляду роботи інвестиційних та інших компаній, які виконують доручення клієнтів, на відповідність ключовим положенням, які повинні розглядатися такими суб'єктами як діюче керівництво, і тим самим бути пов'язаними з додатковими нормативними вимогами до власного капіталу.

Згідно з Базелем II, до ключових елементів достовірної оцінки банківського капіталу належать такі [330]:

- політики та процедури, розроблені з метою підтримання впевненості регулятора у тому, що банк постійно ідентифікує, оцінює і розкриває інформацію про всі впливові ризики у своїй діяльності;
- процес, який передбачає зіставлення складових банківського капіталу з рівнем відповідного ризику;
- процедура, яка запроваджує цілі достатності власного капіталу банку стосовно ризику, зважаючи на стратегічну спрямованість роботи фінустанови та розроблені бізнес-проекти;
- система внутрішнього нагляду, оглядів та моніторингу для забезпечення єдності всіх складових процесу управління.

Усі впливові ризики, з якими стикається фінустанова, повинні враховуватися у процесі оцінки рівня достатності її капіталу. Хоча Базельський комітет визнає, що деякі види ризиків не піддаються точному виміру, механізм аналізу для визначення тієї чи іншої загрози має бути чітко регламентованим. У загальному вигляді аналізується перелік із чотирьох основних ризиків, які жодним чином не відображають повного набору всіх загроз стабільної діяльності фінансової установи (рис. Ж.2).

Необхідно, однак, звернути увагу на досить незначну увагу регуляторів до ризику ліквідності банків, лише описово відображеному в тексті Базеля II. Остання версія міжнародних стандартів нагляду за банківським сектором [331] передбачає радикальне посилення механізму оцінки та моніторингу ризику ліквідності, впроваджуючи у регуляторну практику декілька важливих контрольних критеріїв: коефіцієнт ліквідного покриття, показник чистого стабільного фінансування та коефіцієнт левериджу.

Завданням останнього показника є досягнення у першу чергу цілей стабілізації фінансової системи наднаціонального рівня, а саме [331]:

– стримування поступового нарощування боргового навантаження у банківському сегменті, що сприятиме активізації процесів «делевериджу» (зниження частки позикових коштів у власних активах європейських кредитних установ), а це може порушити стабільність роботи як фінансової системи, так і реального сектору економіки;

– введення більш жорстких вимог щодо управління ризиком, ґрунтуючись на простих, без допуску «зворотного ходу» інструментах оцінки.

З огляду на комплексний характер об'єкта регулювання, що охоплює система Базеля, виокремити в ній сферу інвестиційного ринку досить складно. Одним із класичних критеріїв віднесення того чи іншого нормативу до зазначеного регулятивного поля є довгостроковість кредитних відносин банку та клієнта.

Так, спеціальний коефіцієнт, який згідно з другим Базелем береться під час розрахунку банківських резервів під кредитні ризики, враховує, в тому числі, тривалість періоду кредитування до того чи іншого типу контрагента. Так, довгострокові вимоги до банківського сектору (із залишковим строком погашення більше одного року) країн ОЕСР отримують коефіцієнт ризику на рівні 20%, а ті самі вимоги до банків поза ОЕСР – на рівні 100%. Інструментам капіталу, емітованим іншими депозитними установами (за відсутності будь-яких відрахувань від вартості регулятивного капіталу банку), об'єктам нерухомості та іншим видам інвестицій (враховуючи неконсолідовану інвестиційну участь в інших суб'єктах господарювання), основним засобам, інструментам виробниц-

тва та іншим подібним активам також присвоюється стовідсотковий коефіцієнт ризику.

Кредитний еквівалент, що враховується під час визначення кредитного ризику за позабалансовими банківськими інструментами, може розраховуватися за допомогою двох альтернативних методів: визначення поточної вартості та визначення початкової вартості. Згідно з першим підходом, кредитний еквівалент деривативів (похідних інструментів) визначається додаванням поточних і потенційних витрат. Реально існуючі витрати обчислюються методом переоцінки укладених договорів із врахуванням сукупності поточних ринкових цін. За один з елементів поточних витрат береться домінанта, що відображає ймовірність формування «потенційних витрат» упродовж залишкового періоду юридичної дії договору. Така додаткова домінанта, розрахована у відсотках поточних витрат, безпосередньо залежить від типу похідного контракту, знаходиться у прямій пропорції до його залишкового терміну та становить за нормативами від 0% до 15% (табл. 5.11).

Іншою важливою складовою (провідним документом) системи Базеля II в контексті розкриття сутності європейської системи нагляду за інвестиційним ринком є Поправки до угоди про капітал стосовно врахування ринкових ризиків («Amendment to the capital accord to incorporate market risks»), включені до повного варіанта Міжнародної конвергенції з прийняттям до уваги «Basel II Framework» від 2004 року, регулятивних положень 1988 року, які не були переглянуті під час розроблення другого Базеля, та спеціалізованого нормативного акта від 2005 року – Застосування Базеля II до ведення торговельної діяльності та підхід до ефекту подвійного дефолту («The Application of Basel II to Trading Activities and the Treatment of Double Default Effects»).



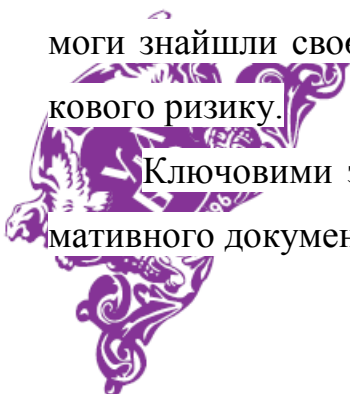
Таблиця 5.2 – Додаткова домінанта для визначення обсягу потенційних витрат, що опосередковують застосування деривативів, % [330]

Залишок строку дії похідного контракту, пов'язаного з:	До 1 року	Від 1 до 5 років	Більше 5 років
Відсотковою ставкою	0,0	0,5	1,5
Валютним курсом та золотом	1,0	5,0	7,5
Акціями	6,0	8,0	10,0
Цінними металами, окрім золота	7,0	7,0	8,0
Іншими (стандартними) товарами	10,0	12,0	15,0

Зазначений документ, найбільш поширена робоча назва якого звучить як Поправки щодо ринкового ризику («Market Risk Amendment»), є головною частиною сукупного пакета документів, розробленого Базельським комітетом у напрямку внесення істотних змін до «Capital Accord» 1988 року з метою врахування ринкових ризиків і встановлення відповідних вимог до капіталу. Він деталізує два альтернативних підходи до оцінки ринкового ризику в банку: стандартизований метод та підхід внутрішніх моделей (internal models approach), підкріплений низкою прикладів. Інші документи в трьох частинах пакета містять огляд Поправки щодо ринкового ризику і технічні матеріали за попередньо випробуваними моделями.

Положення документа розроблялися фахівцями зі спільної робочої групи Міжнародної організації комісій з цінних паперів (IOSCO) та Базельського комітету. Він чітко регламентує вимоги до капіталу банків, що включається до визначених видів торговельної діяльності на фондовому ринку, в тому числі до лімітів кредитного ризику контрагента, а також з метою уникнення фінустановами ефекту подвійного дефолту, або ризику того, що і позичальник, і поручитель виявляться неспроможними виконати одне і те саме зобов'язання. Ці вимоги знайшли своє відображення у відповідних розділах Поправки щодо ринкового ризику.

Ключовими завданнями, на вирішення яких спрямовані положення нормативного документу, є такі:



- 1) регламентація порядку роботи з кредитним ризиком контрагента за позабіржовими деривативами, цінними паперами типу «репо» та операціями з фінансування придбання цінних паперів; впровадження підходів до управління нетингом за зустрічними угодами;
- 2) уникнення (попередження) ефекту подвійного дефолту для покритих операцій;
- 3) короткострокове врегулювання терміну погашення (виконання контракту), на базі моделі внутрішніх рейтингів;
- 4) вдосконалення існуючого режиму торгової книги банку, особливо в контексті попередження конкретних ризиків;
- 5) побудова конструкції спеціалізованого управління банківським капіталом, пов'язаним з невдалими угодами, які не опосередковуються системою «поставка проти платежу» (non-DvP).

Третя Базельська угода [331] переглядає критерії побудови структури капіталу банківських установ Європи. Зокрема, скасовується вимога щодо формування капіталу третього рівня, який служив базою для страхування від ринкового ризику, а це означає, що якість такої цільової частини капіталу фінустанов зросте і наблизиться до якості капіталу, що направляється на гарантування за кредитними та операційними ризиками.

Серед інших нововведень необхідно виокремити обов'язок формування двох видів буферів для забезпечення достатності банківського капіталу: буфер збереження капіталу (capital conservation buffer) та контрциклічний буфер капіталу (countercyclical buffer). Світова фінансова криза продемонструвала, що надмірне зростання приватного кредитного сектору в кінцевому підсумку може призвести до значних втрат у кредиторів. З метою моніторингу даного процесу ключовим орієнтиром, на основі якого визначається обсяг відрахувань до обох зазначених буферів, Базельським комітетом було обрано індекс відношення обсягу наданих кредитів до ВВП країни.

Перший вид «антикризового резерву» (2,5% від зважених за ризиком активів) служить для підтримки рівня акціонерного капіталу вище нормативної

межі (4,5%) навіть за умови настання значних фінансових потрясінь. Таким чином, сукупний ефективний обсяг акціонерного капіталу банку перебуває на рівні 7% та перевищує норматив попередньої версії Базеля більш ніж утричі (проти 2,0%).

У загальному вигляді механізм захисту банку за допомогою зазначеного інструменту має такий вигляд: у періоди фінансової стабільності банки мають виокремлювати капітальні буфери понад нормативно визначений мінімум. Коли обсяг буферів зменшується до критичного рівня, банки в будь-якому випадку мають знаходити шляхи їх відновлення за рахунок вирахувань з дискреційних розподілених доходів. Сукупність усіх заходів, серед іншого, включає скорочення рівня дивідендних виплат, обсягу придбання власних корпоративних прав і виплат бонусів працівникам компанії. Банки можуть також обрати шлях вливання нового капіталу з приватного сектору як альтернатива збереженню внутрішніх фінансових накопичень. Пошук балансу між поданими варіантами має бути предметом обговорення представників менеджменту як частина процесу планування капіталу [331].

Антициклічний буфер спрямований на підтримання впевненості регулятора у тому, що вимоги до власного капіталу банківського сектору повністю враховують умови макрофінансового середовища, в якому працюють банки. Така підтримка має забезпечуватися роботою відповідних національних юрисдикцій: за умови, коли надмірне сукупне зростання кредитування, як правило, ідентифікується з ймовірністю нарощування загальносистемних ризиків, для забезпечення фінансової стійкості банківської системи має створюватися буфер капіталу, який здатен захистити її проти майбутніх, потенційних втрат. Подібна орієнтація на надмірне валове зростання кредитних потоків свідчить про те, що національні наглядові органи, швидше за все, потребують розгортання буферів лише на нерегулярній основі. Буфер для міжнародно-активних банків буде розраховуватися як середньозважений обсяг усіх резервів, сформованих у тих країнах, за якими вони акумулюють кредитні ризики. Це означає, що вони, ймовір-

но, залежать від невеликих буферів у більшій мірі, оскільки кредитні цикли не завжди тісно пов'язані в різних країнах.

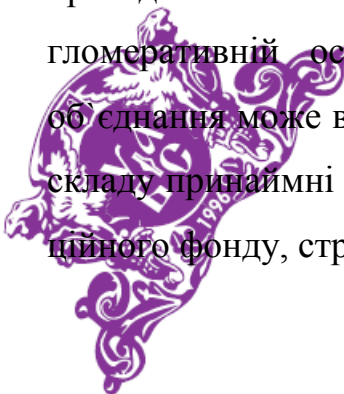
Режим формування антициклічного буфера капіталу складається з таких елементів:

1. Національні регуляторні органи є відповідальними за контроль над зростанням кредитування та іншими показниками, які можуть сигналізувати про формування загальносистемних ризиків, і проводити аналіз того, наскільки зростання кредитування є надмірним і призводить до створення загальносистемних ризиків. На підставі даного аналізу мають вводитися в дію вимоги щодо акумуляції антициклічного буфера, якщо цього вимагатимуть обставини. У подальшому дана вимога скасовується, як тільки системний ризик зменшується або взагалі зникає.

2. Міжнародні банки проводять моніторинг регіонального виникнення ризиків за операціями з кредитування приватного сектору економіки і визначають конкретні обсяги антициклічного буфера капіталу як середньозважений обсяг з усіх вимог, що застосовуються в тих юрисдикціях, де виникають відповідні кредитні ризики.

3. Вимоги до антициклічного буфера, для яких банк є предметом регулювання, автоматично розширює обсяг буфера збереження капіталу. Банки будуть підпадати під обмеження на ведення бізнесу, якщо вони не відповідатимуть нормативним вимогам.

Особливої уваги в контексті державного регулювання інвестиційного ринку потребує, на наш погляд, питання інтеграційних процесів на інвестиційному ринку. Інтеграція в межах інвестиційного ринку, як свідчить світовий досвід проведення M&A фінансових інститутів, може відбуватися на «чистій» та конгломеративній основі. З точки зору теоретичної концептуалізації [321], об'єднання може вважатися конгломератом лише у випадку входження до його складу принаймні двох із таких типів фінансових посередників: банку, інвестиційного фонду, страхової компанії, лізингової компанії.



Ключовою передумовою активізації формування інвестиційно-фінансових конгломератів на глобальному рівні (з огляду на провідну роль фінансових установ Уолл-Стріт у світі) законодавчі зміни, зокрема прийняття США Закону Грема-Ліча-Блайлі замість Закону Гласса-Стігала. Цей законодавчий акт був спрямований на розширення доступу банків до інвестиційних ресурсів (беручи до уваги ринково орієнтовану модель фінансового ринку). До того ж, впровадження положень Базеля II підвищило привабливість ведення банківського бізнесу фінансовими інститутами в умовах банкоцентричної моделі. Отже, основні переваги від впровадження зазначених нормативних змін та поправок є сприятливими для використання фінансовими конгломератами та міжнародними банками.

Згідно з вітчизняним законодавством [258] обмеження інвестицій або встановлення контролю над ними, серед іншого, належить до антиконкурентних узгоджених дій, тобто сукупності спільних дій, які можуть призвести до недопущення, усунення чи обмеження конкуренції.

У квітні 2010 року Антимонопольний комітет України (АМКУ) надав дозвіл на придбання ЗАТ «Фондова біржа ММВБ» 50,0% + однієї акції ПрАТ «Фондова Біржа ПФТС». На той момент інша російська структура – біржа РТС, - вже володіла 49,0% акцій ПАТ «Українська біржа».

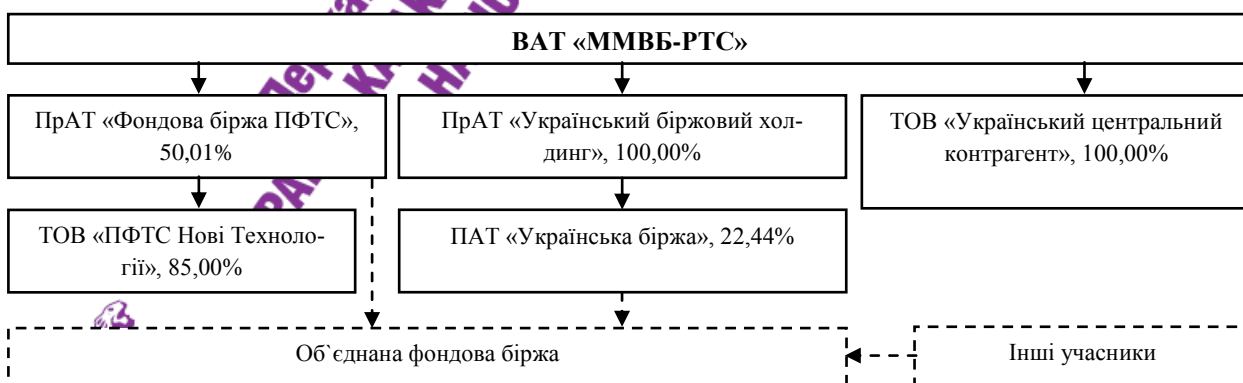
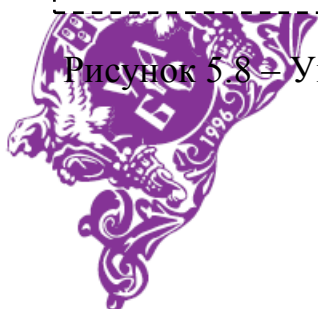


Рисунок 5.8 – Українські активи ВАТ «ММВБ-РТС» та шляхи можливої інтеграції на фондовому ринку



Як результат – входження РТС до складу групи ММВБ (за офіційною угодою про злиття від 29 червня 2011 року) також потребувало прийняття відповідного рішення АМКУ.

Об'єднання ММВБ та РТС, які отримали доступ значними активами українських саморегулювальних організацій, прямо впливає на вітчизняний фондовий ринок та створює підґрунтя для поглиблення інтеграційних процесів (можливе злиття ПФТС та УФБ та ін.).

Об'єднання провідних російських бірж та придбання ними зарубіжних активів призвело до створення у східноєвропейському регіоні ще одного фондового гіганта та формування локального фінансового центру з відчутним впливом державних органів на його функціонування: держава Російська Федерація опосередковано (через «Центральний банк Российской Федерации», «Внешэкономбанк», «Сбербанк России» та інші структури) володіє близько 60% ММВБ, яка, у свою чергу, отримала у розпорядження більше половини акцій біржі РТС (53,7% станом на момент придбання у лютому 2011 року).

Участь вітчизняних банків у ринкових об'єднаннях підпадає під умови нагляду за банківськими групами на консолідованій та субконсолідованій основі, що проводиться відповідальними структурами НБУ «з метою забезпечення стабільності банківської системи та обмеження ризиків, на які наражається банк внаслідок участі в банківській групі, шляхом регулювання, моніторингу та контролю ризиків банківської групи у визначеному НБУ порядку». Перелік вимог до банківської групи та або підгрупи стосується [77]:

- 1) формування діючої системи корпоративного управління;
- 2) існування ефективної системи ризик-менеджменту;
- 3) впровадження ефективної системи внутрішнього контролю;
- 4) розроблення облікових процедур, інформаційних систем, необхідних для забезпечення виконання вимог на консолідованій основі;
- 5) складання та порядку подання консолідованої та субконсолідованої звітності;
- 6) достатності банківського регулятивного капіталу;

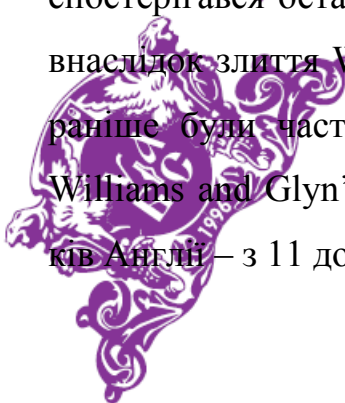


- 7) економічних нормативів;
- 8) лімітів та обмежень стосовно певних видів діяльності, у тому числі щодо діяльності на території інших держав;
- 9) порядку подання необхідної звітності та інформації.

Для розвитку США упродовж другої половини ХХ століття характерним було активізація процесів злиття банків. Побоюючись того, що розвиток цієї тенденції негативно позначиться на конкуренції в банківській справі і призведе до надмірної концентрації фінансової потужності, у 1960 р. Конгресом США було прийнято Закон щодо злиття банків. Внаслідок процесів консолідації в банківській системі США в період з 1980 по 2000 рр. чисельність банків зменшилася з 14435 до 9500 [38].

Процеси консолідації у банківській сфері активно поширилися у свій час і в країнах Західної Європи, передусім у найвпливовішій там банківській системі Великобританії. Активізація консолідаційних процесів спостерігалася саме в період прийняття Закону щодо злиття банків (1833 р). Так, вже через 10 років в Великобританії налічувалося близько 115 акціонерних банків, які займали активну позицію на ринку, розширюючи частку на ринку шляхом відкриття філіалів. У 1918 р. питанням моніторингу діяльності банківських об'єднань почав займатися новостворений Комітет казначейства. Відповідно до рекомендацій Комітету необхідним стало введення законодавчого контролю процесів злиття з метою недопущення концентрації влади в частині управління банківською системою. Як наслідок, однією з умов для проведення злиття банків стало отримання погодження уряду.

В складних економічних умовах Англії наприкінці 60-х рр. ХХ століття спостерігався останній етап процесів об'єднання депозитних банків. У 1970 р. внаслідок злиття Williams Deacons, Glyn Mills і National, англійські філії якого раніше були частинами Національного банку Ірландії, був утворений банк Williams and Glyn's, що призвело до скорочення чисельності клірингових банків Англії – з 11 до 6 [38].

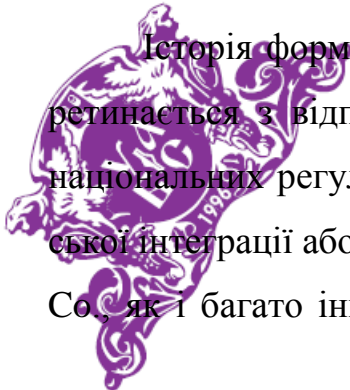


Першим істотним злиттям кредитних установ у 90-ті рр. XX ст. прийнято вважати досвід банків США – Travelers та Citicorp, що оцінювалося в суму близько 80 млрд дол. США за кожного.

Перед початком активних євроінтеграційних процесів (кінець 90-х років XX століття) органи державної влади Франції оголосили курс, спрямований на посилення консолідаційних процесів в національному банківському секторі. Ключовим пріоритетом в даному напрямку стало захист національних інтересів перед іноземними фінансовими установами шляхом створення декількох найбільших гравців на ринку з подальшою їх транскордонною участю на міжнародній арені.

Обираючи власний шлях консолідації, Україні необхідно враховувати визнані успіхи в цій сфері інших країн, насамперед тих, що споріднені з нею за умовами перетворення національних економік, тобто перебування у перехідному періоді до ринкової моделі розвитку. У даному випадку особливої уваги заслуговує досвід оптимізації роботи банківського сектору Естонії, яка реформаторським шляхом позбавила права слабких банків на отримання допомоги та уникнення банкрутства. Внаслідок таких дій спостерігалось масове банкрутство банків, які займали левову частину активів банківського сектору країни. Крім того, держава втратила при цьому близько 11% ВВП, які протягом наступних п'яти років були відновлені. На сьогодні саме в Естонії розташовані два з трьох найбільших банків країн Балтійського регіону (хоч вона є найменшою серед усіх балтійських держав), які знаходяться в володінні потужних інвесторів. Отже, банківська система істотна покращила свій стан шляхом нарощення величини залучень та за рахунок скорочення чисельності банків з 50 до 5.

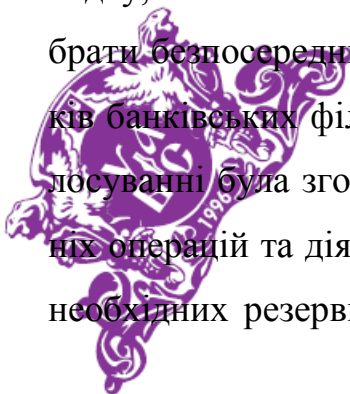
Історія формування великих фінансових конгломератів у США тісно перетинається з відповідними дозвільними законодавчими ініціативами з боку національних регуляторів, які в різні часи створювали передумови для банківської інтеграції або, навпаки, – певні обмеження. Так, у 30-х роках, JP Morgan & Co, як і багато інших інтегрованих банківських конгломератів у Сполучених



Штатах, був зобов'язаний відповідно до положень закону Гласса-Стігала відокремити власні інвестиційно-банківські послуги від «класичних» комерційних банківських операцій. JP Morgan & Co як основний профіль роботи обрав саме комерційні банківські послуги, оскільки звичайне кредитування традиційно сприймається суспільством як більш вигідне і престижне для банку. Незважаючи на це, менеджмент JP Morgan висловлював сподівання, що зміна політичного клімату в кінцевому підсумку дозволить компанії продовжити бізнес з цінними паперами, що буде практично неможливо за умови, якщо вже напрацьована внутрішня інфраструктура у сфері даних операцій буде зруйнована.

У 1935 році, через рік після набрання чинності зазначеним нормативним актом, керівництво JP Morgan вирішило повністю відокремити інвестиційно-банківські операції від решти бізнесу. На чолі з партнерами JP Morgan – Генрі С. Морганом та Гарольдом Стенлі, Morgan Stanley був заснований 16 вересня 1935 з 6,6 мільйонами доларів США привілейованих акцій без права голосу з боку партнерів JP Morgan. З метою зміцнення власних позицій у 1959 році JP Morgan об'єдналася з компанією Guaranty Trust в Нью-Йорку та сформувала спільну фінустанову – Morgan Guaranty Trust Company. Банк продовжуватиме працювати як Morgan Guaranty Trust до початку 80-х років ХХ ст., коли знову повернеться до використання бренду JP Morgan. Нарешті, у 1984 році група здійснює придбання The Purdue National Corporation of Lafayette Indiana, а починаючи з 1988 року компанія знову почала функціонувати виключно як JP Morgan & Co.

Згідно із Законом про банківську діяльність 1933 року холдингові компанії США підпадали під наглядові функції Ради керуючих ФРС лише в тому випадку, коли зазначені суб'єкти подавали офіційну заявку на отримання дозволу брати безпосередню участь у голосуванні акціонерів з метою обрання керівників банківських філій. Передумовою отримання доступу до участі у такому голосуванні була згода холдингової компанії на здійснення перевірок її внутрішніх операцій та діяльності контрольованих нею банків, формування мінімально необхідних резервних фондів, ліквідацію будь-яких корпоративних прав ком-



панії щодо підрозділів банку для торгових операцій з цінними паперами, а також нарахування і виплату дивідендів лише з нерозподіленого річного прибутку.

Після закінчення п'ятирічного терміну з моменту введення в дію The Banking Act of 1933 кожна з існуючих холдингових компаній повинна була мати у розпорядженні (упродовж строку дії отриманого від регулятора дозволу) активи, призначені для продажу на ринку, за винятком власного капіталу банку, в розмірі не менше 12% від загальної номінальної вартості банківських корпоративних прав, контрольованих менеджментом ВНС. Поряд із цим необхідно було збільшувати зазначений розмір активів за рахунок щорічного відрахування в обсязі не менше 2% від номінальної вартості банківських акцій, що утримуються з усього нерозподіленого прибутку, який щорічно перевищує 6%, на балансову вартість самої холдингової компанії, до того моменту, коли активи досягнуть 25% валової номінальної вартості всіх акцій комерційного банку, які перебувають під контролем холдингової компанії. Однак у Законі не передбачалися обмеження на участь ВНС у капіталі інститутів парабанківської системи, а також відсутні заборони для холдингових компаній щодо зростання кількості контрольованих банків, що в подальшому створювало практику надмірної концентрації в інвестиційно-банківському бізнесі.

На ВНС, які належали до структурних підрозділів банків-членів резервної системи, поширювалися також обмеження щодо розміру кредитів, які банк мав право видавати власним філіям (межа позики – 10% прибутку і капіталу при видачі кредитів будь-якому відділенню; обмеження в розмірі 20% прибутку і капіталу за сукупною вартістю всіх кредитів, угод репо, інвестицій та інших видів транзакцій щодо всіх територіальних підрозділів). Проте не заборонялося і надання кредитів «проти течії» (upstream loans) для холдингової компанії в рамках зазначених вимог.

Закон США Про банківські холдингові компанії 1956 року (із подальшими змінами) визначає, що Рада керуючих Федеральної резервної системи (ФРС) має схвалювати створення банківського холдингу, а також вводити заборону на

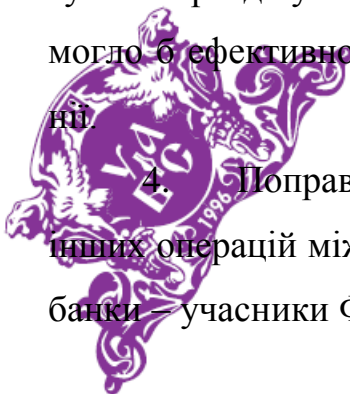
формування банківських холдингових компаній зі штаб-квартирою в одному штаті країни з придбанням банку в іншому штаті. Загалом нормативним актом забороняється діяльність банківських холдингових компаній, яка передбачає участь в небанківській діяльності (переважно) або придбання голосуючих цінних паперів різних компаній, які не є банками.

Поправки 1966 (89-485 PL, 1 липня 1966 р.). За підтримки Ради керуючих ФРС поправки до Закону про банківську холдингову компанію 1956 р. були остаточно прийняті Конгресом у 1966 р. і передбачали таке [372]:

1. Поширення закону на довгострокові некомерційні довірчі фонди.
2. Скасування існуючих раніше пільг для багатьох груп некомерційних організацій, а також компаній, зареєстрованих відповідно до Закону про інвестиційні компанії та їх філії від 1940 року. Скасування останнім згаданого виду пільг торкнулася «Financial Jeneral Corporation of Washington», що являла собою філію «Equity Corporation», зареєстрованої згідно із Законом про інвестиційну компанію 1940 року. «Financial Jeneral» до 1966 року контролювала 21 банківську установу, у тому числі розташовані в різних штатах 15 банків, придбаних після введення в дію Закону про банківські холдингові компанії у 1956 році.

3. Скасування положень розділу 6 Закону про банківські холдингові компанії 1956 р., які забороняли позики та інвестиції, що видаються департаментами банків із залученням інших суб'єктів господарювання всередині однієї і тієї самої групи холдингових компаній (позики та інвестиції «проти течії» і «поперек течії»). Рада керуючих визнав ці заходи занадто жорсткими для забезпечення правильного і вигідного врегулювання банківського портфеля, а застосування розділу 23А Закону про ФРС до банківських холдингових компаній могло б ефективно обмежити подібні трансакції всередині холдингової компанії.

4. Поправка до розділу 23А Закону про ФРС, що стосується позик та інших операцій між банками – членами ФРС та їх філіями, що поширюється на банки – учасники ФРС, а також на банки, що не є учасниками ФРС, із застрахо-

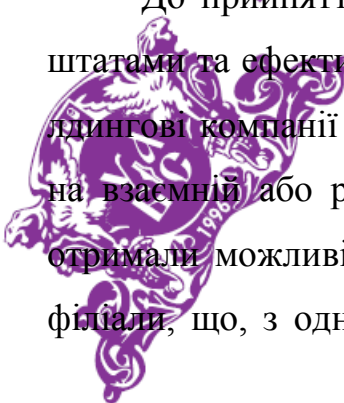


ваними активами. Розділ 23А забороняє банкам видавати кредит (у формі позик та інвестицій) будь-якому з його філіалів у сумі, що перевищує 10% його акціонерного та надлишкового капіталу, або для всіх його філій у сумі, що перевищує 20% його акціонерного та надлишкового капіталу.

5. Заявка на запропоноване поглинання, злиття або об'єднання на підставі Закону про банківські холдингові компанії за стандартними і антистрестовськими процедурами, застосовними до банківських злиттів на підставі Закону від 21 лютого 1966 (PL 89-356), що доповнив Закон про злиття банків 1960. Зазначена поправка до Закону про злиття банків передбачає розгляд органами банківського нагляду, Міністерством юстиції та судами подібної заявки з точки зору її можливих наслідків у формі створення монополії, значного ослаблення конкуренції або обмеження торгівлі. Однак може бути отримано дозвіл на злиття банків, якщо негативні наслідки у вигляді ослаблення конкуренції можуть бути значною мірою компенсовані з метою досягнення суспільного інтересу можливими вигодами з точки зору зручності і потреб громади, яку вони обслуговують.

Крім того, практично злиття в звичайних умовах не може бути здійснено раніше, ніж через 30 днів після отримання дозволу відповідного органу нагляду, для того щоб Міністерство юстиції мало можливість опротестувати злиття в суді в разі потреби. Однак якщо обвинувачення не буде висунуто впродовж зазначеного періоду, то згодом до злиття не можуть бути застосовні юридичні санкції на підставі того, що воно проводилося в порушення антистрестівського закону, інакше – лише на підставі розділу 2 антистрестівського закону Шермана (закон Шермана).

До прийняття в США Закону Рігла-Ніла Про банківську діяльність між штатами та ефективність філіальної мережі (IBBEA) у 1994 році банківські холдингові компанії (BHCs) мали право придбавати банки в інших штатах лише на взаємній або регіональній основі. Починаючи з червня 1997 року, BHCs отримали можливість перетворювати існуючі дочірні банки з інших штатів у філіали, що, з одного боку, допомагає фінустановам уникати дублюючих на-



кладних витрат, а з іншого – сприяє досягненню безпеки та надійності в банківському секторі шляхом усунення перешкод для розширення географії ринку та допомагає ВНС у диверсифікації власних активів і пасивів.

Дослідження засвідчили, що проведена реформа прискорила консолідацію галузі, сприяючи злиттю банків, розташованих у різних штатах, але процес формування загальнодержавних фінансових компаній шляхом банківських придбань виявився досить тривалим та ускладненим. Так, у першій половині 90-х років ХХ сторіччя більшість ВНС здійснювали вихід лише в сусідні штати, оскільки інвестиції в найближчі банківські установи, як правило, є менш дорогими та менш ризикованими, ніж у банки з більш віддалених регіонів [366].

Однак у праці [338] у контексті дослідження десятирічного періоду з моменту впровадження ІВВЕА (1994–2003 роки) було виявлено такі трансформації структури американської банківської системи.

- 1) ВНС упорядковують та раціоналізують власні операції за рахунок консолідації банківських статутів (bank charters) на базі власної діяльності холдингових компаній;
- 2) планомірне зростання в економіці кількості «надвеликих» банків (the mega-bank class) з активізацією тенденції після прийняття закону Грем-Ліча-Блайлі 1999 року;
- 3) з одного боку, збільшення ринкової концентрації фінустанов на національному рівні, а з іншого – укрупнення банків (у більшості випадків – за рахунок невеликих банків).

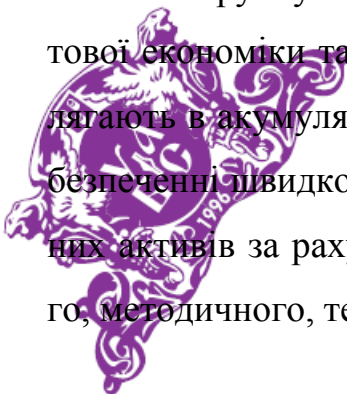
Таким чином, структурні зміни в банківській системі США охоплюють три сфери (аспекти): консолідацію, концентрацію та специфіку відносин між великими та малими банками. Так, упродовж періоду дослідження кількість банківських установ з групи «мега-банки» зросла з 5 до 11 (максимальна кількість – 12 банків – спостерігалася у 2000 році), тобто приблизно удвічі, у той самий час як активи цієї групи зросли з 604,94 до 3238,72 млн дол. США, тобто більш, ніж у 5 разів. Такий тренд призвів до зростання частки зазначеної групи банків у сукупних активах з 16,13% у 1993 році до 42,37% у 2003 році (табл. 5.7).

Середні активи, що припадають на одну банківську установу в США, також продемонстрували максимальне зростання у групі «мега-банки»: з 111,33 до 294,43 млн дол. США (на 164,5%), на другому місці – великі банки (large banks) зі зростанням на 13,71 млн дол. США та 83,29% відповідно.

Як критерій концентрації місцевих ринків при оцінці очікуваних угод зі злиття та поглинання банківських установ Федеральна резервна система США використовує Індекс Херфіндаля-Хіршмана (ННІ). У математичному розумінні цей показник дорівнює сумі квадратів часток ринку всіх банківських установ у рамках даного ринку. Чим більше значення індексу, тим більш високої концентрації є ринок. Наприклад, якщо ринок був одним банком, його ННІ буде 10000. Якщо ринок має 10 банків однакового розміру, ННІ буде 1000.

Індекс вище 1800, як правило, вважається концентрованим. Якщо злиття дозволить підвищити ННІ вище цього рівня або збільшити ННІ 200, Федеральна резервна система буде приділяти ринку більшу увагу (Міністерство юстиції). Крім того, якщо ринок був вище цього рівня і був запропонований для злиття, більш пильна увага з боку ФРС є виправданою. Як правило, продажі активів на місцевих ринках необхідні для того, щоб пом'якшити підвищення концентрації як умови схвалення угоди з придбання.

Одним із найбільш ґрунтовних документів, у якому систематизована більшість пропозицій попередніх років, є Програма розвитку фондового ринку України на термін з 2012 по 2014 роки, метою якої є зростання правового захисту інвесторів та становлення конкурентоспроможного фондового ринку національного рівня, ґрунтуючись на поступовому скороченні спекулятивного мотиву його функціонування з одночасним підвищенням інвестиційного спрямованого сектору в умовах зростання глобалізації фінансових відносин у межах світової економіки та ефективного виконання ним своїх провідних функцій, які полягають в акумуляції, якісному перетворенні фінансового капіталу, а також забезпеченні швидкого та безперешкодного переміщення відповідних інвестиційних активів за рахунок створення необхідних умов юридичного, інституційного, методичного, технологічного та організаційного характеру.



На думку органів державної влади, необхідно використовувати спільні зусилля регуляторів і ринкових інституцій у напрямку подальшої модернізації біржової інфраструктури, трансформації системи державного регулювання і втілення в життя європейських концепцій побудови регульованих ринків, фінансових інструментів, беручи до уваги новітні тенденції розвитку світових ринків і необхідність гармонізації вітчизняного законодавства до норм європейського корпоративного і фінансового права.

З огляду на поточний стан економіки, у тому числі стан фондового сегмента інвестиційного ринку, впродовж періоду до 2014 року включно зусилля держави повинні спрямовуватися на вирішення ключових завдань подальшого становлення вітчизняного фондового ринку, поданих у табл. Ж.3.

Серед важливих прагнень вітчизняних регуляторів у напрямку подальшої модернізації інвестиційного ринку України необхідно відмітити можливість надання з часом саморегульованим організаціям додаткових компетенцій у напрямку: підготовки, підвищення кваліфікації, атестації та сертифікації фахівців біржового ринку; передліцензійної підтримки кандидатів щодо подальшого отримання ліцензії на ведення професійної діяльності на українському фондовому ринку; аналізу та супроводу підготовки рекламних матеріалів професійних надавачів фінансових послуг.

5.2 Концепція державного регулювання інвестиційного ринку України на 2013-2015 рр.: основні положення та принципи

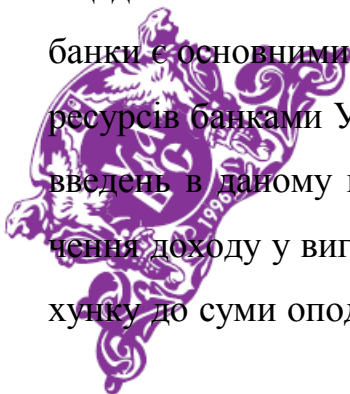
В контексті розробленої Програми розвитку фондового ринку України та сучасних тенденцій розвитку інвестиційного ринку в Україні зазначимо, що все більшого значення набуває питання втручання держави у функціонування останнього. На сьогоднішній день об'єктом державного регулювання являється або «ринок фінансових послуг», або «ринок цінних паперів» – в обох випадках, по-



перше, більш доцільним є вжиття поняття «нагляд», аніж «регулювання», по-друге, має місце звуження видів інвестиційних активів як об'єктів регулювання.

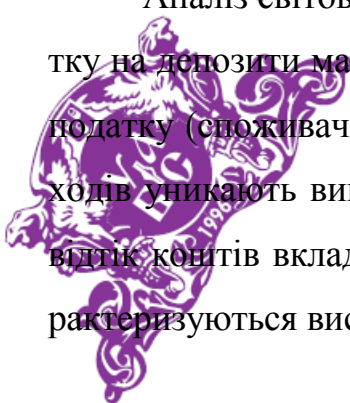
Наслідки світової та вітчизняної фінансово-економічної кризи стали свідченням слабкості та відсутності державного регулювання інвестиційного ринку. Зокрема поза увагою держави залишилися такі негативні тенденції розвитку інвестиційного ринку як: невиправдане збільшення використання запозичених ресурсів з ринку, порівняно з власним капіталом, в якості джерел реалізації інвестиційних проектів, випереджаючий темп зростання ринку фінансових інструментів, порівняно з ринком основних фондів, в якості об'єктів для вкладення інвестиційного капіталу, посилення ролі нематеріальних чинників у забезпеченні зростання вартості компаній, та, як наслідок, роздування «фінансових бульбашок» на ринку, посилення взаємозв'язків між учасниками різних сегментів фінансового ризику та, відповідно, підвищення ризикованості діяльності фінансових посередників. Виходячи з переліченого, виникає об'єктивна необхідність у втручанні держави у вирішення проблем подолання макроекономічного дисбалансу та реалізації дійсно державної інвестиційної політики. На наш погляд, такий стан речей повинен знайти своє відображення в створенні Концепції державного регулювання інвестиційного ринку України на найближчі два роки, зокрема 2013-2015 рр., яка надасть змогу окреслити систему конкретних практичних заходів, згрупованих в межах семи загальних напрямків.

Враховуючи надзвичайну актуальність питання створення ефективного механізму залучення та використання внутрішніх ресурсів держави в якості одного з чинників економічного зростання в посткризовий період розвитку, першим напрямком Концепції виступає «Стимулювання процесів перетворення заощаджень в інвестиції». Оскільки для вітчизняної практики характерним є те, що банки є основними посередниками на фінансовому ринку, залучення депозитних ресурсів банками України набуває особливого значення. Одним з останніх нововведень в даному полі є впровадження в Україні «податку на депозит» (включення доходу у вигляді процентів від використання поточного або вкладного рахунку до суми оподаткованого доходу громадян), зокрема відповідна 164 стаття



Податкового кодексу України [245] набуває чинності з першого січня 2015 року. Втім, незважаючи на існуючий мораторій, експерти відзначають високу ймовірність все ж таки введення подібного податку з огляду на поточну незбалансованість державного бюджету та потребу країни в додаткових фінансових надходженнях. Також прихильники «деPOSITного податку» наголошують на світовий досвід, адже дійсно для країн Єврозони характерним є стягування податків з доходів, отриманих від використання депозитних рахунків банків. Зазвичай, виокремлюють дві системи утримання податку: зменшення суми виплати процентів за депозитом (тобто фактично має місце зменшення депозитної ставки) та включення процентних доходів до оподаткованого доходу громадян, що використовується Швецією, Нідерландами та Данією. У даному разі слід звернути уваги на наявність спільної характерної риси всіх згаданих країн, а саме високий рівень розвитку банківської системи. Іншими словами, введення податку на депозити є доцільним лише у випадку стабільності депозитних ресурсів та високої довіри населення до вітчизняної банківської системи. Наприклад, подібний податок був введений в Чехії, Словаччині, Польщі в той час, коли обсяг депозитів по відношенню до ВВП країни становив більше 50%. В Україні це співвідношення за 2012 р. становило близько 67%, але слід враховувати невисокий рівень довіри до банків та недостатню стабільність національної валюти в Україні. До того ж, на сьогоднішній день депозитний ресурс є одним з найбільш дорогих джерел формування ресурсної бази банків, та, як наслідок, високої реальної вартості кредитних ресурсів для економіки, у випадку ж подальшого подорожчання цього ресурсу внаслідок введення податку це може призвести до катастрофічних наслідків для економіки.

Аналіз світового досвіду свідчить, що фіскальний ефект від введення податку на депозити має короткостроковий характер, зважаючи, що кінцеві платники податку (споживачі фінансових послуг) в умовах оподаткування депозитних доходів уникають використання депозитних рахунків, та зазвичай спостерігається відтік коштів вкладників з банків. Крім того, ставки «деPOSITного податку» характеризуються високою волатильністю та потребою в частому їх перегляді.

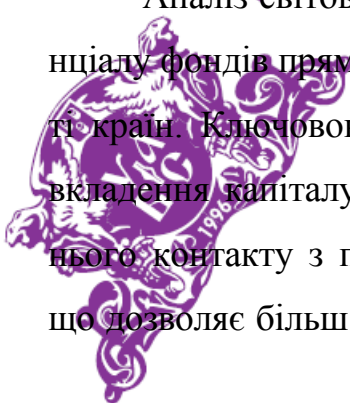


Потенційно головним негативним наслідком впровадження податку на депозити є зростання процентних ставок на фінансовому ринку, що знижує прибутковість ведення банківського бізнесу та гальмування інвестиційних процесів, підвищує вартість державних запозичень, тим самим знижуючи чисту фіскальну вигоду від оподаткування депозитів. Існує також висока ймовірність недоотримання державою податку на прибуток з огляду на скорочення кредитних ресурсів та обсягів кредитування економічних суб'єктів.

Таким чином, на фоні впровадження податку на депозити більшістю країн та зниження конкурентоздатності їх фінансового ринку відмова від впровадження такого податку в Україні слугуватиме одним з чинників стимулювання перетому закордонної ліквідності на місцеві ринки. На сьогоднішній день головне завдання держави повинно бути спрямоване на підвищення довіри населення до вітчизняної банківської системи, одним з кроків для досягнення чого повинно, на наш погляд, бути скасування податку на депозити в Україні.

Не менш важливого значення набуває підвищення ефективності функціонування інфраструктури інвестиційного ринку України, що знаходить своє відображення в Концепції державного регулювання інвестиційного ринку. Як було зазначено вище, банки займають майже монополістичне положення на інвестиційному ринку в Україні, що перетворює їх на основних посередників трансформації заощаджень в інвестиції. В той же час залишається відкритою проблема створення та функціонування посередників, основним завданням яких було б не здійснення спекулятивних операцій на ринку через портфельне інвестування, а пряме інвестування в корпоративні права емітентів, іншими словами спрямування капіталу в реальні, а не фінансові інвестиції.

Аналіз світового досвіду вказує на посилення ролі та інвестиційного потенціалу фондів прямих інвестицій (з англ. private equity fund) в економіці більшості країн. Ключовою особливістю функціонування фондів прямих інвестицій є вкладення капіталу за допомогою «переговорного процесу», тобто безпосереднього контакту з представниками об'єкта інвестування (власниками компанії), що дозволяє більш зважено підійти до прийняття інвестиційних рішень. До того



ж, подібна специфіка функціонування фондів прямих інвестицій робить вагомий внесок у вирішення проблеми корпоративного управління, зокрема зняття суперечностей між інтересами власників капіталу та управлінцями цим капіталом. Також характерними рисами фондів прямих інвестицій можна вважати:

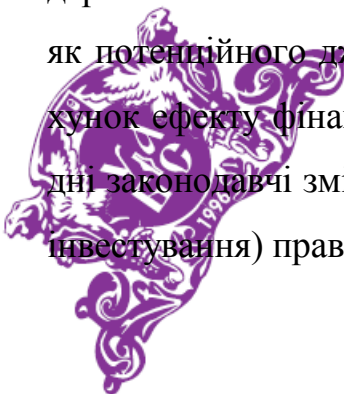
– по-перше, високі особистісні вимоги до управлінців фонду, які повинні зарекомендувати себе в якості досвідчених успішних професійних інвестиційних консультантів;

– по-друге, функціонування зазвичай відбувається у вигляді венчурних фондів, які займаються вкладенням капіталу в компанію як на ранніх, так і на зрілих етапах її розвитку, та фондів викупу, основним завданням яких стає зростання внутрішньої вартості фірми після її викупу з подальшим її продажем на ринку;

– по-третє, в якості об'єктів інвестування фондів виступають корпоративні права не публічних товариств, а зрілих приватних фірм, які потребують додаткових інвестицій);

– по-четверте, обмежений період інвестування (як правило до 10 років), який завершується виходом з інвестицій та розподілом прибутку між учасниками.

З точки зору вітчизняного правового поля функціонування фондів прямих інвестицій зазначимо, що за організаційно-правовою формою вони наближені до венчурного фонду (Закон України «Про інститути спільного інвестування» [83]) як різновиду ІСІ. Водночас поширення фондів прямих інвестицій в Україні стримує існуючі законодавчі обмеження щодо можливостей, по-перше, інвестування інших ІСІ в фонд прямих інвестицій (публічних інвестиційних фондів, недержавних пенсійних фондів тощо); по-друге, залучення боргового фінансування як потенційного джерела збільшення доходності функціонування фондів (за рахунок ефекту фінансового левериджу). Тому нами пропонується внести відповідні законодавчі зміни та надати цим фондам (на відміну від інститутів спільного інвестування) право залучати кошти інших фінансових посередників, перш за все

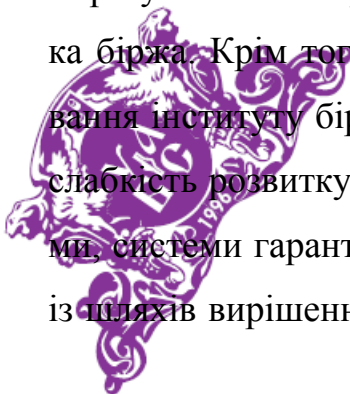


– публічних інвестиційних фондів та недержавних пенсійних фондів, а також залучати боргове фінансування.

До основних переваг інвестування за допомогою фондів прямих інвестицій слід віднести достатньо високий рівень очікуваного доходу, диверсифікація за рахунок присутності портфелю проектів не публічних компаній, для яких характерним є мінімальні ринкові ризики, можливості контролю ризиків за проектами тощо шляхом присутності управляючих фонду в керівному складі компаній-об'єктів інвестування, системи звітності тощо.

Підводячи підсумки вище наведеного зазначимо, що поява в Україні нового типу інвестиційних посередників – фондів прямих інвестицій є цінною альтернативою залучення необхідного інвестиційного капіталу з фондового ринку, в т.ч. світових торговельних майданчиків (операції IPO), які внаслідок світової фінансової кризи суттєвим чином знизили свою активність. Незважаючи на ряд поточних перепон у створення таких фондів сьогодні в Україні (легкість ведення бізнесу, політико-правова стабільність, система захисту прав інвесторів), вжиття заходів з боку державних органів у напрямку створення умов для функціонування дійсно інвестиційних посередників є вкрай необхідним на шляху відновлення економічного зростання в Україні.

В площині інфраструктурного забезпечення функціонування інвестиційного ринку в Україні ще однією проблемою слід визнати низький рівень довіри як з боку емітентів, так і інвесторів, до сфери вітчизняних біржових торгів. В той час як доведено, що повноцінна робота бірж є запорукою активного розвитку інших складових фінансового ринку країни, в т.ч. стимулювання інвестиційних потоків. Станом на початок 2013 р. в Україні налічувалося 10 бірж, з яких за результатами торгів найбільш активними є ПФТС, Перспектива та Українська біржа. Крім того, до складу ключових недоліків вітчизняного досвіду існування інституту біржі є низький рівень її капіталізації порівняно з ВВП країни, слабкість розвитку інших невід'ємних елементів її роботи (депозитарної системи, системи гарантування біржових торгів та клірингових розрахунків). Одним із шляхів вирішення зазначених проблем автор вбачає підвищення мінімально-



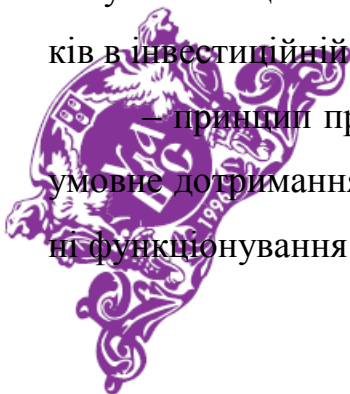
го рівня капіталізації бірж в Україні, зробивши необхідні поправки до Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок». Таким чином, впровадження авторських пропозицій щодо консолідації бірж дозволить підвищити рівень довіри до них з боку як емітентів, так і інвесторів, рівень транспарентності біржових операцій.

В цьому ж контексті окремої уваги потребує впровадження стандартів надання інвестиційних послуг з метою врахування світового досвіду та кращої практики виконання угод, пов'язаних з використанням фінансових інструментів. Базисом в даному випадку слід вважати Директиву Євросоюзу «Про ринок фінансових інструментів», положення якої наголошують на необхідності гармонізації в сфері надання інвестиційних послуг, що дозволить підвищити рівень захисту інтересів інвесторів та знизити рівень конфліктності інтересів під час надання таких послуг.

На сьогоднішній день забезпечення якості надання інвестиційних послуг повинно розглядатися передумовою підвищення довіри суспільства до інвестиційних посередників, та, як наслідок, фінансового ринку в цілому. Беручи до уваги, з одного боку, існуючі напрацювання Інституту сертифікованих фінансових аналітиків (Chartered Financial Analyst (CFA) Institute), як міжнародної асоціації спеціалістів в інвестиційній сфері, в напрямку стандартизації етичної та професійної поведінки інвестиційних консультантів та спеціалістів, а з іншого боку, вимоги Директиви Євросоюзу, пропонуємо розробити стандарти надання інвестиційних послуг з метою їх подальшого впровадження. На нашу думку, в основу таких стандартів повинні бути покладені наступні принципи:

– принцип етичності, який передбачає етичне (моральне) відношення з боку інвестиційних посередників до клієнтів, працедавців та інших посередників в інвестиційній сфері;

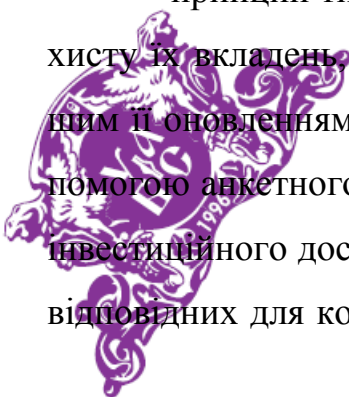
– принцип професіоналізму, що означає знання на високому рівні та безумовне дотримання інвестиційними спеціалістами регуляторних вимог в частині функціонування як інвестиційного, так і фінансового ринку в цілому;



– принцип безконфліктності взаємовідносин з клієнтами, що ґрунтується на побудові лояльних, розсудливих відносин із приділенням достатньої уваги клієнтам. У даному випадку особливої уваги заслуговує важливість вчинення дій з боку інвестиційних консультантів в інтересах клієнтів, забезпечення пріоритетності інтересів клієнта над особистими, що передбачає в т.ч. об'єктивну реалізацію процедури інвестиційного аналізу та надання будь-якої консультації та рекомендацій в інвестиційній сфері. Присутність конфлікту інтересів означає наявність особистої, прямої чи опосередкованої зацікавленості, зокрема можливостей отримання прибутку за рахунок клієнта, зацікавленості в наданні послуг клієнту, які не відповідають його потребам та інвестиційним інтересам, ведення ідентичної клієнту професійної діяльності інвестиційним консультантом, отримання винагороди від третіх сторін у випадку надання послуги клієнту тощо. Одним із напрямків вирішення проблеми конфліктності інтересів є, на наш погляд, заборона здійснення спеціалістом в інвестиційній сфері власних інвестицій у фінансові інструменти;

– принцип достовірності, точності та релевантності інформації, яка дає можливість клієнту в доступній (зазвичай стандартизованій) формі обрати потрібну послугу із запропонованого кола з одночасним забезпеченням необхідних даних щодо самого інвестиційного посередника та його стану, фінансових інструментів та стратегіях інвестування (в т.ч. ризикованості політики), місця та способах укладання інвестиційних угод, рівня супутніх витрат надання послуг. Крім того, слід звернути увагу на обов'язковість дотримання конфіденційності інформації щодо клієнта, стану його справ, окрім випадків, передбачених законодавством;

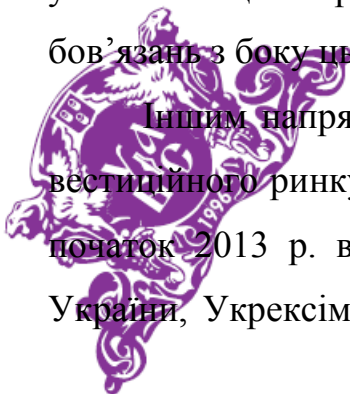
– принцип типізації інвесторів з відповідною диференціацією режимів захисту їх вкладень, що передбачає отримання необхідної інформації (з подальшим її оновленням на регулярній основі) щодо знань та досвіду клієнта (за допомогою анкетного опитування) в інвестиційній сфері, його фінансового стану, інвестиційного досвіду та інвестиційних мотивів з метою забезпечення надання відповідних для конкретного клієнта послуг. У такому разі виникає об'єктивна



потреба у розподілі клієнтів на категорії, наприклад, приватний клієнт, професійний клієнт, діяльність якого на інших сегментах фінансового ринку є об'єктом ліцензування та регулювання (банки, страхові компанії, брокерські компанії, інвестиційні фонди та ін.), та правочинний партнер з угод. При цьому клієнт повинен бути обов'язково проінформованим щодо статусу з відповідним присвоєнням йому профілю ризиків – консервативного, помірною (збалансованого) та агресивного.

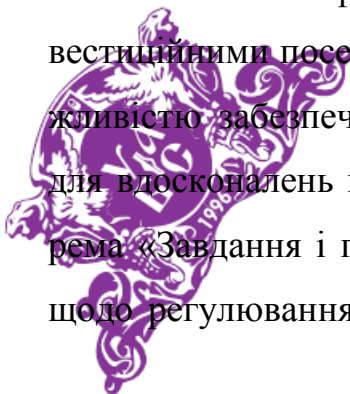
Наступний напрямок Концепції державного регулювання інвестиційного ринку передбачає підвищення ефективності виконання державою ролі інвестиційного посередника на ринку, поряд з іншими учасниками фінансового ринку. На сьогоднішній день поряд з функціонуванням життєво важливих з точки зору розвитку країни фондів страхового, соціального, науково-дослідного, міждержавного спрямування, поза увагою залишається створення фондів, які мають стратегічне, та відповідно пріоритетне значення з точки зору розвитку держави. Тобто, у даному сенсі, йде мова про створення окремого державного цільового фонду, а не виокремлення задачі фінансування пріоритетних проектів в межах окремого профільного підрозділу (наприклад, агентства Держмайна України та ін.). Джерелами наповнення такого фонду повинні слугувати, на наш погляд, кошти державного бюджету (за умови його профіциту), дохід від довгострокового погашення зовнішнього та внутрішнього державного боргу, надходження від випуску облігацій цим фондом. Акумуляовані цим фондом ресурси мають спрямовуватися на софінансування проектів і програм, які реалізуються в межах заходів державно-приватного партнерства, а також на пряме інвестування в корпоративні права компаній, що реалізують суспільно-значущі проекти. Для учасників цих проектів рекомендовано введення системи гарантій їх зобов'язань з боку цього фонду.

Іншим напрямком посилення ролі держави в стимулюванні розвитку інвестиційного ринку України є банківська система, зокрема державні банки. На початок 2013 р. в Україні налічувалося п'ять державних банків (Ощадбанк України, Укресімбанк, Київ, Укргазбанк, Родовід банк), які на сьогоднішній



день характеризуються значним рівнем комерціалізації (превалювання в діяльності принципу максимізації прибутку над реалізацією соціально-стратегічних завдань держави). В той же час світовий досвід (наприклад, Китаю) доводить доцільність розгляду державних банків в якості провідників державної, у нашому випадку, державної інвестиційної політики банку. Так, на стадії економічного підйому державні банки мають збільшувати обсяги залучення депозитів і дуже помірковано відноситися до зростання темпів кредитування, забезпечуючи високу якість своїх кредитних портфелів, тоді як на стадії спаду – нарощувати обсяги кредитування, виконуючи при цьому також і завдання контрциклічного регулювання. Саме остання функція антикризового регулювання є більш прийнятною для реалізації державними банками, враховуючи присутність представників державних органів влади в керівному складі банків, та відповідно можливостях впливати на процеси в тому числі створення буферного капіталу.

Наступним напрямком регулювання інвестиційного ринку, що потребує, на наш погляд, втручання з боку держави є питання збільшення прозорості інвестиційного ринку України. У сучасних умовах прозорість інвестиційного ринку, як складова прозорості фінансового ринку, виступає невід'ємною умовою підтримання довіри до інвестиційних посередників та запорукою економічного розвитку держави. Проблема прозорості фінансового ринку в цілому займає центральне місце в межах проекту розвитку ринків капіталу USAID (Агентства США з міжнародного розвитку), який наголошує на необхідності посилення державних заходів в напрямку її забезпечення. Нагальність вирішення проблеми прозорості обумовлюється передусім зростанням обсягів інформації, що використовується емітентами, регуляторами, інвестиційними посередниками та іншими учасниками ринку, та, як наслідок, важливістю забезпечення доступу всіх зацікавлених сторін до неї. Орієнтиром для вдосконалень в даному напрямку повинен виступати світовий досвід, зокрема «Завдання і принципи Міжнародної організації комісії з цінних паперів щодо регулювання ринків цінних паперів» в частині своєчасності та точності



розкриття фінансових результатів емітентів та потенційних об'єктів інвестування, дотримання міжнародно достатньої якості стандартів аудиту та бухгалтерського обліку, положення директиви ЄС в межах регулювання фінансового ринку та практичні напрацювання функціонування електронної системи розкриття інформації EDGAR в США. Виходячи з вище наведеного, пропонуємо наступні заходи щодо підвищення транспарентності інвестиційного ринку:

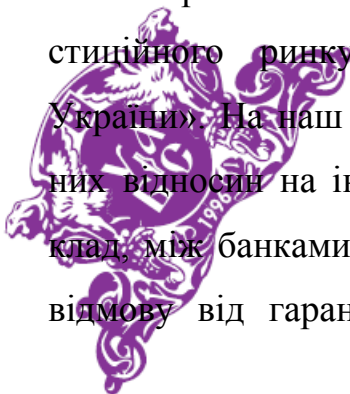
- посилення ролі електронних джерел інформації (зокрема веб-сайтів) шляхом розкриття важливої інформації за їх допомогою, та які можуть бути використані регуляторами інвестиційного ринку, саморегулювними організаціями, біржами, торговцями, емітентами та іншими учасниками інвестиційного ринку, та відповідно встановлення системи заходів впливу за невиконання умов;

- стимулювання обов'язкового негайного оприлюднення інсайдерської інформації емітентами фінансових інструментів, розміщення всіх необхідних даних щодо очікуваних загальних зборів акціонерів з метою забезпечення прав акціонерів;

- включення до складу інформації, що підлягає обов'язковому розкриттю даних щодо керівництва, пов'язаних осіб, заходах з мінімізації конфліктів інтересів, процедури управління ризиками, розкриття рейтингів;

- встановлення вимог щодо обов'язкової публікації інформації про юридичних осіб всіх організаційних форм – суб'єктів інвестиційного ринку, формування на цій основі відповідної узагальненої бази даних про емітентів та потенційні об'єкти інвестування.

Невід'ємним елементом реалізації повноцінних ринкових відносин на інвестиційному ринку є підтримання оптимального рівня конкуренції, що вимагає виокремлення окремого напрямку Концепції державного регулювання інвестиційного ринку «Регулювання конкуренції на інвестиційному ринку України». На наш погляд, це передбачає виокремлення двох типів конкурентних відносин на інвестиційному ринку: між групами суб'єктів ринку (наприклад, між банками та небанківськими інвестиційними посередниками) – через відмову від гарантування депозитів фізичних осіб; у межах однієї групи

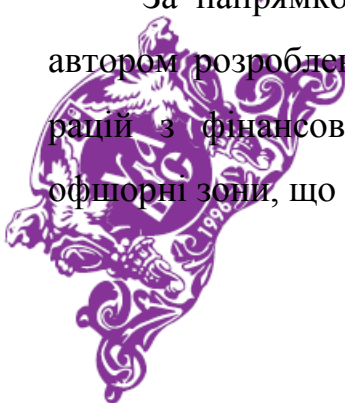


суб'єктів ринку (наприклад, між окремими банками) – з метою недопущення як надмірно низького рівня конкуренції (це підвищує рівень трансакційних витрат щодо трансформації заощаджень в інвестиції), так і надмірно високого її рівня (це спонукає посередників до ризикового інвестування з метою отримання додаткового прибутку). Щодо відмови системи гарантування вкладів фізичних осіб, слід зазначити доведену світовим досвідом та підтверджену науковими дослідженнями МФВ неефективність наявності системи гарантування вкладів в контексті забезпечення фінансової стійкості банківського сектору.

В межах напрямку «Підвищення якості нагляду та регулювання інвестиційного ринку України» важливого значення набуває питання посилення правової, інституціональної та фінансової незалежності регуляторів інвестиційного ринку. Якщо Національний банк України не залежить від фінансування з Державного бюджету, то Національна комісія, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг, та Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку підпорядковуються у своїй діяльності виконавчим органам влади та фінансуються з Державного бюджету, що вимагає внесення відповідних змін до існуючої нормативно-правової бази.

Крім того, виникає необхідність запровадження системи ризик-орієнтованого пруденційного нагляду на ринку цінних паперів, яка для регулювання діяльності банків у різних країнах світу вже довела свою ефективність. Це, у свою чергу, передбачає розробку методичного забезпечення з ідентифікації, оцінки, прогнозування та попередження ризиків в діяльності інвестиційних посередників, ґрунтуючись в т.ч. на рекомендаціях Базеля-II та Базеля-III.

За напрямком «Податкове регулювання обігу інвестиційного капіталу» автором розроблено ряд пропозицій щодо вдосконалення оподаткування операцій з фінансовими інструментами, нерухомістю, а також трансакцій в офшорні зони, що викладено в наступному підрозділі.



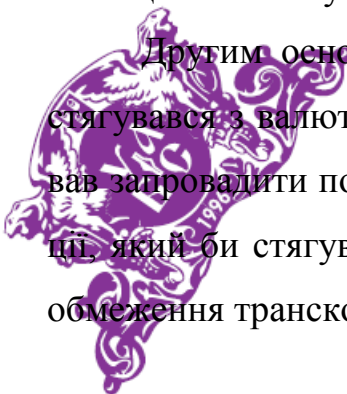
5.3 Розвиток податкових інструментів реалізації стратегії державного регулювання інвестиційного ринку України

Враховуючи традиційне трактування інвестиційного ринку як частини фінансового ринку та обумовлену цим розмитість меж між спекулятивними та інвестиційними операціями, у вітчизняному законодавчому полі не впорядкованим залишається питання диференціації регуляторних заходів, зокрема – в сфері податкового регулювання, що застосовуються для даних видів операцій.

Податки на фінансові операції (ПФО) є об'єктом активних дискусій на рівні теорії, практики і просто наукової полеміки, в ході якої обговорюються їх переваги та недоліки. Одним з перших та найбільш відомих прихильників податку на операції з цінними паперами на фондовому ринку був Дж. М. Кейнс, який виділив ключові дискусійні пункти стосовно ПФО: прагнення приборкати спекулятивні бульбашки в протизагаданню порушувати фінансування реального підприємництва.

Розвиток ліквідного фінансового ринку дозволяє підприємцям залучити капітал та диверсифікувати свої ризики, значно розширює здатність суспільства для проведення широкомасштабних інвестицій, у той же час це дозволяє вкладникам збільшити свої доходи та диверсифікувати напрямки вкладень. Тим не менше, одночасно з цим, наявність ліквідного ринку дає змогу відокремити оподаткування базових інвестиційних активів і сфокусуватися на оподаткуванні приросту капіталу від короткострокових операцій. Таким чином, найбільша податкова віддача очікується не від оподаткування реальних інвестицій, а від інвестиційних спекуляцій [355].

Другим основним прихильником податку на фінансові транзакції який стягувався з валютообмінних операцій був Дж. Тобін [385]. Тобін запропонував запровадити податок розміром в один відсоток на всі валютообмінні операції, який би стягувався на багатосторонній основі світовими урядами з метою обмеження транскордонних потоків капіталу, що перешкоджають регулюванню



національними урядами сукупного попиту. Таким чином, податок на валютообмінні операції (ПВО) є специфічною формою валютного контролю, що знижує прибутковість більшості транскордонних фінансових операцій, в першу чергу, короткострокових маятникових потоків капіталу.

Загалом, питання оподаткування фінансових операцій обговорювалося в численних наукових працях. Прихильники (наприклад, Стігліц [380], Л. Саммерс і В. Саммерс [381]) стверджують, що податки на операції з цінними паперами (ПОЦ) скоротили б обсяги короткострокових спекулятивних операцій, тим самим знизивши витрати ресурсів, волатильність ринку та недооціненість активів.

Противники (наприклад, К. Хабермайер і А. Кириленко [347], Шверт та Сегуїн [377]) роблять акцент на тому, що ПОЦ призведуть до зниження вартості активів, збільшення вартості капіталу для підприємств, і зменшення доходів по заощадженням. Вони також побоюються, що це призведе до зниження ліквідності, зростання цінової волатильності і до широкого поширення ухилення від сплати податків і, внаслідок, до спотворення функціонування фінансових ринків.

Стурбованість з приводу негативного впливу ПФО на функції фінансового ринку спонукало їх прихильників застосовувати більш низькі податкові ставки, ніж спочатку це було запропоновано Дж. М. Кейнсом або Дж. Тобінім. У той час як Кейнс закликав до «суттєвого загальнодержавного податку на капітальні спекуляції», а Тобін до одновідсоткового податку на валютообмінні операції, сучасні прихильники ПФО пропонують застосовувати ставки на рівні половини базисного процентного пункту, щоб уникнути погіршення ліквідності або розширення діяльності офшорних зон (Р. Поллін [371], С. Шульмайстер [375], Р. Шмідт [374], Капур [354], Спратт [379], Європейський Парламент [383]). У цій літературі, акцент застосування ПФО в значній мірі зміщується від регулювання фінансового ринку на підвищення доходів, при цьому, терапевтичний ефект від стримування перегріву ринку іноді спостерігався навіть з дуже низькою податковою ставкою.

Розглянемо детальніше можливі результати від запровадження різних видів ПФО.

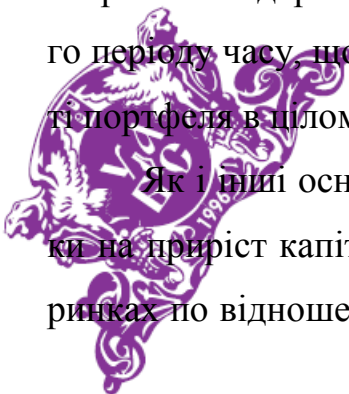
В першу чергу слід звернути увагу на поведінкові ефекти, які виникають внаслідок запровадження ПФО.

Застосування ПОЦ підвищує транзакційні витрати, що схоже на розширення спреда або збільшення біржових зборів або брокерських комісій. Численні дослідження були присвячені аналізу впливу транзакційних витрат на поведінку інвесторів, включаючи економію, торгівлю і схильність до ризику.

Як і податки на доходи з капіталу, податки на операції знижують дохід за заощадженнями, а, отже, вони або заохочують до нарощування поточного споживання шляхом підвищення відносної вартості майбутнього споживання, або до зменшення поточного споживання за рахунок зменшення добробуту. Їх чистий вплив на заощадження залежить від відносної величини цих заміन і ефектів доходу [360].

Найбільш важливий вплив транзакційних витрат, у тому числі ПОЦ, на поведінку інвесторів полягає у створенні «неторгової зони» навколо оптимального розподілу інвестиційного портфеля, всередині якої інвестори не будуть реагувати на зміни очікуваної прибутковості активу балансу своїх позицій, тому що чистий прибуток від цього менше, ніж потенційні транзакційні витрати [336]. Оскільки ціни на активи і очікувана прибутковість, швидше за все, зміниться більше протягом тривалого періоду часу, це підвищує ймовірність того, що в стратегічна реструктуризація інвестиційного портфеля буде рентабельною, що ж стосується короткострокової торгівлі, то транзакційні витрати будуть її стримувати. З більшим період утримування цінного паперу в портфелі, витрати на відкриття інвестиційної позиції амортизуються протягом тривалішого періоду часу, що призводить до їх зниження по відношенню до прибутковості портфеля в цілому.

Як і інші основні податки, що базуються на виручці від реалізації, податки на приріст капіталу (ППК) та ПОЦ змінюють умови торгівлі на фінансових ринках по відношенню до ринків вільних від податків. Тим не менш, зміни, що

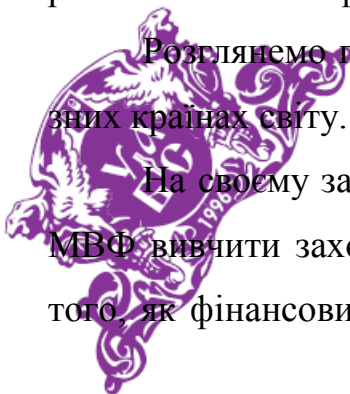


відбуваються при застосуванні цих двох податків (ППК та ПОЦ) істотно відрізняються. Так, блокуючий ефект ППК, згідно якого інвестори відкладають реалізацію для того, щоб уникнути оподаткування, посилюється, по мірі того, як ринкова ціна цінного паперу підвищується по відношенню до початкової вартості (ціни купівлі). Оскільки акції як правило ростуть в ціні протягом тривалого часу, блокуючий ефект ППК має тенденцію до посилення зі збільшенням періоду утримування акції в портфелі, в той час при застосуванні ПОЦ даний ефект послаблюється. Крім того, блокуючий ППК асиметричний по відношенню до змін цін: на додаток до імовірності недоотримання прибутку, ППК стимулює негайну реалізацію втрат. На відміну від ППК, ПОЦ виступає дестимулятором торгівлі на ринку цінних паперів, незалежно від очікуваних прибутків і збитків. Р. Даммон та К. Спатт [337] також доводять, що зростання транзакційних витрат посилює блокуючий ефект ППК – тобто, вони знижують оптимальне співвідношення ринкової ціни цінного паперу до ціни її покупки, за якого реалізація таких цінних паперів буде відкладена.

На відміну від податку на прибуток або ППК, які заохочують прийняття ризиків зниженням волатильності очікуваного прибутку після оподаткування, ПОЦ знижує схильність інвесторів до ризику шляхом ведення плати і на прибуткові, і на збиткові операції. Зі збільшенням схильності інвесторів до ризику зменшується очікуваний прибуток, таким чином, ПОЦ знижує попит на ризиковані активи. У роботі Г. Константінідіса [336] доведено, що збільшення операційних витрат розширює «неторгову зону» навколо оптимального розподілу інвестиційного портфеля непропорційно в напрямку збереження високої частки безризикових активів. У його моделі, збільшення неприйняття ризику інвесторами має той же ефект.

Розглянемо приклади застосування податків на фінансові транзакції у різних країнах світу.

На своєму засіданні Піттсбурзі у вересні 2009 року лідери G20 доручили МВФ вивчити заходи, які країни прийняли або планують прийняти, стосовно того, як фінансовий сектор може внести справедливий і значний внесок у фі-



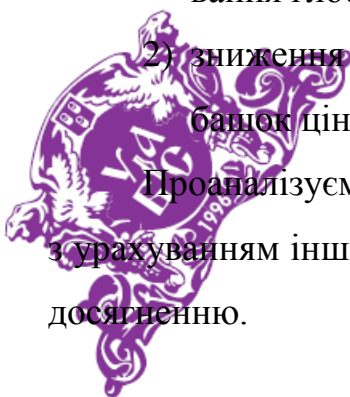
нансування урядових заходів по відновленню банківської системи. У своїй відповіді, МВФ у 2010 році прийняв подвійний підхід: по-перше, він рекомендував прийняти податки на фінансові інститути, щоб створити фінансовий ресурс для порятунку проблемних установ у разі майбутніх невдач і криз. По-друге, розглядалася можливість отримання доходів від діяльності галузі в цілому [369]. Загалом, розглядалися можливості використання податків на фінансові операції (ПФО) для останньої мети, але в кінцевому рахунку віддали перевагу «податку на фінансову діяльність» (ПФД), який стягується з суми прибутку фінансових інститутів та заробітної плати. При цьому МВФ не виключав можливості використання ПФО для інших цілей.

ПФО, а зокрема, податок на операції з цінними паперами (ПОЦ), дійсно був застосований в багатьох країнах в результаті нещодавньої фінансової кризи, а також загального глобального економічного розвитку. ПФО отримали підтримку з боку урядів низки країн G20, в тому числі Франції та Німеччини. У березні Європейський парламент опублікував дослідження з ПФО і доручив Європейській комісії розробити плани з впровадження європейського ПФО. Численні організації громадянського суспільства (ОГС), в тому числі Ініціативної групи з інноваційного фінансування розвитку, також підтримують ухвалення тій чи іншій формі глобальних ПФО, або за всіма операціями з цінними паперами та за операціями в іноземній валюті.

Прихильники ПФО зазвичай хочуть використовувати їх для досягнення однієї або обох наступних цілей:

- 1) підвищення доходу від фінансового сектора, щоб допомогти оплатити витрати, пов'язані з нещодавною фінансовою кризою або для фінансування глобального розвитку;
- 2) зниження ризиків на фінансових ринках і запобігання утворення бульбашок цін на активи.

Проаналізуємо ефективність ПФО у виконанні цих альтернативних цілей, з урахуванням інших податків і регулятивних заходів, які могли б допомогти їх досягненню.

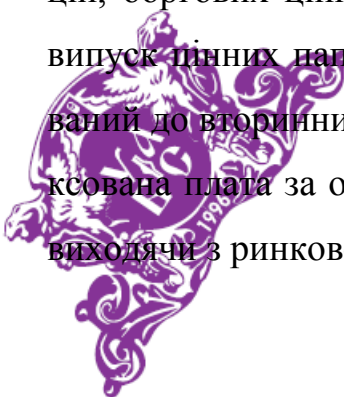


Багато країн G20 в даний час застосовують певні податки на фінансові операції, найчастіше це адвалорні податки на результати торгів акціями в розмірі 10-50 базисних пунктів. В середньому, ці податки становлять не більше 0,5 відсотка від ВВП, хоча їх прибутковість може коливатися в залежності від ринкового циклу. Загальна тенденція в оподаткуванні операцій з цінними паперами за останні два десятиліття була низхідною, оскільки уряди прагнули знизити капітальні витрати і підвищити конкурентоспроможність вітчизняних фінансових ринків в умовах глобалізації.

Незважаючи на поширену практику використання ПФО, багато аспектів їх економічних наслідків залишається мало вивченими. Огляд наукової літератури показує, узгодженість думок щодо передбачуваного ефекту від ПФО з оцінки активів і обсягу торгів, з відповідними наслідками для ліквідності і ціни відкриття, на різних ринках. Тим не менш, вплив ПФО (або трансакційних витрат в цілому) на динаміку ринку, в тому числі короткострокові та довгострокові коливання цін, не достатньо вивчений. Хоча ПФО з'являються у відповідності до податкової політики стягування з низькою швидкістю на широкій основі, вони конфліктують з традиційним оподаткуванням, оскільки валові податки на операції спотворюють виробництво, призводить до його каскадного розвитку, тому їх слід уникати при доступності більш ефективних податкових інструментів.

Розглянемо типологію податків на фінансові операції. Кілька різних податкових інструментів, називають як «податки на фінансові транзакції».

В нашій роботі, ми розглядаємо *податок на операцій з цінними паперами (ПОЦ)* в якості податку на торгах по всім або деяким видам цінних паперів (акцій, боргових цінних паперів та їх похідних). Він може включати первинний випуск цінних паперів (за аналогією до податку на капітал), або бути застосований до вторинних торгів на ринку. Хоча ПОЦ може бути застосований, як фіксована плата за операцію, частіше його застосовують як адвалорний податок, виходячи з ринкової вартості цінних паперів.



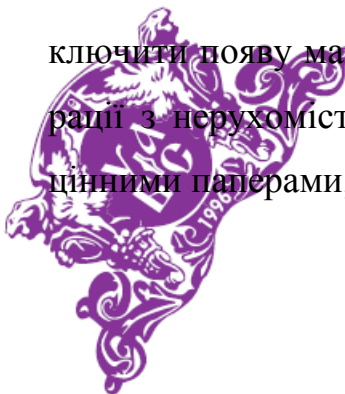
Податок на валютні операції (ПВО), або податок Тобіна, являє собою податок на операції з цінними паперами, зокрема, на операції з іноземною валютою і, можливо, навіть їх похідні: валютні ф'ючерси, опціони і свопи. Він часто використовується в якості грошового валютного контролю замість адміністративних і нормативних заходів [329].

Податок на капітал або реєстраційний податок на приріст підприємницького капіталу у формі капітальних вкладень, позик та/або випуску акцій і облігацій. Такий податок може охоплювати всі форми підприємницького капіталу або обмежуватися певним типом капіталу (наприклад, борговим або пайовим) або певний вид бізнесу, наприклад приватні корпорації або колективні фірми. Податок на капітал також може бути застосовано до фізичних осіб за банківськими кредитами та/або іпотекою.

Податок на банківські операції (ПБО) це податок на депозити і/або зняття коштів з рахунку в банку. Найбільш часто застосовується в Латинській Америці та Азії, ПБО як правило, стягується на двалорній основі у відсотках від депозитів або суми зняття коштів з рахунку [328].

Деякі країни G20 здійснюють збір податку на страхової премії. Ці спеціальні податки з продажів, часто накладаються на страхові внески для того, щоб компенсувати реальне або уявне недооподаткування страхової галузі податком на прибуток або податком на додану вартість [392].

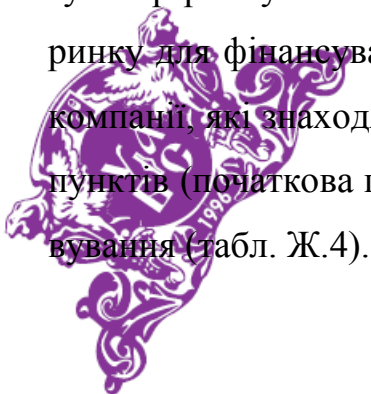
Податок на операції з нерухомістю застосовується до вартості землі та/або споруд при їх продажу. Цей вид податку є досить поширеним на національному та місцевому рівнях. Нерухомість не може втекти в офшор і покупці часто повинні сплачувати цей податок, щоб зареєструвати право власності на своє майно і забезпечити їх право власності (в той час як продавці хочуть виключити появу майбутніх зобов'язань). Таким чином, база для податку на операції з нерухомістю є менш еластичною, ніж база оподаткування операцій з цінними паперами, полегшуючи адміністрування даного податку.



В нашій роботі ми більше уваги приділимо ПОЦ та ПВО, так як ці податки уряд і ОГС найбільш часто просувають в цілях підвищення доходу від фінансового сектора та для регулювання фінансових ринків.

Найбільш поширеною формою ПФО є ПОЦ на вторинних торгах акціями. Китай, Індія, Індонезія, Італія, Південна Африка, Південна Корея, Великобританія всі вони обкладають податком на покупку і/або продаж акцій компаній. Даний ПОЦ може застосовуватися тільки до акцій, що торгуються на офіційних біржах, тільки для акцій, що торгуються поза біржею, або для тих і тих. Податок також може застосовуватися тільки до корпоративних акцій, або акцій не корпоративного бізнесу. Вони, як правило обкладаються адвалорним податком на основі ринкової вартості акцій, які є об'єктом торгів, при цьому податкова ставка коливається від 10 до 50 базисних пунктів. У Великобританії та Бразилії, однак, стягують одноразовий податок з більш високою ставкою у розмірі 1,5 відсотка на капітал вітчизняних компаній, розміщений за кордоном у вигляді депозитарних розписок. Серед не-членів G20 з найбільшими фінансовими центрами, Гонконг, Швейцарія, Сінгапур і Тайвань також обклали біржові операції податками на рівні 10-30 базисних пунктів.

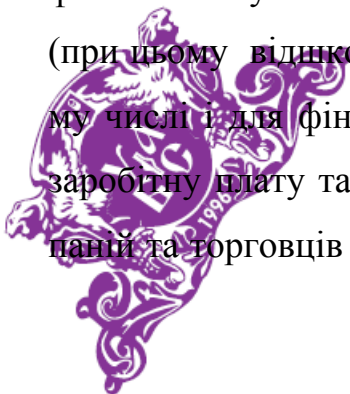
ПОЦ на капітал іноді поширюється і на деривативи. Індія, наприклад, оподатковує ф'ючерси та опціони, так саме як і базові акції. Ф'ючерси оподатковуються на основі вартості їх доставки, в той час як опціони оподатковуються як по преміям та і по ціні виконання. Великобританія стягує гербовий збір, що стягується з ціни опціону на капітал, але не застосовується до опціонної премії. Деякі країни G20 застосовують окремі заходи неподаткового характеру на котирувані акції. Комісія США з цінних паперів та фондових бірж (SEC), регулятор ринку капіталу, стягує 0,17 базисних пункти з операцій на фондовому ринку для фінансування своєї регуляторної діяльності. Туреччина оподатковує компанії, які знаходяться в лістингу фондових бірж починаючи від 10 базисних пунктів (початкова плата), та 2,5 базисних пункти як щорічна плата за обслуговування (табл. Ж.4).



Розглянемо практику застосування ПДВ в сфері надання фінансових послуг. ПДВ застосовується до певної сукупності товарів та послуг практично у всіх країнах з ринковою економікою (залишаючи поза увагою міжнародну торгівлю), це означає, що кожен суб'єкт оподаткування зобов'язаний стягувати податок з продажів і платити ПДВ на купівлю матеріалів, в тому числі на повну вартість інвестицій. Чистий ПДВ, що підлягає сплаті, розраховується як різниця між ПДВ, нарахованим по продажах і ПДВ, сплаченим при купівлі (тобто між податковим зобов'язанням і податковим кредитом). З бухгалтерської точки зору, ця база дорівнює сумі прибутку і оплати праці. Це спостереження дозволяє розглянути альтернативний спосіб збору податків: шляхом оподаткування суми прибутку та заробітної плати. Це часто називають методом розрахунку ПДВ-зобов'язань. Визнаючи недостатній рівень оподаткування фінансових послуг, що, як було зазначено вище, слідує з складності визначення конкретної суми доданої вартості, ряд країн намагалися виправити це шляхом обкладення фінансового сектору специфічним податком. Розглянемо конкретні приклади оподаткування фінансових транзакцій у країнах світу.

Ізраїль застосовує додатковий податок для фінансових установ, базою для розрахунку якого є прибуток плюс виплачена заробітна плата. Розмір податкової ставки встановлений на рівні стандартної ставки ПДВ. Немає ніяких проміжних значень, фінансові установи не можуть врахувати податковий кредит по ПДВ, а їх клієнти не отримують податковий кредит при купівлі фінансових послуг. Збір даного податку здійснює відділ по збору податку на прибуток, а не відділ по адмініструванню ПДВ.

У провінції Квебек у Канаді також застосовується додатковий податок до фінансових установ. Ці установи сплачують нульову ставку місцевого ПДВ (при цьому відшкодування ПДВ обмежене для всіх великих підприємств, в тому числі і для фінансових інституцій), але зобов'язані сплачувати податок на заробітну плату та сплачений капітал (для банків, кредитних і трастових компаній та торговців з цінними паперами), або на заробітну плату (для кредитних

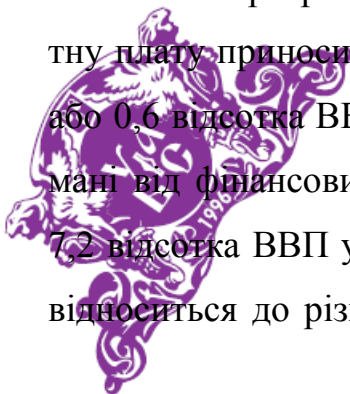


та ощадних спілок) та премії (для страхових компаній). У всіх випадках ставка податку значно нижче стандартної ставки місцевого ПДВ.

В Італії, регіональний податок на виробничу діяльність (IRAP), введений в 1998 році, щоб замінити декілька існуючих податків, представляє інтерес тим, що він є схожим на ПДВ, хоча він і не був введений в якості способу вирішення проблеми недостатнього рівня оподаткування фінансового сектора і стосується як фінансових так і нефінансових організацій.

Базою для цього податку є бухгалтерський прибуток плюс більшість видів заробітної плати (деякі види, наприклад, заробітна плата працівникам, зайнятих у дослідженнях і розробках, не підлягають оподаткуванню). Поки нові інвестиції не вираховуються з грошових потоків, амортизація витрат не здійснюється і тому такі інвестиції не обкладаються податком, у той час як процентні витрати нефінансових фірм будуть додані до бази оподаткування. Для більшості фінансових фірм, процентні витрати не оподатковуються. Платники податків, які здійснюють діяльність в більш ніж одному регіоні мають розподілити податкову базу серед регіонів на частки, пропорційні винагороді персоналу, зайнятого в кожному регіоні. Стандартна ставка податку становить 3,9 відсотка, а місцеві органи влади можуть збільшувати або зменшувати стандартну ставку до 0,9176 процентних пункти.

Франція і Данія стягують компенсаційний податок з установ фінансового сектору які недостатньо обкладені податками через існування різноманітних пільг. У Франції, *taxe sur les salaries*, із заробітної плати поширюється на всіх роботодавців – платників ПДВ. База загальної винагороди, незалежно від місця проживання працівника, скоригована на частку обороту обкладається ПДВ. Дані ставки є прогресивними, починаючи з 4,25 - 13,6 відсотка. Податок на заробітну плату приносить значний дохід в державну казну: €10,5 млрд. у 2007 році, або 0,6 відсотка ВВП. Переважна більшість цього (85 відсотків і більше), отримані від фінансових установ. Для порівняння, ПДВ, приносить дохід на рівні 7,2 відсотка ВВП у 2011 р. У Данії, як і у Франції, податок на заробітну плату відноситься до різних секторів, які в значній мірі звільняються від ПДВ. Для



компаній фінансового сектора, податок стягується в розмірі 9,13 відсотка від фонду заробітної плати, яка включає в себе будь-які форми заробітної плати, включаючи будь-які надбавки, у тому числі виплати в натуральній формі.

У 2009 році Уряд Данії зібрав понад 3,2 млрд. датських крон даного податку з фінансового сектора (близько 70 відсотків від загальної суми сплаченого податку по всіх секторах), що еквівалентно 0,2 відсотка ВВП. Для порівняння: звичайного ПДВ було зібрано близько 10 відсотків від ВВП.

Загальна тенденція в оподаткуванні фінансових операцій протягом останніх декількох десятиліть була низхідною. Сполучені Штати ліквідували податок на операції з акціями вже в 1966 році. Німеччина ліквідувала свої податки на угоди з акціями в 1991 році і з борговими цінними паперами в 1992 році. Японія ліквідувала свої податки на акції в 1999 році. Австралія ліквідувала свої федеральні гербові збори на торгівлю акціями у 2001 році. Італія різко скоротила податки на капітал і фінансові транзакції у 2000 році, Франція – в 2009 році. Ключовим фактором виникнення та розвитку цієї тенденції стали побоювання з приводу підвищення вартості бізнесу, капіталу і порушення розвитку та конкурентоспроможності внутрішнього фінансового ринку, враховуючи, збільшення транскордонної мобільності капіталу.

Закони більшості країн розрізняють первинні розміщення акцій і вторинні торги на ринку. Від податку на акції часто звільняються нові емісії акцій, наприклад як у Великобританії, також і податок на капітал іноді не стягується при первісній видачі. Разом з G20, Корея, Росія і Туреччина впровадили свого роду податок на випуск акцій. Інші країни Європи, зокрема, Греція, Іспанія Кіпр, Австрія, Польща і Португалія також застосовували податки на капітал.

Як і частка податків на фінансові транзакції, частка податків на капітал зменшується. Європейський союз закликав до скорочення або ліквідації зборів на капітал шляхом обмеження їх на рівні 1 відсотку і ліквідації податків на нові випуски акцій в інтересах сприяння розвитку європейських ринків капіталу. У 2006 році Європейська комісія рекомендувала скасування всіх капітальних по-



датків до 2010 року з метою підтримки розвитку компаній в ЄС та створення більшої кількості робочих місць.

У таблиці приведені дані щодо зборів податків на операції з цінними паперами.

Таблиця 5.3 – Доходи окремих країн від ПОЦ (% від ВВП) [392]

Країна	Роки								
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Франція	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	н\д
Німеччина	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	н\д	н\д
Італія	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	н\д	н\д
Японія	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	н\д	н\д
Південна Корея	0,37	0,45	0,32	0,26	0,41	0,43	0,58	н\д	н\д
Швейцарія	0,67	0,50	0,46	0,47	0,44	0,46	0,46	н\д	н\д
Тайвань	0,65	0,77	0,72	0,85	0,65	0,79	1,07	0,77	н\д
Великобританія	0,45	0,27	0,23	0,22	0,22	0,27	0,28	0,29	0,44

Ситуація впровадження ПОЦ може бути змодельована як збільшення операційних витрат аналогічно до розширення спреду. Як вказує Дж. Тобін, при будь-якому заданому рівні очікуваної прибутковості, податок на транзакції перешкоджає короткостроковій торгівлі.

Теоретичні моделі в цілому підтверджують, що більш високі транзакційні витрати, в тому числі введені податки на операції, пов'язані з більш низькими цінами на активи [359, 365]. Інвестори, які повинні нести більш високі затрати з придбання або віднуження цінних паперів вимагають більш високої віддачі від проведення таких угод, і, таким чином знижують курс. Сума премій скоригованих на ліквідність може бути вищою: неліквідні, приватні компанії оцінюються на 20-25 відсотків менше, ніж аналогічні публічні транспарентні компанії [333].

Більш високі витрати на операцію призводять до підвищення вартості капіталу для емітентів цінних паперів, що оподатковуються.

Ефект від даного податку, в розрахунку на одну угоду за адвалорною ставкою T , залежить від періоду володіння (N), ставки дисконтування (r) та темпів зростання дивідендів (g). Пропорційне зниження вартості цінних паперів від обкладання ПОЦ (Δ), відображено нижче:

$$\Delta = 1 - \frac{(1 - e^{-RN})}{1 - (1 - T)e^{-RN}} \quad (5.1)$$

при цьому:

$$R = r - g \quad (5.2)$$

де N – період володіння акцією,

r – ставка дисконтування,

g – темп зростання дивідендів,

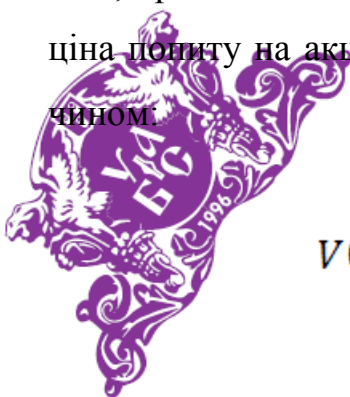
T – ринковий курс акції, за даними біржі.

Розглянемо детальніше вплив податку на операції з цінними паперами на ринкову вартість цінних паперів та на вартість капіталу.

Розглянемо акцію, що буде торгуватися механічно, кожні N періодів. Ціну покупця, яка включає в себе податок позначимо як V . Таким чином, продавець отримає $(1 - T)V$, де T – адвалорна податкова ставка.

Якщо припустити, що на світових ринках процентна ставка буде фіксованою, при незмінній ставці r і за умови, що немає жодних нових випусків акцій, ціна долі на акції на початковий момент часу буде визначатися наступним чином:

$$V(0) = \int_0^N D_t e^{-rt} dt + (1 - T)e^{-rN}V(N), \quad (5.3)$$



де D_t це сума дивідендів, сплачених за період t .

Припускаючи, що

$$\lim_{y \rightarrow \infty} (1 - T)^y e^{-y2N} V(y2N) = 0, \quad (5.4)$$

ціна попиту на акцію буде визначатися як:

$$V(0) = \sum_{s=0}^{\infty} (1 - T)^s \left\{ \int_{sN}^{sN+N} D_t e^{-rt} dt \right\}, \quad (5.5)$$

Якщо припустити, що дивіденди зростають з постійною швидкістю, на рівні ставки g , тоді попередній вираз можна представити у вигляді:

$$V(0) = D \sum_{s=0}^{\infty} (1 - T)^s \left\{ \int_{sN}^{sN+N} e^{-Rt} dt \right\} \quad (5.6)$$

де $R=r-g$

Зважаючи на те, що

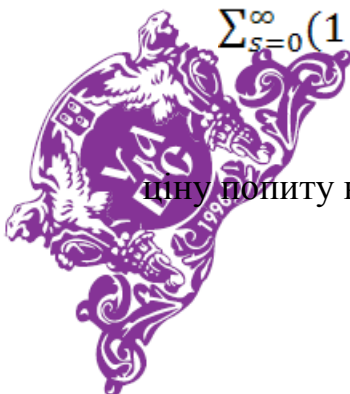
$$\int_{sN}^{sN+N} e^{-Rt} dt = \frac{1}{R} (e^{-R(sN+N)} - e^{-RsN}) = \frac{e^{-RsN}}{R} (1 - e^{-RN}), \quad (5.7)$$

та

$$\sum_{s=0}^{\infty} (1 - T)^s e^{-RsN} = \sum_{s=0}^{\infty} [(1 - T)e^{-RN}]^s = \frac{1}{1 - (1 - T)e^{-RN}}, \quad (5.8)$$

ціну попиту на акцію можна представити у вигляді:

$$V(0) = \frac{D(1 - e^{-RN})}{R[1 - (1 - T)e^{-RN}]}, \quad (5.9)$$



Оскільки ціна активу при відсутності оподаткування визначається як D/R то пропорційне зменшення ціни в результаті дії податку буде визначатися як:

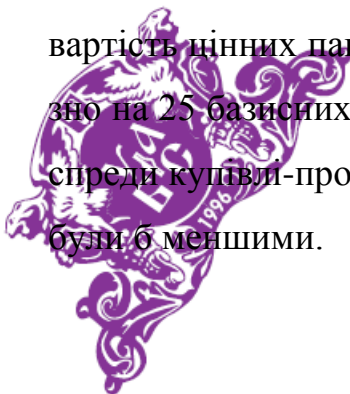
$$\Delta(T) = 1 - \frac{1 - e^{-RN}}{1 - (1-T)e^{-RN}} = \frac{T e^{-RN}}{1 - (1-T)e^{-RN}} \quad (5.10)$$

Дана функція є зростаючою (як і очікувалося) і увігнутою по T , що означає, що чим нижча податкова ставка – тим вище граничне пропорційне зниження ціни під дією податку.

Якщо ж використати наближення $e^x \approx 1 + x$, то ціна попиту на акцію на буде наступного вигляду:

$$V(0) \approx \left(\frac{D}{R}\right) \left(\frac{RN}{1 - (1-T)(1-RN)}\right) = \frac{D}{R + \left(\frac{1}{N}\right)T - TR} \quad (5.11)$$

Що стосується впливу на вартість капіталу, то для цінних паперів із середнім строком утримання близько одного року він дорівнює ставці податку; цей вплив вищий для цінних паперів з більш коротким періодом утримання і нижчий для тих, які утримуються в інвестиційному портфелі довше. У 2009 році середній період утримання акцій в індексному кошику Standard and Poors 500 склав 0,4 роки, або близько 3,5 місяців. Це набагато менше від середнього періоду утримання в 1,8 роки у 1990 році. Один базисний пункт ПОЦ на акціях з такою періодичністю обертання матиме досить невеликий вплив, знижуючи їх ринкову вартість на 0,8 відсотка і збільшуючи вартість капіталу приблизно на 3 базисних пункти. У той же час десять базисних пунктів ПОЦ дозволить знизити вартість цінних паперів на 7,6 відсотка і збільшить вартість їх капіталу приблизно на 25 базисних пунктів. Для слабо капіталізованих акцій, які мають більші спреди купівлі-продажу та більшу тривалість утримання в портфелі, ці наслідки були б меншими.



При підвищенні транзакційних витрат, ПОЦ також подовжить середній період володіння цінними паперами, особливо для цінних паперів з початково вузьким спредом купівлі-продажу, так само як і для сильно капіталізованих акцій. Це дозволить знизити вплив ПОЦ на ринкову вартість цінних паперів та вартість капіталу. Оскільки корпоративні облигації, як правило, торгуються рідше, ніж акції, вплив ПОЦ по корпоративним позикам, ймовірно, буде менше, ніж вплив на акції. Таким чином, загальний вплив низької ставки (5 базисних пунктів або менше) ПОЦ на вартість корпоративного капіталу, ймовірно, буде досить скромним.

В таблиці продемонстровано розрахунки прогнозного впливу ПОЦ на ринкову вартість акцій.

Таблиця 5.4 – Зниження вартості цінного паперу (акції) під впливом ПОЦ, %

Ставка податку, базисні пункти	Середній період утримання в портфелі, роки							
	0,1	0,25	0,5	1	2	3	3,7	10
1	3,2	1,3	0,7	0,3	0,2	0,1	0,1	0,0
5	14,3	6,2	3,2	1,6	0,8	0,5	0,4	0,1
10	25,0	11,7	6,2	3,2	1,6	1,1	0,8	0,3
50	62,5	39,9	24,9	14,1	7,5	5,0	4,1	1,4

Емпіричні дослідження впливу ПОЦ на фінансові ринки в цілому підтверджують теоретичні припущення, що вони знижують ціни на активи. Зокрема, С. Умлауф [387] зазначає, що в 1983 році введення податку на торгівлю капіталом розміром в один відсоток у Швеції спричинило падіння обсягу торгів приблизно на 5,3 відсотка на Стокгольмській фондовій біржі за 30 днів до введення податку. С. Ху [351], вивчаючи 14 форм податку на операції з цінними паперами в Гонконгу, Японії, Кореї і на Тайвані протягом 1975-1994, дійшов виснов-

ку, що зростання транзакційних витрат в середньому на 23 відсотки (у тому числі за рахунок ставки податку) практично у той же час викликає зниження щоденного доходу на ринку на один процент. Г. Шверт та П. Сегуін [377] (1993) підрахували, що введення ПОЦ розміром 0,5 відсотка в США призведе до збільшення вартості капіталу від 10 до 180 базисних пунктів. Оксера [370] вважає, що відміна 0,5 відсотка гербового збору у Великобританії призведе до збільшення цін на акції на 7,2 відсотка і знизити вартість капіталу на 66-80 базисних пунктів.

Результати прогнозування впливу ПОЦ на вартість капіталу наведено в таблиці.

Таблиця 5.5– Результат впливу впровадження ПОЦ на вартість капіталу, %

Ставка податку, базисні пункти	Середній період утримання в портфелі, роки							
	0,1	0,25	0,5	1	2	3	3,7	10
1	0,10	0,04	0,02	0,01	0,01	0,00	0,00	0,00
5	0,5	0,2	0,1	0,05	0,03	0,02	0,01	0,01
10	1,00	0,4	0,2	0,1	0,05	0,03	0,03	0,01
50	5	2	1	0,5	0,25	0,17	0,14	0,05

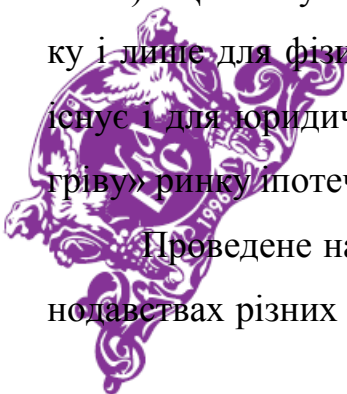
Вплив ПОЦ на вартість капіталу компанії прямо пропорційно залежить від частоти, з якою котируються акції компанії. Бонд та інші [334] виявили, що зниження гербового збору у Великобританії на 50 відсотків у 1986 році призвело до підвищення цін на акції, особливо для акцій з високою швидкістю обертання. Вони передбачили, що усунення решти 50 базисних пунктів збору призведе до збільшення цін на акції в межах 2,5-6,3 відсотка, в оберненій залежності від дивідендної прибутковості і в прямій від ринкового обороту. Цей висновок підтверджують Й. Аміхад і Г. Мендельсон [327], які виявили, що існує певний

тип інвесторів, які на більших (менших) часових горизонтах спеціалізуються на торгівлі менш (більш) ліквідними активами. З огляду на це, можемо зробити висновок, що податок на операції з цінними паперами капіталізується в більшій мірі в цінах на активи з високою швидкістю обертання, таких як сильно капіталізовані акції.

Прийняття на широкій основі податку на операції з цінними паперами часто сприяло приборканню впливу негативних зовнішніх екстерналій на фінансові ринки. Сенс цих приписів, як правило, полягав у наступному: падіння операційних витрат призводять до стрімкого росту торгів короткостроковими цінними паперами і деривативами. Переважна більшість короткострокових торгових операцій є спекулятивними, вони базуються на технічному аналізі на основі слідування тренду, а не на фундаментальному аналізі, саме тому він сприяє зростанню нестабільності і появі бульбашок на ринках окремих активів. При підвищенні транзакційних витрат, ПОЦ буде стримувати короткострокову торгівлю, тим самим знижуючи волатильність ринку і недооцінку активів. Крім того, короткострокова торгівля є грою з нульовим результатом, яка не додає ніякої реальної цінності для економіки, а отже є нерациональною витратою ресурсів [371].

Таким чином, ми можемо констатувати, що практичне застосування податку на фінансові операції мають в цілому ряді країн світу, і мають різні форми, зокрема: на капітал, на операції з фінансовими інструментами, що надають право власності, з борговими цінними паперами, з деривативами, з валютою; на кредитні операції; на банківські депозити та/або зняття коштів з банківських рахунків; на іноземні інвестиції; на вкладення в реальні активи (землю, нерухомість). Що стосується України, то тут на сьогодні діє лише останній вид податку і лише для фізичних осіб. Проте, як було показано вище, така необхідність існує і для юридичних осіб, в першу чергу для зменшення ймовірності «перегріву» ринку іпотечного кредитування та інвестиційного ринку.

Проведене нами дослідження цільових орієнтирів, які встановлені в законодавствах різних країн світу при введенні цих податків, засвідчило, що ці по-



датки спрямовані переважно на досягнення короткострокових цілей (частіш за все – фіскальних або щодо перенесення торгівлі цінними паперами на організовані торговельні площадки), тоді як базова задача щодо розмежування спекуляцій та інвестицій при цьому залишається не вирішеною.

Таким чином, для вирішення цієї проблеми ми пропонуємо ввести в Україні ряд податків на операції з фінансовими інструментами та диференціювати розмір ставок оподаткування залежно від трьох критеріїв:

- 1) термін перебування фінансового інструменту у власності платника податку (це дозволить відокремити спекулятивні та інвестиційні операції);
- 2) наявність біржової реєстрації цінних паперів (біржова реєстрація вимагає розкриття значного обсягу інформації про емітента, що підвищить прозорість інвестиційного ринку);
- 3) місце здійснення торговельних операцій (це переорієнтує більшу кількість операцій на організовані торговельні площадки (біржі), що зробить механізми їх здійснення та контролю за ними більш прозорими) (табл.5.6).

Таблиця 5.6– Ставки податків на операції з фінансовими інструментами, %

Фінансові інструменти	Термін перебування фінансового інструменту у власності платника податку	Наявність біржової реєстрації цінних паперів / Місце здійснення торговельних операцій		
		Наявна / Біржа	Наявна / Поза біржею	Відсутня / Поза біржею
Фінансові інструменти, що надають право власності	Первинне розміщення (IPO)	0	0	0
	До 1 року	0,1	1	3
	Більше 1 року	0	0	0
Боргові цінні папери	Первинне розміщення (IPO)	0	0	0
	До 1 року	0,2	2	6
	Більше 1 року	0	0	0
Деривативи	До 1 року	0,01	0,1	0,3
	Більше 1 року	0	0	0
Валютні активи	До 90 днів	5		
	Більше 90 днів	0,5		

Як видно з табл. 5.6, така диференціація ставок оподаткування робить інвестиційні операції з фінансовими інструментами більш вигідними (вкладення

на термін більше 1 року взагалі не оподатковуються), ніж спекулятивні, що призведе до зменшення кількості короткострокових операцій на інвестиційному ринку та загального рівня волатильності цін на ньому, що в цілому відповідає моделям П. Купіца та Дж. МакКрая.

Одним з недоліків застосування даних пропозицій щодо оподаткування операцій з фінансовими інструментами та нерухомістю може стати неконтрольоване транскордонне переміщення капіталу в офшорні зони з метою ухилення від сплати податків. Тому, ми вважаємо за доцільне для запобігання поширенню цих негативних процесів запровадити в Україні податок на транзакції в офшорні зони у розмірі ставки податку на прибуток. В першу чергу це стосується транзакцій до Кіпру, з яким в Україні діє угода про уникнення подвійного оподаткування, що дає змогу вітчизняним бізнесменам виводити прибутки, уникаючи оподаткування в Україні.

Висновки до п'ятого розділу

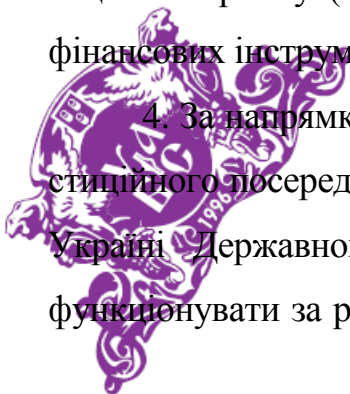
1. В роботі узагальнено основні зміни, що відбулися у сфері державного регулювання та нагляду за розвитком інвестиційного ринку України протягом останнього десятиріччя, визначено їх стратегічну спрямованість та наслідки. Автором проаналізовано заходи, передбачені Програмою розвитку фондового ринку України на 2012-2014 рр., з точки зору їх результативності та відповідності ключовим завданням стратегічного розвитку фондового сегмента інвестиційного ринку України. В роботі також досліджено основні напрямки наднаціонального регулювання діяльності інвестиційного ринку України у відповідності до Директиви 2004/39/ЄС та вимог Базельського комітету з питань банківського нагляду.

2. Автором розроблено основні положення Концепції державного регулювання інвестиційного ринку України на 2013-2015 рр., яка містить систему конкретних практичних заходів, згрупованих в межах 7 загальних напрямків.

3. За напрямком «Стимулювання процесів перетворення заощаджень в інвестиції» автором обґрунтовано необхідність та визначено черговість заходів щодо відміни в Україні податку на депозити. За напрямком «Підвищення ефективності функціонування інфраструктури інвестиційного ринку України» автором обґрунтовано необхідність та запропоновано механізм створення державою правового поля та стимулювання появи нового типу посередників на ньому – інвестиційних фондів прямих інвестицій (наприклад, фондів венчурного капіталу, фондів росту, фондів викупу контрольного пакету за допомогою фінансового левериджу, мезонінних фондів, інфраструктурних фондів тощо). Основним їх завданням має бути не здійснення спекулятивних операцій на ринку через портфельне інвестування, а пряме інвестування в корпоративні права емітентів. Автор пропонує надати цим фондам (на відміну від інститутів спільного інвестування) право залучати кошти інших фінансових посередників, перш за все – публічних інвестиційних фондів та недержавних пенсійних фондів, а також залучати боргове фінансування. Також в межах даного напрямку автором розроблено пропозиції щодо впорядкування інфраструктури проведення біржових торгів, що обумовлено наявністю занадто великої з точки зору світової практики кількості торговельних площадок (сьогодні в Україні їх налічується 10). Впровадження авторських пропозицій щодо консолідації бірж дозволить підвищити рівень довіри до них з боку як емітентів, так і інвесторів, рівень транспарентності біржових операцій.

В цьому ж контексті автором розроблено пропозиції щодо впровадження стандартів надання інвестиційних послуг, типізації інвесторів з відповідною диференціацією режимів захисту їх вкладень, забезпечення пре- та пост- торговельної прозорості угод з цінними паперами, діяльності професійних учасників інвестиційного ринку (з орієнтацією на вимоги Директиви Євросоюзу «Про ринок фінансових інструментів»).

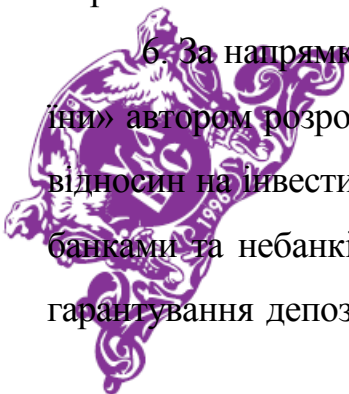
4. За напрямком «Підвищення ефективності виконання державою ролі інвестиційного посередника на ринку» автором обґрунтовано доцільність створення в Україні Державного фонду фінансування пріоритетних проектів, який має функціонувати за рахунок коштів державного бюджету (при умові його профіци-



ту), економії на відсотках при довгостроковому погашенні зовнішнього та внутрішнього державного боргу, надходжень від випуску цим фондом obligцій. За пропозицією автора, акумульовані цим фондом ресурси мають спрямовуватися на софінансування проектів і програм, які реалізуються в межах заходів державно-приватного партнерства, а також на пряме інвестування в корпоративні права компаній, що реалізують суспільно-значущі проекти. Для учасників цих проектів автор пропонує ввести систему гарантій їх зобов'язань з боку цього Фонду. В межах даного напрямку автор також наголошує на необхідності посилення ролі державних банків на інвестиційному ринку як представника держави при здійсненні посередницьких функцій: на стадії економічного підйому державні банки мають збільшувати обсяги залучення депозитів і дуже помірковано відноситися до зростання темпів кредитування, забезпечуючи високу якість своїх кредитних портфелів, тоді як на стадії спаду – нарощувати обсяги кредитування, виконуючи при цьому також і завдання контрциклічного регулювання.

5. За напрямком «Збільшення транспарентності інвестиційного ринку України» автором обґрунтовано необхідність встановлення вимоги щодо обов'язкової публікації інформації про юридичних осіб всіх організаційних форм – суб'єктів інвестиційного ринку, формування на цій основі відповідної узагальненої бази даних про емітентів та потенційні об'єкти інвестування. В цьому ж контексті особливої актуальності набуває чітке нормативне закріплення мінімального рівня транспарентності діяльності інвестиційних посередників, для реалізації чого в роботі запропоновано ряд практичних заходів щодо імплементації методик оцінювання інформаційної прозорості, розроблених в межах проекту USAID «Розвиток ринків капіталу», в практику функціонування регуляторів IP України.

6. За напрямком «Регулювання конкуренції на інвестиційному ринку України» автором розроблено пропозиції щодо регулювання двох типів конкурентних відносин на інвестиційному ринку: між групами суб'єктів ринку (наприклад, між банками та небанківськими інвестиційними посередниками) – через відмову від гарантування депозитів фізичних осіб; в межах однієї групи суб'єктів ринку (на-

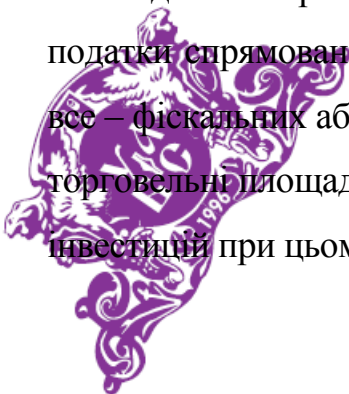


приклад, між окремими банками) – з метою недопущення як надмірно низького рівня конкуренції (це підвищує рівень трансакційних витрат щодо трансформації заощаджень в інвестиції), так і надмірно високого її рівня (це спонукає посередників до ризикового інвестування з метою отримання додаткового прибутку).

7. За напрямком «Підвищення якості нагляду та регулювання інвестиційного ринку України» обґрунтовано необхідність посилення правової, інституціональної та фінансової незалежності регуляторів інвестиційного ринку. Так, зокрема, якщо Національний банк України не залежить від фінансування з Державного бюджету, то Національна комісія, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг, та Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку підпорядковуються в своїй діяльності виконавчим органам влади та фінансуються з Державного бюджету. Крім того, автором обґрунтовано необхідність запровадження системи ризик-орієнтованого пруденційного нагляду на ринку цінних паперів, яка для регулювання діяльності банків в різних країнах світу вже довела свою ефективність.

8. За напрямком «Податкове регулювання обігу інвестиційного капіталу» автором розроблено ряд пропозицій щодо вдосконалення оподаткування операцій з фінансовими інструментами, нерухомістю, а також трансакцій в офшорні зони. Враховуючи традиційне трактування інвестиційного ринку як частини фінансового ринку та обумовлену цим розмитість меж між спекулятивними та інвестиційними операціями, у вітчизняному законодавчому полі не впорядкованим залишається питання диференціації регуляторних заходів, зокрема – в сфері податкового регулювання, що застосовуються для даних видів операцій.

9. Проведене автором дослідження цільових орієнтирів, які встановлені в законодавствах різних країн світу при введенні цих податків, засвідчило, що ці податки спрямовані переважно на досягнення короткострокових цілей (частіш за все – фіскальних або щодо перенесення торгівлі цінними паперами на організовані торговельні площадки), тоді як базове завдання щодо розмежування спекуляцій та інвестицій при цьому залишається не вирішеним.



10. Для вирішення цієї проблеми автором запропоновано ввести в Україні ряд податків на операції з фінансовими інструментами та диференціювати розмір ставок оподаткування залежно від трьох критеріїв: 1) термін перебування фінансового інструменту у власності платника податку (це дозволить відокремити спекулятивні та інвестиційні операції); 2) наявність біржової реєстрації цінних паперів (біржова реєстрація вимагає розкриття значного обсягу інформації про емітента, що підвищить прозорість IP); 3) місце здійснення торговельних операцій (це переорієнтує більшу кількість операцій на організовані торговельні площадки (біржу), що зробить механізми їх здійснення та контролю за ними більш прозорими). Запропонована автором диференціація ставок оподаткування робить інвестиційні операції з фінансовими інструментами більш вигідними (вкладення на термін більше 1 року взагалі не оподатковуються), ніж спекулятивні, що призведе до зменшення кількості короткострокових операцій на інвестиційному ринку та загального рівня волатильності цін на ньому.

11. Застосування розроблених автором пропозицій щодо оподаткування операцій з фінансовими інструментами та нерухомістю може призвести до неконтрольованого транскордонного переміщення капіталу в офшорні зони з метою ухилення від сплати податків. Для запобігання поширенню цих негативних процесів автором запропоновано впровадити в Україні податок на трансакції в офшорні зони у розмірі ставки податку на прибуток.

Основні положення даного розділу роботи викладені автором в [122, 125, 131, 137, 138, 153, 155, 158, 160, 161].



ВИСНОВКИ

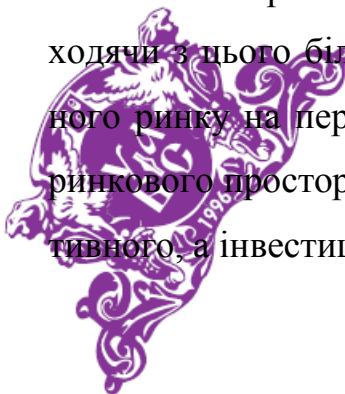
У дисертації наведено теоретичне узагальнення і нове вирішення наукової проблеми, що виявляється у розвитку теоретико-методологічних засад обґрунтування стратегічних напрямків розвитку та регулювання інвестиційного ринку України під впливом динамічних змін його кон'юнктури, загострення конкуренції на ньому та глобалізаційних процесів.

За результатами дисертаційного дослідження зроблено такі висновки:

1. Однією з причин виникнення системних дисбалансів у фінансових системах різних країн світу є розмиття меж між спекулятивним та інвестиційним капіталом, неврахування відмінностей між ними при застосуванні регулюючих заходів. Це розмежування автор пропонує здійснювати за критеріями: строковість, спосіб отримання доходу, доходність, ризиковість, орієнтири при прийнятті рішень про вкладення капіталу, оборотність, використання фінансового важеля.

2. Інвестиційний ринок слід розуміти як сукупність економічних відносин між продавцями ресурсів та їх покупцями безпосередньо або за участю посередників з приводу акумуляції інвестиційного та/або позикового капіталу та трансформації його у фактор виробництва на основі взаємодії попиту та пропозиції в межах інституційного й правового поля.

3. Усталене розуміння інвестиційного ринку як структурного елементу фінансового ринку або ототожнення його з фондовим ринком призводить до неврахування специфічних завдань, що має виконувати інвестиційний ринок в економічній системі, зокрема – щодо підтримання оптимальних пропорцій фінансового та реального інвестування, а також споживання та інвестування. Виходячи з цього більш обґрунтованим слід вважати позиціонування інвестиційного ринку на перетині фінансового ринку та ринку факторів виробництва як ринкового простору, на якому обертається капітал, який має ознаки не спекулятивного, а інвестиційного.

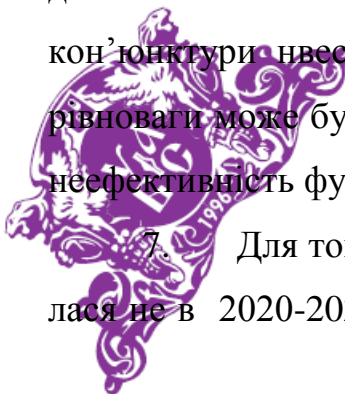


4. Застосування економетричної моделі оцінювання попиту на інвестиційному ринку України дозволило спрогнозувати щорічний приріст його рівня до 2021 р. (при прийнятті за базу порівняння його значення в 2010 р.), зокрема: в 2011 р. – 38,62%; в 2012 р. – 50,13%; в 2013 р. – 66,56%; в 2014 р. – 80,83%; в 2015 р. – 91,65%; в 2016 р. – 103,75% тощо. Вплив ряду індикаторів (зокрема: індексу цін на інвестиції в основний капітал, ставки кредитування, вартості торгів на фондовій біржі, ринкової капіталізації компаній, облікової ставки НБУ, кількості податків, відношення матеріальних активів до матеріальних), які традиційно вважаються значущими чинниками формування попиту, виявився незначущим саме для вітчизняного інвестиційного ринку.

5. За результатами застосування розробленої регресійної моделі прогнозування рівня пропозиції на інвестиційному ринку України встановлено часові лаги між застосуванням регулюючих заходів та відповідним «відгуком» на ці зміни з боку рівня заощаджень в економіці як індикатора пропозиції на інвестиційному ринку: лаг у 3 роки – для витрат і доходів населення, обсягу реалізованої промислової продукції (робіт, послуг), видатків зведеного бюджету та обсягу грошової маси; лаг у 2 роки – для реальної середньої заробітної плати; лаг в 1 рік – для офіційного курсу гривні до долара США. Побудована модель дозволила спрогнозувати рівень пропозиції на інвестиційному ринку України до 2021 р. (у % до рівня 2010 р.), зокрема: в 2013 р. – 129,10%, в 2014 р. – 172,34%, в 2015 р. – 193,08% тощо.

6. Регресійний аналіз залежностей релевантних факторів формування попиту та пропозиції на інвестиційному ринку України від часу (за 2000-2011 рр.), а також використання апарату лінійного параметричного програмування дозволило встановити, що при збереженні тих тенденцій у розвитку кон'юнктури інвестиційного ринку України, які мали місце за цей період, точка рівноваги може бути досягнута лише на рубежі 2020-2021 рр., що свідчить про неефективність функціонування інвестиційного ринку України.

7. Для того, щоб рівновага на інвестиційному ринку України встановилася не в 2020-2021 рр., а в 2015 р., слід застосувати розроблену автором сис-

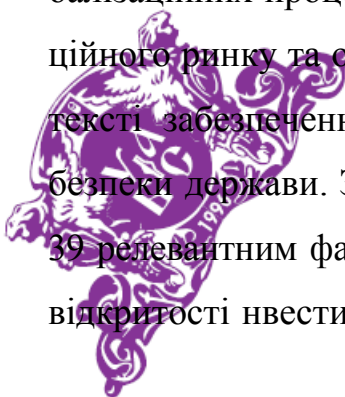


тому заходів державного регулювання кон'юнктури інвестиційного ринку України, яка передбачає коригування одночасно всіх керованих параметрів попиту або пропозиції у чітко визначений в результаті моделювання термін, який враховує часові лаги для кожного параметру. Розраховані автором відсотки, на які слід скоригувати відповідний фактор від його початкового рівня, можуть бути використані як кількісні оцінки (за обсягами та часом) цільових орієнтирів при реалізації національних програм соціально-економічного та інвестиційного розвитку України.

8. Оцінювання інтенсивності конкурентних відносин на інвестиційному ринку України на основі матричного підходу, зокрема – на його фондовому сегменті, дозволило ідентифікувати його як ринок монополістичної конкуренції, на якому суттєво не переважає жодна група суб'єктів (станом на початок IV кварталу 2011р. кількісний індикатор рівня конкуренції на інвестиційному ринку склав 0,5669). Складено конкурентну карту інвестиційного ринку в координатах «частка ринку, яка контролюється відповідним суб'єктом – темп її приросту» для основних груп інвестиційних посередників.

9. Застосування експертного та матричного підходів до оцінювання інвестиційної привабливості акцій та облігацій як ступеню наближеності інтегральної оцінки всієї сукупності релевантних факторів впливу до її максимально можливого рівня, а також практичні розрахунки на прикладі акцій, емітованих ВАТ «Північним ГЗК» та ВАТ «Мотор Січ» у 2010 р., дозволили стверджувати про відповідно низький та середній їх рівні (значення узагальнюючого індикатора інвестиційної привабливості цих акцій склали відповідно 0,34 та 0,52).

10. Стратегія розвитку інвестиційного ринку України під впливом глобалізаційних процесів повинна базуватися на паритеті між відкритістю інвестиційного ринку та обмеженням присутності іноземного капіталу на ньому в контексті забезпечення національного фінансового суверенітету та економічної безпеки держави. За розрахунками коефіцієнтів осциляції та темпів приросту по 39 релевантним факторам за 2010-2011 рр., обґрунтовано, що загальний рівень відкритості інвестиційний ринок України в 2011 р. склав 10,79% (при максима-



льно можливому рівні цього показника – 100%). Це свідчить про наявність проблем щодо його транспарентності, відкритості та готовності до інтеграції у світову ринкову систему.

11. Дихотомічним методом встановлено діапазон значень частки інвестицій, здійснених нерезидентами, в загальному обсязі інвестиційних ресурсів на ринку, на протязі якого значення темпу зростання ВВП досягає максимуму. Мінімальна межа цього діапазону: рівень іноземного капіталу – 11,78%; Δ ВВП – 21,52%, а максимальна: рівень іноземного капіталу – рівень іноземного капіталу – 14,65%; Δ ВВП – 14,70%.

12. Розроблено основні положення Концепції державного регулювання інвестиційного ринку України на 2013-2015 рр., які передбачають формування системи заходів, об'єднаних за напрямками: стимулювання процесів перетворення заощаджень в інвестиції, підвищення ефективності функціонування інфраструктури ринку, підвищення ефективності виконання державою ролі інвестиційного посередника, збільшення транспарентності ринку, регулювання конкуренції на ньому, підвищення якості нагляду та регулювання, податкове регулювання обігу інвестиційного капіталу.

В Україні доцільно ввести додаткові податки на спекулятивні операції з фінансовими інструментами (які надають право власності, борговими цінними паперами, деривативами та валютними активами). Розроблено диференційовану систему ставок цих податків залежно від критеріїв: термін перебування фінансового інструменту у власності платника податку, наявність біржової реєстрації цінних паперів, місце здійснення торговельних операцій. Це дозволяє відокремити спекулятивні та інвестиційні операції, підвищити транспарентність інвестиційного ринку та зменшити загальний рівень волатильності цін на ньому, переорієнтувати торги на організовані торговельні площадки (біржу).

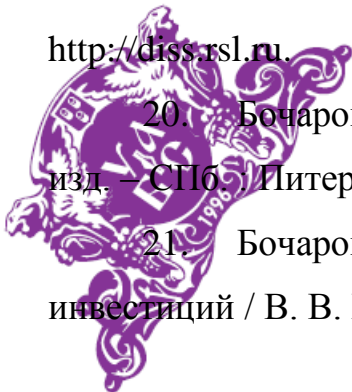


СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖРЕЛ

1. Аброскин А. А. Статистический анализ факторов развития российского рынка акционерного капитала : дис... канд. экон наук : 08.00.12 [Электронный ресурс] / А. А. Аброскин. – Москва, 2009. – Режим доступа : <http://diss.rsl.ru>.
2. Адеконов Г. М. Банки и фондовый рынок / Г. М. Адеконов. – М. : Ось – 89, 1997. – 160 с.
3. Азоев Г. Л. Конкуренция: анализ, стратегия и практика / Г. Л. Азоев, 1996. – 234 с.
4. Александер В. С. Методы принятия инвестиционных решений на финансовых рынках : дис... канд. экон. наук : 08.00.10 [Электронный ресурс] / В. С. Александер. – 178 с. – Режим доступа : <http://diss.rsl.ru>.
5. Алексеенко Л. Вплив державного регулювання економіки на становлення інституту ринку / Людмила Алексеенко // Світ фінансів. – 2007. – № 2. – С. 29-33.
6. Аналітичний огляд банківської системи України за 2011 рік [Електронний ресурс] / Національне рейтингове агентство «Рюрік». – Режим доступу : <http://www.rurik.com.ua/documents/research>.
7. Аналітичний огляд ринку небанківських фінансових послуг України за 2010 рік [Електронний ресурс] / Національне рейтингове агентство «Рюрік». – Режим доступу : <http://www.rurik.com.ua/documents/research>.
8. Аналітичний огляд ринку небанківських фінансових послуг України за 2011 рік [Електронний ресурс] / Національне рейтингове агентство «Рюрік». – Режим доступу : <http://rurik.com.ua/documents/research>.
9. Аналітичний огляд ринку спільного інвестування у 2009 році [Електронний ресурс] / Українська асоціація інвестиційного бізнесу. – Режим доступу : http://www.uaib.com.ua/analituaib/year_analit_uaib.html.



10. Аналітичний огляд ринку спільного інвестування у 4-му кварталі 2010 року [Електронний ресурс] / Українська асоціація інвестиційного бізнесу. – Режим доступу : http://www.uaib.com.ua/analituaib/year_analit_uaib.html.
11. Аналітичний огляд ринку спільного інвестування у 4-му кварталі 2011 року [Електронний ресурс] / Українська асоціація інвестиційного бізнесу. – Режим доступу : http://www.uaib.com.ua/analituaib/year_analit_uaib.html.
12. Антология экономической классики – М. : Эконув, Ключ, 1993. – 486 с.
13. Асоціація «Незалежна асоціація банків України» – новий формат діалогу на фінансовому ринку [Електронний ресурс] / НАБУ. – Режим доступу : <http://www.nabu.com.ua/ukr/about/>.
14. Бесараб Є. О. Формування промфінгруп в Україні та стимулювання руху інвестиційних ресурсів / Є. О. Бесараб // Фінанси України. – 2001. – № 6. – С.114–119.
15. Біржовий список ПФТС [Електронний ресурс] / Фондова біржа ПФТС. – Режим доступу : <http://pfts.com/uk>.
16. Бланк И. А. Основы инвестиционного менеджмента : в 2 т. / И. А. Бланк. – К. : Эльга-Н, Ника-Центр, 2001. – Т. 1.– 536 с.
17. Бланк И. А. Инвестиционный менеджмент : учебный курс / И. А. Бланк, 2002. – 448 с.
18. Блохина Т. Рынок институциональных инвестиций: состояние и перспективы / Т. Блохина // Вопросы экономики. – 2000. – № 1. – С.156–160.
19. Болотин А. В. Позиционирование промышленных предприятий на инвестиционном рынке : дис... канд. экон. наук : 08.00.05 [Электронный ресурс] / А. В. Болотин. – Екатеринбург, 2009. – 181 с. – Режим доступа : <http://diss.rsl.ru>.
20. Бочаров В. В. Инвестиции : учебник для вузов / В. В. Бочаров. – 2-е изд. – СПб. : Питер, 2009. – 384 с.
21. Бочаров В. В. Финансово-кредитные методы регулирования рынка инвестиций / В. В. Бочаров. – М. : Финансы и статистика, 1993. – 143 с.



22. Бригхем Ю. Финансовый менеджмент. Полный курс : в 2 томах / Ю. Бригхем, Л. Гапенски; пер. с англ. – СПб. : Экономическая школа. – 1997. – Т. 1. – 497 с.

23. Буднік М. М. Фінансовий ринок : навчальний посібник / М. М. Буднік, Л. С. Мартюшева, Н. В. Сабліна ; Мін-во освіти і науки України, Харківський нац. економ. ун-т. – К. : ЦУЛ, 2009. – 334 с.

24. Бурмака М. Саморегулювання на фондовому ринку: суперечливість концепцій та адаптація міжнародних стандартів в Україні / М. Бурмака // Ринок цінних паперів України. – 2007. – № 11–12. – С. 11–18.

25. Буряк П. Ю. Методологічні основи створення фінансово-промислових груп / П. Ю. Буряк // Фінанси України. – 2003. – № 11. – С. 25–35.

26. Быковский В. В. Региональный рынок инвестиционных товаров как основа организации инвестиционного процесса / В. В. Быковский // Актуальные проблемы российского менеджмента : сб. науч. тр. под науч. ред. д-ра экон. наук, проф. В. В. Быковского / Тамб. гос. техн. ун-т. – Тамбов, 2007. – 252 с.

27. Бюлетень Національного банку України [Електронний ресурс] / Національний банк України. – 2001. – № 2. – Портал НБУ. – Режим доступу : <http://bank.gov.ua/Publication/econom.htm>.

28. Бюлетень Національного банку України [Електронний ресурс] / Національний банк України. – 2012. – № 2. – Портал НБУ. – Режим доступу : <http://bank.gov.ua/Publication/econom.htm>.

29. Бюлетень Національного банку України [Електронний ресурс] / Національний банк України. – 2012. – № 4. – Портал НБУ. – Режим доступу : <http://bank.gov.ua/Publication/econom.htm>.

30. Бюлетень НБУ [Електронний ресурс] / Національний банк України. – 2011. – № 8. – Портал НБУ. – Режим доступу : <http://bank.gov.ua/Publication>.

31. Васильева Т. А. Банковское инвестирование на рынке инноваций : монография / Т. А. Васильева. – Сумы : Изд-во СумГУ, 2007. – 513 с.

32. Васильева Т. А. Діяльність банківських установ на ринку інноваційного інвестування: методологічні засади : дис... д-ра экон. наук : спец. 08. 00.



08 – гроші, фінанси і кредит / Т. А. Васильєва; Держ. вищий навчальний заклад «УАБС НБУ». – Суми : [Б. В.], 2008. – 504 с.

33. Васильєва Т. А. Суб'єкти інвестиційного ринку: характеристика, повноваження, проблеми функціонування / Т. А. Васильєва, С. В. Леонов, О. В. Макарюк // Вісник Сумського національного аграрного університету. – Серія «Економіка та менеджмент». – 2009. – Вип. 5 (36). – С. 3–9.

34. Васильєва Т. А. Суб'єктно-об'єктний взаємозв'язок банківської системи і ринку інноваційного інвестування / Т. А. Васильєва // Вісник Сумського державного університету. – 2008. – № 1. – С.168–175.

35. Васильєва Т. А. Сутнісний аналіз інвестиційного ринку та його ролі у функціонуванні економічної системи / Т. А. Васильєва, С. В. Леонов, О. В. Макарюк // Вісник Харківського національного технічного університету сільського господарства : Економічні науки. – Харків, 2009. – Вип. 85. – С. 16–22.

36. Васильєва Т. А. Фінансовий інструментарій забезпечення ефективного функціонування інвестиційного ринку / Т. А. Васильєва, С. В. Леонов, О. В. Макарюк // Механізм регулювання економіки. – 2009. – № 3. – С. 41-55.

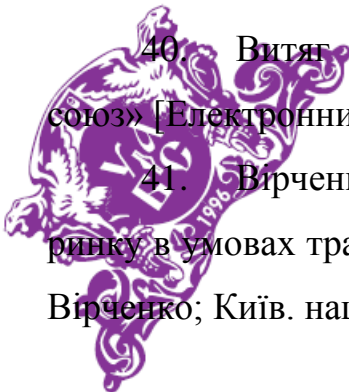
37. Васильченко З. Методологічні аспекти дослідження банківських установ як фінансових посередників / З. Васильченко // Банківська справа. – 2008. – № 4. – С. 11–23.

38. Васильченко З. Фінансова консолідація як сучасна тенденція розвитку банківського бізнесу / З. Васильченко // Світ фінансів. – 2006. – № 3 (8) – С. 60–70.

39. Вахненко Т. Теоретические основы регулирования межгосударственного движения капиталов / Т. Вахненко // Экономика Украины. – 2001. – №8. – С.12–21.

40. Витяг зі статуту асоціації «Український кредитно-банківський союз» [Електронний ресурс] / УКБС. – Режим доступу : <http://www.kbs.org.ua>.

41. Вірченко В. В. Формування інституційної структури фінансового ринку в умовах транзитивної економіки: дис... канд. екон. наук: 08.00.01 / В. В. Вірченко; Київ. нац. ун-т ім. Т.Шевченка. – К., 2007. – 276 с.



42. Власенкова Ю. Еволюція фінансових посередників: від банків до фінансових супермаркетів / Ю. Власенкова // Фінансовий ринок України. – 2008. – № 7. – С.37–39.

43. Вовчак О. Д. Інвестування: навчальний посібник / О. Д. Вовчак. – Львів: Новий Світ-2000, 2007. – 544 с.

44. Войтицкая Л. Банки сокращают свои сети [Электронный ресурс] / Л. Войтицкая // Дело. – 2010. – № 3. – Режим доступа : <http://delo.ua/dengi/banki/>.

45. Волга В. Развитие финансовых рынков Украины. Перспективы рынка финансового лизинга [Электронный ресурс] / В. Волга. – Режим доступа : <http://www.dfp.gov.ua/>.

46. Воробйов Є. М. Економічна теорія. Модульний курс. Основи мікроекономіки. Основи макроекономіки : навчальний посібник для ВНЗ / Є. М. Воробйов, 2009. – 320 с.

47. Гаращенко О. М. Відсутність стратегії інвестування як запорука непропорційного розвитку економіки та її схильності до кризових явищ / О. М. Гаращенко // Наука й економіка. – 2010. – № 2 (18). – С. 227–236.

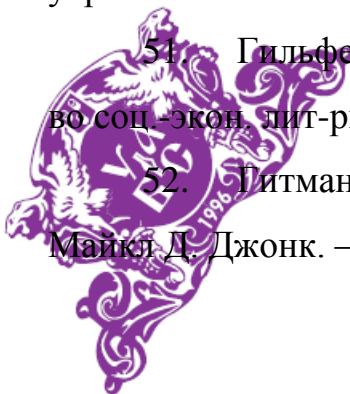
48. Геєць В. Іноземний капітал у банківській системі України / В. Геєць // Дзеркало тижня. – 2006. – № 26.

49. Герасименко В. Економічна сутність і особливості банківської конкуренції та конкурентоспроможності банків / В. Герасименко // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : зб. наук. праць. – ДВНЗ «УАБС НБУ». – Вип. 32. – С. 6–14.

50. Гетьман О. Проблеми розвитку діяльності інвестиційних банків України / О. Гетьман // Економічний аналіз. – 2010. – № 7. – С. 141–143.

51. Гильфердинг Р. Финансовый капитал / Р. Гильфердинг. – М. : Изд-во соц.-экон. лит-ры, 1959. – 492 с.

52. Питман Л. Дж. Основы инвестирования / Лоренс Дж. Гитман, Майкл Д. Джонк. – М. : Дело. – 1997. – 1008 с.



53. Глущенко С. В. Інвестиційні послуги банків: зарубіжна практика та українські перспективи / С. В. Глущенко // Фінанси України. – 2007. – № 5. – С.96–105.

54. Голуб Ю. А. Оцінка філіальної мережі банківських установ в період фінансової кризи / Ю. А. Голуб, Д. В. Завадська // Архів конференцій. – Економічні науки. – Режим доступу : <http://www.rusnauka.com/>.

55. Гольченко І. Е. Мотиви виходу іноземних банків на ринки країн Східної Європи та наслідки такої експансії для місцевих банків / І. Е. Гольченко // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : зб. тез доповідей X Всеукраїнської науково-практичної конференції (22–23 листопада 2007 р.) : у 2 т. – 2007. – Т. 1. – С. 162–163.

56. Гончаров А. Б. Інвестування: навчальний посібник / А. Б. Гончаров; Мін-во освіти і науки України, Харківський держ. економ. ун-т. – Х. : ВД «ІН-ЖЕК», 2004. – 240 с.

57. Горбач Л. М. Ринок фінансових послуг : навч. посібник / Л. М. Горбач, О. Б. Каун. – К. : Кондор, 2006. – 436 с.

58. Гурова В. О. Проблеми менеджменту інвестиційної діяльності в Україні / В. О. Гурова, Р. С. Валитов [Електронний ресурс] / Вісник Чернівецького торговельно-економічного інституту. – Режим доступу : http://194.44.242.244/Portal/Soc_Gum/Vchtei/2010_4/NV-2010-V4_17.pdf.

59. Гутгарц Е. Инвестиционные фонды Украины: сравнительный анализ паевых и корпоративных фондов [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://www.prostobank.ua>.

60. Данилова Т. Н. Инвестиционный рынок и его место в структуре финансового рынка (институциональный подход) / Т. Н. Данилова // Финансы и кредит. – 2002. – № 8. – С. 10–25.

61. Денисенко Н. Возможности активизации инвестирования в современных условиях / Н. Денисенко // Экономика Украины. – 2003. – № 1. – С. 28–32.



62. Дзюблюк О. Розвиток банківської системи в умовах інтеграції економіки України у світове господарство і лібералізації міжнародного руху капіталу / О. Дзюблюк, О. Прийдун // Світ фінансів. – 2008. – №2 – С. 8–19.

63. Директива 2004/39/ЄС Європейського Парламенту та Ради від 21.04.2004 р. щодо ринків фінансових інструментів [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://eur-lex.europa.eu.int>.

64. Ділові очікування підприємств України. Аналітичний звіт НБУ за перший квартал 2012 року [Електронний ресурс] / Портал НБУ. – Режим доступу : <http://bank.gov.ua>.

65. Другов О. О. Оцінка рівня та перспективи участі іноземних інвесторів у функціонуванні банківської системи України / О. О. Другов, В. В. Рисін // Формування ринкових відносин в Україні. – 2007. – № 6. – С. 89–93.

66. Дука А. П. Теорія та практика інвестиційної діяльності. Інвестування : підручник для студ. ВНЗ / А. П. Дука. – 2-ге вид. – К. : Каравела, 2008. – 432 с.

67. Думка експерта: Попередній кредит МВФ врятував іноземні банки в Україні [Електронний ресурс] // Економічна правда. – Режим доступу : <http://www.epravda.com.ua/news>.

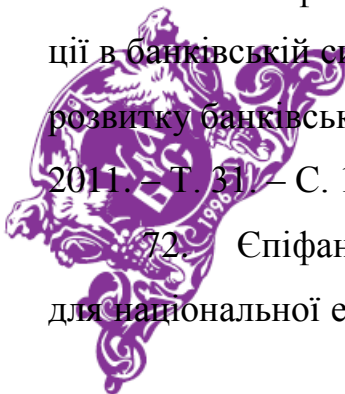
68. Економічна енциклопедія : у 3 т. / ред. кол.: С. В. Мочерний (відповід. ред.) та ін. – К. : Видавничий центр «Академія», 2002. – Т. 3. – 952 с.

69. Експансія банків з іноземним капіталом пішла на спад / [Електронний ресурс] – Режим доступу : <http://news.finance.ua/>.

70. Еш С. Фінансовий ринок: навчальний посібник / С. Еш; Мін-во освіти і науки України, Нац. ун-т харчових технологій. – К.: ЦУЛ, 2009. – 528 с.

71. Єпіфанов А. Науково-методичні підходи до оцінки рівня конкуренції в банківській системі / А. Єпіфанов, А. Ярошенко // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : зб. наук. праць. / ДВНЗ «УАБС НБУ». – 2011. – Т. 31. – С. 16–28.

72. Єпіфанов А. О. Банки з іноземним капіталом як можлива загроза для національної економіки / А. О. Єпіфанов, Ф. І. Шпиг // Міжнародна банків-



ська конкуренція: Теорія і практика : збірник тез доповідей I Міжнародної науково-практичної конференції (25-26 травня 2006 р.). – С. 7–8.

73. Загальна інформація про НДУ [Електронний ресурс] / Національний депозитарій України. – Режим доступу : <http://csd.ua>.

74. Загальна інформація. ЛСОУ [Електронний ресурс] / Ліга страхових організацій України. – Режим доступу : <http://uainsur.com/liga/about/info/>

75. Загородній А. Г. Фінансово-економічний словник / А. Г. Загородній, Г. Л. Вознюк. – Л. : Львівська політехніка, 2005. – 714 с.

76. Закон України «Про акціонерні товариства» [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua>.

77. Закон України «Про банки і банківську діяльність» [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua>.

78. Закон України «Про державне регулювання діяльності у сфері трансферту технологій» [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua>.

79. Закон України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua>.

80. Закон України «Про державну реєстрацію речових прав на нерухоме майно та їх обтяжень» [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua>.

81. Закон України «Про заставу» [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua>.

82. Закон України «Про інвестиційну діяльність» [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua>.

83. Закон України «Про інститути спільного інвестування (корпоративні та пайові інвестиційні фонди)» [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua>.

84. Закон України «Про іпотеку» [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua>.



85. Закон України «Про іпотечне кредитування, операції з консолідованим іпотечним боргом та іпотечні сертифікати» [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua>.

86. Закон України «Про іпотечні облигації» [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua>.

87. Закон України «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні» [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua>.

88. Закон України «Про оподаткування прибутку підприємств» [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua>.

89. Закон України «Про фінансовий лізинг» [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua>.

90. Закон України «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг» [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua>.

91. Закон України «Про фінансово-кредитні механізми і управління майном при будівництві житла та операціях з нерухомістю» [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua>.

92. Закон України «Про фінансово-промислові групи в Україні» [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua>.

93. Закон України «Про холдингові компанії в Україні» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua>.

94. Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua>.

95. Залучення прямих іноземних інвестицій [Електронний ресурс] / ЦПУ. – 10 березня 2011. – № 10 (655). – Режим доступу : <http://www.securities.org.ua/>.

96. Зачосова Н. В. Формування комплексної системи економічної безпеки компаній з управління активами інститутів спільного інвестування [Електронний ресурс] / Н. В. Зачосова. – Режим доступу : <http://nbuv.gov.ua/>.



97. Звіт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку впродовж I півріччя 2011 року [Електронний ресурс] / Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку України. – Режим доступу: <http://www.ssmsc.gov.ua/>.

98. Звіт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2009 рік [Електронний ресурс] / Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку України. – Режим доступу : <http://www.ssmsc.gov.ua>.

99. Звіт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2010 рік [Електронний ресурс] / Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку України. – Режим доступу : <http://www.ssmsc.gov.ua>.

100. Зомбарт В. Современный капитализм / В. Зомбарт. – Т.3. – 1930.

101. Иванова Н. Инвестиционные и консультационные услуги иностранных банков / Н. Иванова // Деньги и кредит. – 2000. – № 5. – С.61–65.

102. Игонина Л. Л. Инвестиции : учеб. пособие / под ред. д-ра экон. наук, проф. В. А. Слепова. – М. : Юристъ, 2002. – 480 с.

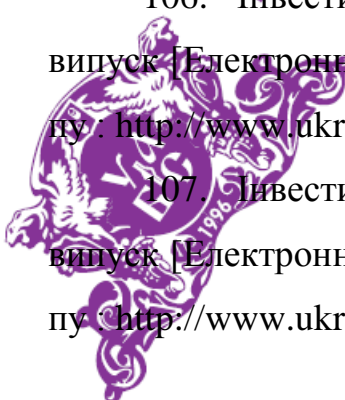
103. Іваніненко-Свинцицька І. Є. Стратегічний інвестор в українській промисловості / І. Є. Іваніненко-Свинцицька // Фінанси України. – 2001. – № 4. – С.90–95.

104. Ігнатенко А. В. Фінансові інвестиції на ринку нерухомості / А. В. Ігнатенко, В. Г. Кабанов // Формування ринкових відносин в Україні. – 2006. – № 11. – С. 32–36.

105. Інвестиції в основний капітал за джерелами фінансування у 2010 році [Електронний ресурс] / Державний комітет статистики. – Режим доступу : <http://www.ukrstat.gov.ua>.

106. Інвестиції зовнішньоекономічної діяльності у 2010 році. Експрес-випуск [Електронний ресурс] // Державний комітет статистики. – Режим доступу : <http://www.ukrstat.gov.ua>.

107. Інвестиції зовнішньоекономічної діяльності у 2011 році. Експрес-випуск [Електронний ресурс] // Державний комітет статистики. – Режим доступу : <http://www.ukrstat.gov.ua>.



108. Інвестування : підручник / В. М. Гриньова, В. О. Коюда, Т. І. Лепейко, О. П. Коюда, 2008. – 452 с.

109. Інструменти фондового ринку для приватних інвесторів / ІШУ – 17 березня 2011. – № 11 (656). – 63 с.

110. Інформаційна довідка щодо розвитку фондового ринку України впродовж січня–вересня 2010 року [Електронний ресурс] / Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку України. – Режим доступу : <http://www.ssmc.gov.ua>.

111. Інформаційна довідка щодо розвитку фондового ринку України впродовж січня – березня 2011 року [Електронний ресурс] / Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку України. – Режим доступу : <http://www.ssmc.gov.ua>.

112. Історія економічних учень / за ред. В. Д. Базилевича. – К. : Знання, 2004. – 1300 с.

113. Kobushko I. The current investment market of Ukraine in the context of transformation processes / Ihor Kobushko, Iana Kobushko // *Przedsiębiorstwo & Finance*. – 2012. – №2. – P. 29-41.

114. Каламбет С. В. Сутність і структура ринку позичкового капіталу / С. В. Каламбет, Д. О. Дил // *Науковий вісник: Фінанси, банки, інвестиції*. – 2009. – № 4. – С. 63–67.

115. Калач Г. М. Розвиток депозитарної системи України у контексті світових тенденцій [Електронний ресурс] / Г. М. Калач / Режим доступу : <http://www.nbu.gov.ua/e-Journals/>

116. Капітальні інвестиції за 2010 рік. Експрес-випуск [Електронний ресурс] // Державний комітет статистики. – Режим доступу : <http://www.ukrstat.gov.ua>.

117. Капітальні інвестиції за 2011 рік. Експрес-випуск [Електронний ресурс] // Державний комітет статистики. – Режим доступу : <http://www.ukrstat.gov.ua>.



118. Карпінський Б. А. Фінансова система : навчальний посібник / Б. А. Карпінський, О. В. Герасименко. – К. : Центр навчальної літератури, 2003. – 184 с.
119. Кендалл М. Дж. Статистические выводы и святи / М. Дж. Кендалл, А. Стюарт. – М. : Наука, 1973. – 900 с.
120. Кидуэлл, Д. С. Финансовые институты, рынки и деньги / Д. С. Кидуэлл, Р. Л. Петерсон, Д. У. Блэкуэлл. – СПб : Издательство «Питер», 2000. – 752 с.
121. Кириченко О. А. Інвестування: підручник / О. А. Кириченко, С. А. Срохін. – К. : Знання, 2009. – 573 с.
122. Кобушко І.М. Сутність, завдання і методи фінансового планування / І.М. Кобушко // Фінансовий менеджмент: навчальний посібник / за заг. ред. В.М. Бороноса. – Суми: Вид-во СумДУ, 2012. – С. 212-217.
123. Кобушко І. М. Діяльність професійних учасників інвестиційного ринку: проблеми і перспективи / І. М. Кобушко // Економіка та держава. – 2011. – №11. – С. 28-30.
124. Кобушко І. М. Інвестиційний ринок України: актуальні тенденції розвитку сегменту фінансових інструментів / І. М. Кобушко // Економіка та управління підприємствами машинобудівної галузі: проблеми теорії та практики. – 2011. – № 4 (16). – С. 54–62.
125. Кобушко І. М. Офшорні зони як засіб зростання інвестиційного потенціалу / І. М. Кобушко, Я.В. Говорун, С.О. Панченко // Механізм регулювання економіки. – 2011. – №1 (51). – С. 182-187.
126. Кобушко І. М. Поточні тенденції розвитку вітчизняного інвестиційного ринку / І.М. Кобушко // Наука й економіка. – 2011. – Випуск 3 (23). – С. 18-24.
127. Кобушко І. М. Розвиток методичних засад структуризації інвестиційного ринку / І. М. Кобушко // Вісник Запорізького національного університету. – 2011. – № 4 (12). – С. 193–199.
128. Кобушко І. М. Розвиток розуміння категоріальної сутності інвестиційного ринку / І. М. Кобушко // Економічний простір. – 2011. – № 50. – С. 75–88.



129. Кобушко І. М. Роль інвестиційного ринку у забезпеченні відтворювального процесу в Україні / І.М.Кобушко // Ринкова система України: стан та перспективи розвитку: Монографія / за заг. ред. О.В. Макарюка, В.М. Жмайлова, Ю.І. Данька. – Х.: „Міськдрук”, 2011. – С. 346-356.

130. Кобушко І. М. Теоретичні засади оцінки взаємозв'язку інвестиційного та фінансового ринків / І. М. Кобушко // Інноваційна економіка. – 2011. – № 4. – С. 235–241.

131. Кобушко І. М. Шляхи покращення фінансування інноваційного розвитку в Україні з використанням міжнародного досвіду / І. М. Кобушко, Е.І. Гусейнова // Маркетинг і менеджмент інновацій. – 2011. – №2. – С. 124-130.

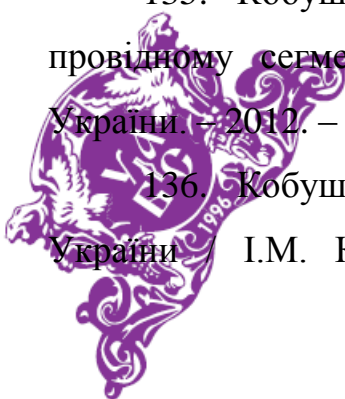
132. Кобушко І.М. Теорія попиту та пропозиції / І.М.Кобушко // Вартість банківського бізнесу : монографія / [А.О. Єпіфанов, С.В. Леонов, Й. Хабера та ін.] / за заг. ред. А.О. Єпіфанова та С.В. Леонова. – Суми: ДВНЗ “УАБС НБУ”, 2011. – С. 19-21.

133. Кобушко І.М. Аналіз сучасного стану інвестиційного ринку України / І.М. Кобушко // Економічні погляди: теорія і практика. Збірник тез наукових робіт міжнародної науково-практичної конференції (м. Одеса, 3-4 лютого 2012 р.) – Одеса: у 2-х частинах. – О.: „Центр економічних досліджень та розвитку”, 2012. – Ч.ІІ. – С. 40.

134. Кобушко І.М. Визначення гранично допустимого рівня іноземного капіталу на вітчизняному інвестиційному ринку / І.М. Кобушко // Міжнародна банківська конкуренція: теорія і практика: Збірник тез доповідей VII Міжнародної науково-практичної конференції (24-25 травня 2012 р.). – У 2 томах. – Том 2. – Суми: ДВНЗ “УАБС НБУ”, 2012. – С. 76-78.

135. Кобушко І.М. Визначення рівня конкуренції на фондовому ринку як провідному сегменті інвестиційного ринку / І.М. Кобушко // Економіка України. – 2012. – № 9. – С. 33-46.

136. Кобушко І.М. Вплив банків на кон'юнктуру інвестиційного ринку України / І.М. Кобушко // Матеріали Всеукраїнської наукової інтернет-



конференції «Проблеми та перспективи розвитку банківської системи України в умовах фінансової нестабільності». – Тернопіль, 2012. – С. 162-165.

137. Кобушко І.М. Вплив державних органів влади на розвиток інвестиційного ринку України / І.М. Кобушко // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: збірник тез доповідей XV Всеукраїнської науково-практичної конференції (8-9 листопада 2012 р.) / Державний вищий навчальний заклад «Українська академія банківської справи Національного банку України». – Суми: ДВНЗ «УАБС НБУ», 2012. – С. 97-98.

138. Кобушко І.М. Вплив фондового ринку на фінансову систему держави / І.М. Кобушко, Д.В. Боронос // Економіка: проблеми теорії та практики : Збірник наукових праць. – Випуск 253: В 7 т. – Т. III. – Дніпропетровськ: ДНУ, 2009. – С. 647-653.

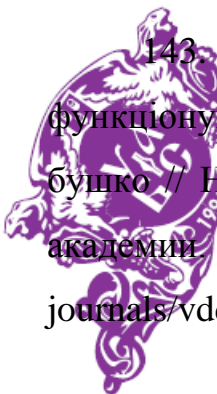
139. Кобушко І.М. Діяльність інститутів спільного інвестування на інвестиційному ринку України: проблеми і перспективи / І.М. Кобушко // Економіка Крима. – 2011. – №3 (36). – С. 181-183.

140. Кобушко І.М. Діяльність інституційних інвесторів на ринку інвестування України / І.М. Кобушко // Інвестиції: практика та досвід. – 2011. – №23. – С. 9-10.

141. Кобушко І.М. Залучення фінансових ресурсів із внутрішніх та зовнішніх джерел / І.М. Кобушко // Управління фінансовою санацією підприємств : навчальний посібник / В.Г. Боронос, І.Й. Плікус, І.М. Кобушко. – Суми: Вид-во СумДУ, 2010. – С. 145-156.

142. Кобушко І.М. Інвестиційний ринок України: поточні тенденції та нормативне регулювання / І.М. Кобушко // Сталий розвиток економіки. – 2011. – №5. – С. 25-28.

143. Кобушко І.М. Інвестиційні послуги в контексті ефективного функціонування інвестиційного ринку України [Електронний ресурс] / І.М. Кобушко // Научный вестник Донбасской государственной машиностроительной академии. – 2010. – № 1 (6Е). – Режим доступу: http://www.nbu.gov.ua/e-journals/vddma/2010_1/index.HTM.



144. Кобушко І.М. Інвестиційні ризики банку, методи їх оцінювання та мінімізації / І.М. Кобушко, І.Д. Скляр, Л.Ю.Сисоєва // Управління ризиками банків: монографія у 2 томах. Т. 1: Управління ризиками базових банківських операцій / [А.О. Єпіфанов, Т.А. Васильєва, С.М. Козьменко та ін.] / за заг. ред. А.О. Єпіфанова та Т.А. Васильєвої. – Суми: ДВНЗ “УАБС НБУ”, 2012. – С. 168-180.

145. Кобушко І.М. Місце банків на вітчизняному інвестиційному ринку / І.М. Кобушко // Матеріали за 6-а міжнародна научна практична конференція „Поглед вверху световната наука”, 17-25 декември 2010 г. – Том 4. Економики. – София, "Бял ГРАД-БГ" ООД. – 2010. – С. 14-16.

146. Кобушко І.М. Місцеві банки на регіональному ринку інвестування в інновації / І.М.Кобушко, Д. Л. Циганюк, С. В. Дубовик // Соціально-економічна мотивація інноваційного розвитку регіону : монографія за заг. ред. д-ра екон. наук, професора О. В. Прокопенко. - Суми: Сумський державний університет, 2012. – С. 315-321.

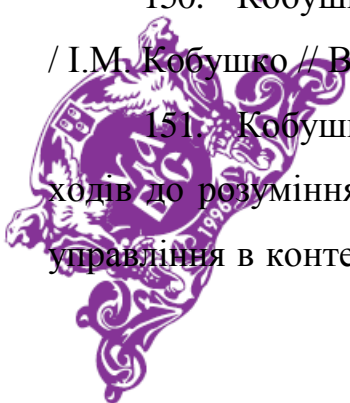
147. Кобушко І.М. Моделювання гранично допустимого рівня іноземного капіталу на вітчизняному інвестиційному ринку на основі застосування дихотомічного підходу / І.М. Кобушко // Фінанси України. – 2012. – № 11. – С.92–102.

148. Кобушко І.М. Моделювання попиту на інвестиційному ринку на основі застосування економетричних методів / І.М. Кобушко // Актуальні проблеми економіки. – 2012. – №7(133). – С. 217-229.

149. Кобушко І.М. Моделювання пропозиції на інвестиційному ринку за допомогою використання економетричних методів / І.М. Кобушко // Економіст. – 2012. – № 4. – С. 56-60.

150. Кобушко І.М. Моделювання рівня відкритості інвестиційного ринку / І.М. Кобушко // Вісник Національного банку України. – 2012. – № 12. – С. 36-41.

151. Кобушко І.М. Напрямки поєднання ресурсного та об'єктного підходів до розуміння сутності інвестиційного ринку / І.М. Кобушко // Система управління в контексті перезавантаження державних фінансів України: збірник



тез Всеукраїнської науково-практичної конференції студентів, аспірантів та молодих вчених / за заг. ред. проф. І.О.Лютого. – К: Освіта України, 2011. – С.109-112.

152. Кобушко І.М. Науково-методичний підхід до визначення кількісної характеристики рівня привабливості інвестиційних інструментів / І.М. Кобушко // Економічний часопис – XXI. – 2012. – № 7-8. – С. 57-60.

153. Кобушко І.М. Оптимізація оподаткування як спосіб управління грошовими потоками / І.М. Кобушко, І. І. Стоцький // Тези доповідей науково-технічної конференція викладачів, співробітників, аспірантів і студентів факультету економіки та менеджменту "Економічні проблеми сталого розвитку". – Суми : СумДУ, 2010. – Ч.IV. – С. 165-166.

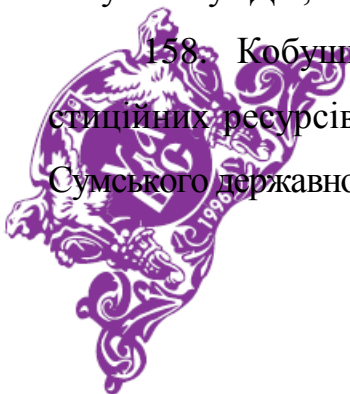
154. Кобушко І.М. Параметричне моделювання рівноваги на інвестиційному ринку України / І.М. Кобушко // БІЗНЕС ІНФОРМ. – 2012. – №12. – С. 63-72.

155. Кобушко І.М. Розвиток регулятивної моделі інвестиційного ринку України / І.М. Кобушко // Проблеми соціально-економічного розвитку підприємництва: збірник матеріалів міжнародної науково-практичної інтернет-конференції 8-9 листопада 2012 р., – Дніпропетровськ : „Герда”, 2012. – С. 147-149.

156. Кобушко І.М. Роль та місце інвестиційних активів у проведенні операцій на інвестиційному ринку / І. М. Кобушко // Вісник Сумського державного університету. – 2011. – №2. – С. 123-131.

157. Кобушко І.М. Роль та місце інвестиційного ринку в структурі фінансового ринку / І.М. Кобушко // Економіка та менеджмент: перспективи розвитку: матеріали доповідей Міжнародної науково-практичної конференції, м. Суми, 18-20 травня 2011 р. : в 2 т. / За заг. ред.: О.В.Прокопенко, М.Ю.Троян – Суми: СумДУ, 2011. – Т. 2. – С. 80-82.

158. Кобушко І.М. Роль фондового ринку України у формуванні інвестиційних ресурсів в сучасних умовах / І.М. Кобушко, Я.В. Кобушко// Вісник Сумського державного університету. Серія «Економіка». – 2012. – №3. – С. 182-185.



159. Кобушко І.М. Стан інвестиційного ринку та роль банків у забезпеченні національного відтворювального процесу / І. М. Кобушко // БІЗНЕС-НАВІГАТОР. – 2011. – №4 (25). – С. 136-142.

160. Кобушко І.М. Стратегія розвитку інвестиційного ринку: теоретичні засади та вітчизняні реалії : монографія / І. М. Кобушко. – Суми: Сумський державний університет, 2012. – 517 с.

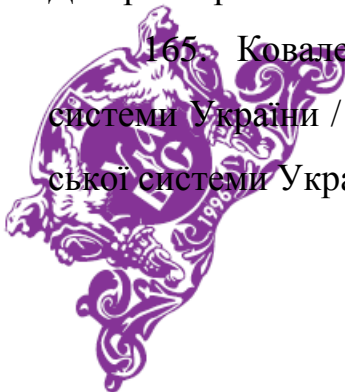
161. Кобушко І.М. Структура вітчизняного інвестиційного ринку та його роль у забезпеченні відтворювального процесу країни / І.М. Кобушко // Проблеми забезпечення стабільного розвитку національних банківських систем: теорія, практика та світовий досвід. Матеріали I Всеукраїнської науково-практичної конференції. Львів, 13-14 січня 2012 року. – Львів: ЛКА, 2012. – С. 66-67.

162. Кобушко І.М. Структуризація інвестиційного ринку як характеристика розвитку національних інвестиційних процесів / І.М. Кобушко // Економіка, менеджмент, маркетинг и логістика: теорія, практика, перспективи: Матеріали міжнародної науково-практичної конференції студентів і молодих науковців (м. Ялта, 15-16 квітня 2011 року) – Ялта, РВНЗ КГУ, 2011. – С. 265-268.

163. Кобушко І.М. Трансформаційні процеси в розвитку вітчизняного інвестиційного ринку / І.М. Кобушко // Тенденції управління фінансовими та інноваційними процесами в умовах ринкових перетворень: Матеріали міжнародної науково-практичної конференції. – Вінниця: ВНТУ, 2012. – С. 171-173.

164. Кобушко І.М. Тенденції розвитку вітчизняного інвестиційного ринку / І.М. Кобушко // Проблеми формування нової економіки XXI століття: матеріали III Міжнар. наук.-практ. конф., 23-24 груд. 2010 р. : В 6 т. – Том 4 : Інвестиційно-інноваційні пріоритети нової постіндустріальної економіки. – Дніпропетровськ: Біла К.О., 2010. – С. 46-48.

165. Коваленко В. В. Іноземний капітал і фінансова безпека банківської системи України / В. В. Коваленко // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України. – Т. 16. – С.43–53.



166. Коваленко М. М. Засади раціональної державної політики відносно іноземних банків / М. М. Коваленко // Теорія та практика державного управління : збірник наукових праць. – 2010. – № 4.

167. Коваленко Ю. М. Фінансові інструменти в сучасному вимірі / Ю. М. Коваленко // Науковий вісник Національного університету ДПС України (економіка, право). – 2010. – № 2. – С. 84–90.

168. Коверда В. М. Трансформація діяльності інститутів спільного інвестування в умовах фінансової глобалізації [Електронний ресурс] / В. М. Коверда. – Режим доступу : <http://nbuv.gov.ua/>.

169. Козьменко С. М. Обмеження і межі присутності іноземного капіталу у вітчизняній банківській системі / С. М. Козьменко, Ф. І. Шпиг // Вісник Української академії банківської справи. – 2006. – № 2. – С. 105–109.

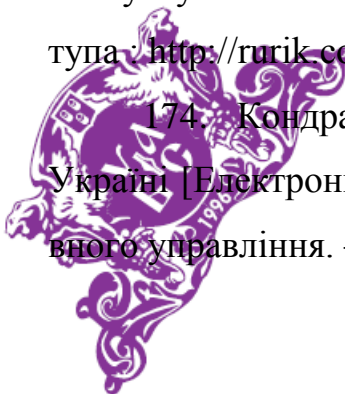
170. Колесник В. І. Статистичне забезпечення управління інвестиційно-інноваційною діяльністю в регіоні / В. І. Колесник // Статистика України. – 2009. – № 1. – С. 70–76.

171. Комарницька Р. Г. Інвестиційна діяльність комерційних банків : дис... канд. екон. наук: 08.04.01 [Електронний ресурс] / Р. Г. Комарницька ; Терноп. акад. нар. госп-ва. – Тернопіль, 2003.

172. Коментарі ... щодо зростання українського ринку акцій / ЦПУ. – 24 лютого 2011. – № 8 (653). – 54 с.

173. Комментарий НРА «Рюрик» к Закону Украины «О внесении изменений в некоторые законодательные акты Украины относительно национальных комиссий, осуществляющих государственное регулирование естественных монополий, в сфере связи и информатизации, рынков ценных бумаг и финансовых услуг» № 3610 ОЛЛ от 07.07.2011 г. [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://rurik.com.ua/documents/comments/>.

174. Кондрашова М. В. Державне регулювання інвестиційного ринку в Україні [Електронний ресурс] / М. В. Кондрашова // Теорія та практика державного управління. – Вип. 1 (24). – Режим доступу : <http://nbuv.gov.ua/>.



175. Конституція України / [Електронний ресурс] / Портал ВРУ. – Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua>
176. Корнєєв В. В. Управління кредитними та інвестиційними потоками капіталу : дис... д-ра екон. наук: 08.04.01 [Електронний ресурс] / В. В. Корнєєв. – Режим доступу : <http://nbuv.gov.ua>.
177. Корнилюк Р. В. Антикризова політика іноземних банків в Україні [Електронний ресурс] / Р. В. Корнилюк // Фінанси, облік і аудит – 2010. – № 16. – С. 99–108.
178. Корнилюк Р. В. Іноземні банки в Україні [Електронний ресурс] / Р. В. Корнилюк // Збірник наукових праць Національного університету державної податкової служби України : електронне наукове фахове видання ; Національний університет державної податкової служби України ; гол. ред. П. В. Мельник. – 2010. – № 1. – Режим доступу : <http://www.nbuv.gov.ua/e-journals/Znprnudps/index.html>.
179. Корнилюк Р. В. Іноземні банківські інвестиції: стан та перспективи розвитку [Електронний ресурс] / Р. В. Корнилюк. – Режим доступу : <http://bankografo.com/>.
180. Корнійчук О. Системні проблеми фондового ринку України та їх вплив на реалізацію національних інтересів у фінансовій сфері / О. Корнійчук // Економічний Часопис-XXI – 2006. – № 3–4. – С. 95-117.
181. Косова Т. Д. Інституціональна модель фінансування інвестиційного процесу : дис... д-ра екон. наук: 08.04.01 / Т. Д. Косова ; Ін-т економіки пром-сті НАН України. – Донецьк, 2006. – 531 с.
182. Котуков А. А. Методологические основы исследования экономической сущности инвестиционного рынка и его структуры / А. А. Котуков // Вестник ВГУ, Серия: экономика и управление. – 2005. – № 2.
183. Котуков А. А. Рынок инвестиций, его становление и направления совершенствования в современных условиях Российской Федерации : дис... канд. экон. наук: 08.00.01 [Электронный ресурс] / А. А. Котуков. – Режим доступа : <http://diss.rsl.ru>.

184. Коуз Р. Г. Фирма, рынок и право / Р. Г. Коуз. – М. : «Дело ЛТД», 1993. – 192 с.

185. Кривич Я. М. Управління інноваційним потенціалом банку : дис. канд. екон. наук : спец. 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит / Я. М. Кривич. – 2010. – 290 с.

186. Кубліков В. Інституційні аспекти довготермінової політики держави на ринку цінних паперів / В.К. Кубліков // Менеджмент та підприємництво в Україні: етапи становлення і проблеми розвитку : [збірник наукових праць] / відповідальний редактор О. Є. Кузьмін. - Львів : Видавництво Львівської політехніки, 2010. – 416 с. : іл. - (Вісник / Національного університету "Львівська політехніка" ; № 691). - С. 350-357.

187. Кубліков В. Формування ринку цінних паперів в Україні : державне регулювання / В. К. Кубліков. – Одеса : Астропринт, 2008. – 326 с.

188. Куліш О. А. Фондовий ринок у системі економічні відносин : автореф. дис... канд. екон. наук: 08.00.01 [Електронний ресурс] / О. А. Куліш. – Дон. нац. ун-т. – Донецьк, 2008. – 20 с. – Режим доступу : <http://www.nbuv.gov.ua>.

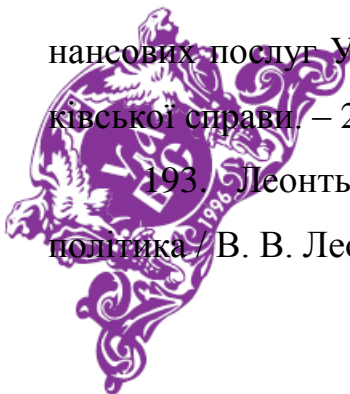
189. Лапішко З. Я. Формування інфраструктури регіонального ринку цінних паперів : автореф. дис... канд. екон. наук : 08.00.08 [Електронний ресурс] / З. Я. Лапішко; НАН України. Ін-т регіон. дослідж. – Л., 2008. – 20 с.

190. Лапко О. О. Венчурний капітал як джерело фінансування інноваційного розвитку економіки / О. О. Лапко // Економіка і прогнозування. – 2006. – № 3. – С. 35–42.

191. Лацик Г. Сутнісно-теоретичні основи фінансових інструментів // Світ фінансів. – № 1. – 2009. – С. 143–152.

192. Левченко В. П. Діяльність фінансових посередників на ринку фінансових послуг України / В. П. Левченко // Вісник Української академії банківської справи. – 2010. – № 2. – С. 40–46.

193. Леонтьев В. В. Экономическое эссе: теории, исследования, факты и политика / В. В. Леонтьев. – М. : Политиздат, 1990. – 414 с.



194. Леонов С. В. Інвестиційний потенціал банківської системи: методологія формування та використання : дис... д-ра екон. наук : спец. 08. 00. 08 – гроші, фінанси і кредит / С. В. Леонов ; Державний вищий навчальний заклад «Українська академія банківської справи Національного банку України». – Суми : [Б. В.], 2009. – 462 с.

195. Лис І. М. Вплив іноземного капіталу на рівень ліквідності банківської системи України / І. М. Лис // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : зб. наук. праць / Українська академія банківської справи Національного банку України. – Суми, 2007. – Вип. 20 – С. 344–350.

196. Логинов Е. Л. Инвестиционно-финансовый мониторинг / Е. Л. Логинов // Проблемы и пути развития рыночной экономики – Краснодар, 1996.

197. Луців Б. Л. Банківська діяльність у сфері інвестицій / Б. Л. Луців. – Тернопіль : Економічна думка, Карт-бланш, 2001. – 320 с.

198. Луців Б. Л. Кредитно-інвестиційна діяльність банків України : дис... д-ра екон. наук : 08.04.01 / Б. Л. Луців ; Терноп. держ. екон. ун-т. – Тернопіль, 2005. – 574с.

199. Лысенков Ю. М. Международный фондовый рынок / Ю. М. Лысенков и др. – К. : Киев. ин-т банкиров банка «Украина», 1995. – 126 с.

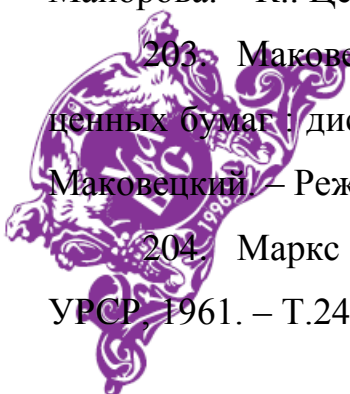
200. Львов Ю. И. Банки и финансовый рынок / Ю. И. Львов. – СПб. : Культ Информ Пресс, 1995. – 528 с.

201. Львовичкін С. Фінансова інфраструктура ринкової економіки: концептуальні підходи / С. Львовичкін, В. Опарін, В. Федосов // Економіка України. – 2008. – № 11. – С. 57–71.

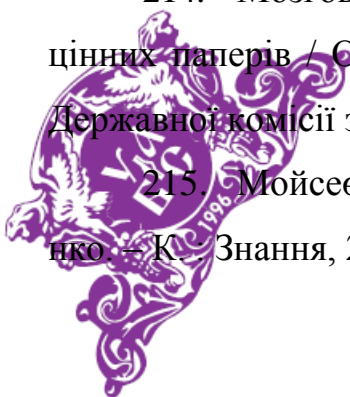
202. Майорова, Т.В. Інвестиційна діяльність: Навчальний посібник / Т.В. Майорова. – К.: Центр навчальної літератури, 2004. – 376 с.

203. Маковецкий М. Ю. Инвестиционный процесс и роль в нем рынка ценных бумаг : дис... канд. экон. наук : 08.00.01 [Электронный ресурс] / М. Ю. Маковецкий. – Режим доступа : <http://diss.rsl.ru>.

204. Маркс К. Твори / К. Маркс, Ф. Энгельс. – К. : Держполітвидав УРСР, 1961. – Т.24. – 599 с.



205. Маршалл Дж. Ф. Финансовая инженерия: полное руководство по финансовым нововедениям : учебник : / Дж. Ф. Маршалл, В. К. Бансал, пер. с англ. – М. : Инфра-М, 1998. – 784 с.
206. Маслова С. О. Ринок фінансових послуг: навчальний посібник / С. О. Маслова, О. А. Опалов. – К. : Кондор, 2006. – 192 с.
207. Меламед М. Заощадження та інвестиції української економіки в інституційних координатах / М. Меламед // Вісник Національного банку України. – 1999. – № 11. – С.6–14.
208. Меренкова О. В. Особливості інвестиційної діяльності комерційних банків України / О. В. Меренкова, С. В. Вахнюк // Вісник Української академії банківської справи. – 2007. – № 1.
209. Мертенс А. Инвестиции: Курс лекций по современной финансовой теории / А. Мертенс. - К. : Киев. инвестиц. агенство, 1997. – 416с.
210. Миллер Р. Л. Современные деньги и банковское дело / Р. Л. Миллер, Д. Д. Ван-Хуз. – М. : ИНФРА-М, 2000. – 856 с.
211. Михальський В. В. Про фінансовий ринок і його структуру в умовах глобалізації / В. В. Михальський // Збірник наукових праць Національного університету державної податкової служби державної податкової служби України. – 2009. – № 1. – С. 198–205.
212. Між світовими стандартами та українськими реаліями / ЦПУ. – 24 березня 2011. – № 12 (657).
213. Міщенко В. Іноземний капітал у банківській системі країн Центральної та Східної Європи. Уроки для України / В. Міщенко, Р. Набок // Банківська справа. – 2006. – № 5. – С.3–15.
214. Мозговий О. Інституційна складова розвитку національного ринку цінних паперів / О. Мозговий, А. Баторшина // Ринок цінних паперів. Вісник Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку. – 2005. – № 5. – С.47–59.
215. Мойсеєнко І. П. Інвестування : навчальний посібник / І. П. Мойсеєнко. – К. : Знання, 2006. – 490 с.



216. Моніторинг торговців цінними паперами за 3 квартал 2010 року [Електронний ресурс] / Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку України. – Режим доступу: <http://www.ssmc.gov.ua/>

217. Моніторинг торговців цінними паперами за 4 квартал 2010 року [Електронний ресурс] / Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку України. – Режим доступу : <http://www.ssmc.gov.ua>.

218. Морозов В. Ю. Принципы и методы государственного регулирования инвестиционного рынка : дис... канд. экон. наук : 08.00.05 [Электронный ресурс] / В. Ю. Морозов. – Режим доступа : <http://diss.rsl.ru>.

219. Москвін С. Інвестиційний ринок України та проблеми його державного регулювання / С. Москвін // Фінансовий ринок України. – 2010. – № 2. – С. 3–10.

220. Москвін С. Інвестиційний ринок України: передумови та проблеми формування у контексті світової фінансової кризи / С. Москвін // Фінансовий ринок України. – 2009. – № 3. – С. 8–13.

221. Науменкова С. В. Використання структурованих цінних паперів для фінансування корпорацій в Україні / С. В. Науменкова, Т. Г. Буй // Фінанси України. – 2010. – № 2. – С. 89–102.

222. НБУ визначив граничні межі за активами для груп банків на 2011 рік [Електронний ресурс] / Телеканал новин 24. – Режим доступу : <http://24tv.ua/home>.

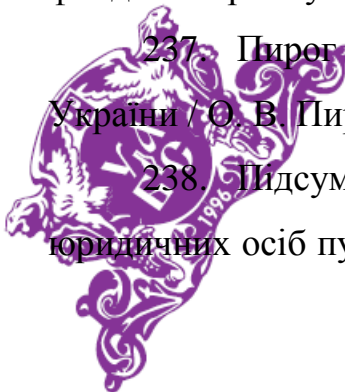
223. НБУ включив Укргазбанк до групи найбільших і виключив з неї Родовід Банк та Сведбанк [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://news.finance.ua/ua/>.

224. НКЦПФР змінила порядок емісії облігацій та їх обігу [Електронний ресурс] / Режим доступу : <http://zib.com.ua/ua/>.

225. Огляд ринків фінансових послуг та підсумки діяльності небанківських фінансових установ, державне регулювання та нагляд за діяльністю яких здійснюється Держфінпослуг, за 2010 рік [Електронний ресурс] / Ліга страхових організацій України. – Режим доступу : <http://uainsur.com/wp-content/uploads>.



226. Опарін В. М. Фінанси (Загальна теорія) : навч. посібник. – 2-ге вид., доп. і перероб. / В. М. Опарін. – К. : КНЕУ, 2001. – 240 с.
227. Основні показники діяльності банків України // Вісник НБУ. – 2007. – № 2. – С. 50.
228. Основні показники діяльності банків України // Вісник НБУ. – 2011. – № 3. – С. 44.
229. Остапчук Я. Роль іноземного капіталу в банківській системі України / Я. Остапчук // Финансовые риски. – 2007. – № 1. – С. 41–47.
230. П(С)БО 8 «Нематеріальні активи».
231. Паливода К. В. Світова криза в інвестиційному секторі, її причини та механізми попередження / К. В. Паливода // Актуальні проблеми економіки. – 2009. – № 7. – С. 35–49.
232. Пасочник В. Банки з іноземним капіталом: перезавантаження / В. Пасочник // Дзеркало тижня. Україна. – 2011. – 11 листопада.
233. Пересада А. А. Інвестиційний процес в Україні / А. А. Пересада. – К. : Видавництво «Лібра», ТОВ. – 1998. – 392 с.
234. Пересада А. А. Інвестування : навчально-методичний посібник / А. А. Пересада, О. О. Смірнова; Мін-во освіти і науки України, КНЕУ. – К. : КНЕУ, 2001. – 251 с.
235. Петруня Ю. Є. Інтернаціоналізація фондового ринку в контексті маркетингового стратегічного аналізу комерційного банку / Ю. Є. Петруня // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : зб. наук. праць / ДВНЗ «УАБС НБУ». – Суми, 2007. – Вип. 19. – С. 30–36.
236. Петрущак Б. Вплив екзогенних чинників на розвиток українського фондового ринку / Б. Петрущак. – Світ фінансів. – 2009. – № 3 (20). – вересень.
237. Пирог О. В. Іноземні інвестиції як фактор економічного зростання України / О. В. Пирог // Економіка промисловості. – 2005. – № 1. – С. 87–91.
238. Підсумки діяльності кредитних спілок, інших кредитних установ та юридичних осіб публічного права за 2010 рік [Електронний ресурс] / Державна



комісія з регулювання ринків фінансових послуг України. – Режим доступу : <http://www.dfp.gov.ua/fileadmin/downloads>.

239. Підсумки діяльності НПФ / ДФП [Електронний ресурс] – Режим доступу : <http://www.dfp.gov.ua/>.

240. Підсумки діяльності страхових компаній / ДФП [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.dfp.gov.ua/>.

241. Підсумки діяльності страхових компаній за 2010 рік [Електронний ресурс] / Державна комісія з регулювання ринків фінансових послуг України. – Режим доступу : <http://www.dfp.gov.ua/fileadmin/downloads/>.

242. Підсумки торгів [Електронний ресурс] / Фондова біржа ПФТС. – Режим доступу : <http://pfts.com/uk/trade-results/>.

243. Підхомний О. М. Управління інвестиційними процесами на фінансових ринках : дис... канд. екон. наук : 08.02.03 / О. М. Підхомний ; Львівський національний ун-т ім. Івана Франка. – Л., 2002. – 189 с.

244. Поворозник В. О. Фондовий ринок України на сучасному етапі: проблеми та шляхи їх вирішення / В. О. Поворозник // Стратегічні пріоритети. – 2007. – № 1 (2). – С. 127–132.

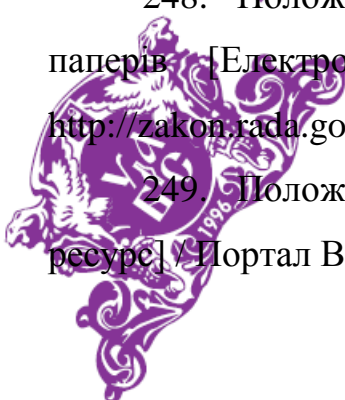
245. Податковий кодекс України [Електронний ресурс] / Портал ВРУ. – Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua>.

246. Показники діяльності банків [Електронний ресурс] / Асоціація українських банків. – Режим доступу : <http://aub.org.ua/>.

247. Положення про Державну установу «Агентство з розвитку інфраструктури фондового ринку України» [Електронний ресурс] / Портал ВРУ. – Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua>.

248. Положення про порядок ведення реєстрів власників іменних цінних паперів [Електронний ресурс] / Портал ВРУ. – Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua>.

249. Положення про функціонування фондових бірж [Електронний ресурс] / Портал ВРУ. – Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua>.



250. Понкратьев А. В. Формирование и управление инвестиционным портфелем коммерческого банка : дис... канд. экон. наук : 08.00.10. [Электронный ресурс] / А. В. Понкратьев. – Санкт-Петербург, 2002. – Режим доступа : <http://diss.rsl.ru>.

251. Портер М. Е. Международная конкуренция / М. Е. Портер, В. Д. Щетинин ; пер. с англ, 1993. – 896 с.

252. Порядок створення лізингової компанії від V&C [Електронний ресурс] / Юридична компанія «Бі ен Сі». – Режим доступу : <http://bnc.in.ua/>.

253. Правик Ю. Банківська система України в період фінансової кризи: впровадження антикризових заходів / Ю. Правик // Банківська справа. – 2011. – № 1. – С. 76–89.

254. Призначення. Про асоціацію [Електронний ресурс] / АУБ. – Режим доступу : <http://aub.org.ua/>.

255. Про Закон України «Про лізинг». лист Вищого арбітражного суду України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua>.

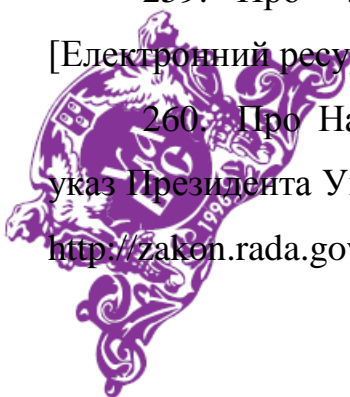
256. Про затвердження Положення про надання окремих фінансових послуг юридичними особами – суб'єктами господарювання, які за своїм правовим статусом не є фінансовими установами [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua>.

257. Про затвердження Положення про саморегулівні організації професійних учасників фондового ринку [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua>.

258. Про захист економічної конкуренції [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua>.

259. Про ліцензування певних видів господарської діяльності [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua>.

260. Про Національну комісію з цінних паперів та фондового ринку : указ Президента України №1063/2011 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua>.



261. Про Національну комісію, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг : указ Президента України № 1070/2011 [Електронний ресурс] / Законодавство України. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua>.

262. Про ПАКУ [Електронний ресурс] / Професійна асоціація корпоративного управління. – Режим доступу : <http://www.cgpa.com.ua/>.

263. Проблеми банківського сектора / ЦПУ. – 2011. – № 12 (657). – 24 березня.

264. Проект Указу Президента України «Про затвердження Програми розвитку фондового ринку України на 2011–2015 роки» [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.ssmsc.gov.ua/>.

265. Радіонова І. Ф. Фінансова політика за умов інвестиційної пастки / І. Ф. Радіонова // Фінанси України. – 2001. – №12. – С. 3–11.

266. Райзберг Б. А. Современный экономический словарь / Б. А. Райзберг, Л. Ш. Лозовский, Е. Б. Стародубцева. – М. : Инфра-М, 2002. – 480 с.

267. Рекуненко І. І. Особливості правового регулювання інфраструктури фінансового ринку в сучасних умовах / І. І. Рекуненко // Вісник Української академії банківської справи. – 2009. – № 2. – С. 13–17.

268. Рішення ДКЦПФР «Положення про депозитарну діяльність».

269. Рішення ДКЦПФР «Положення про особливості здійснення діяльності з управління активами інституційних інвесторів».

270. Розенберг Дж. М. Инвестиции : терминологический словарь / Дж. М. Розенберг. – М. : Инфра-М, 1997. – 400 с.

271. Рябініна Л. Теорія і практика кредитних відносин в Україні / Л. Рябініна // Вісник НБУ. – 2002. – № 1. – С. 26–29.

272. Савлук М. І. Гроші та кредит : підручник / М. І. Савлук, А. М. Мороз, М. Ф. Пуховкіна та ін. ; за заг. ред. М. І. Савлука. – К. : КНЕУ, 2001. – 602с.

273. Сазонець І. Л. Інвестування : підручник / І. Л. Сазонець, В. А. Федорова, 2011. – 312 с.



274. Саморегулівні організації [Електронний ресурс] / НКЦПФР – Режим доступу : <http://www.nssmc.gov.ua/fund/sro>

275. Саморегулівні організації на фондовому ринку отримали свідоцтва на 5 років [Електронний ресурс] / Кабінет Міністрів України. – Режим доступу : <http://www.kmu.gov.ua/control/uk/publish>.

276. Самуэльсон П. Экономика. Economics : учебное пособие / П. Самуэльсон, В. Нордхаус ; пер. с англ, 2003. – 688 с.

277. Сисоєва Л. Ю. Банки України в інтеграційних процесах на інвестиційному ринку : дис... канд. екон. наук : спец. 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит / Л. Ю. Сисоєва ; ДВНЗ "УАБС НБУ". – Суми, 2011. – 277 с.

278. Сисоєва Л. Ю. Взаємодія лізингових компаній з банківськими установами щодо інвестиційного забезпечення відтворення економіки / Л. Ю. Сисоєва // Формування ринкових відносин в Україні. – 2010. – № 4 (107). – С. 96–100.

279. Сисоєва Л. Ю. Механізми державного регулювання інвестиційного ринку України / Л. Ю. Сисоєва // Вісник Хмельницького національного університету. – 2010. – Т. 2, №. 2. – С. 151–154.

280. Слобода Л. Я. Класифікація ризиків зростання іноземного капіталу у банківській системі країни / Л. Я. Слобода, Ю. В. Банах // Вісник Української академії банківської справи. – 2008. – № 1. – С.97–105.

281. Смолянська О. Ю. Фінансовий ринок: навчальний посібник / О. Ю. Смолянська ; Мін-во освіти і науки України, Полтавська держ. аграрна академія. – К. : ЦНЛ, 2005. – 384 с.

282. Собкевич О. В. Розвиток фондового ринку України як чинник підвищення рівня економічної безпеки держави : автореф. дис... канд. екон. наук : 21.04.01 [Електронний ресурс] / О. В. Собкевич ; Рада нац. безпеки і оборони України, Нац. ін-т пробл. міжнар. безпеки. – К., 2008. – 20 с. – Режим доступу: <http://www.nbuv.gov.ua/ard/2008/08sovebd.zip>.

283. Советская энциклопедия / гл. ред. Л.С. Шаумян. – М. : «Советская энциклопедия», 1964. – 616 с.



284. Сорочан О. Биржевой трудоголизм обострит реакцию [Электронный ресурс] / О. Сорочан // Экономические известия. – Режим доступа <http://finance.eizvestia.com/full>.

285. Статистична інформація [Електронний ресурс] / Державна служба статистики України. – Режим доступу : <http://www.ukrstat.gov.ua/>

286. Статистичний щорічник України за 2006 рік : довідкове видання / Держ. комітет статистики України, 2007. – 552 с.

287. Статистичний щорічник України за 2007 рік / Держ. комітет статистики України, 2008. – 572 с.

288. Статистичний щорічник України за 2008 рік / Держ. комітет статистики України, 2008. – 568 с.

289. Статистичний щорічник України за 2009 рік / Держ. комітет статистики України, 2010. – 567 с.

290. Статистичний щорічник України за 2010 рік / Держ. комітет статистики України, 2011. – 560 с.

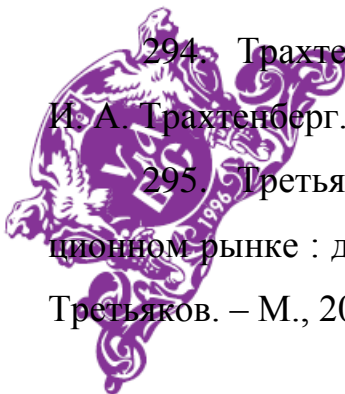
291. Статистично-інформаційне обстеження за результатами контролінгу діяльності торговців цінними паперами у III кварталі 2010 року [Електронний ресурс] / Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку України. – Режим доступу : <http://www.ssmc.gov.ua/>.

292. Стратегічні напрямки діяльності УААПФ [Електронний ресурс] / Українська асоціація адміністраторів пенсійних фондів. – Режим доступу : <http://www.uaapf.com/>

293. Ткаченко С. Оцінка стану і перспективи розвитку фондового ринку України [Електронний ресурс] / С. Ткаченко // Вісник НБУ. – 2010. – № 8. – С.44–50.

294. Трахтенберг И. А. Денежное обращение и кредит при капитализме / И. А. Трахтенберг. – М. : Изв-во АН СССР, 1962. – 780 с.

295. Третьяков А. В. Формирование стратегий на российском инвестиционном рынке : дис... канд. экон. наук : 08.00.05 [Электронный ресурс] / А. В. Третьяков. – М., 2003. – 149 с. – Режим доступа : <http://diss.rsl.ru>.



296. Тропіна В. Бюджетне забезпечення соціальної функції держави в Україні / В. Б. Тропіна // Фінанси України. - 2008. - №5. - С. 15-31

297. Туган-Барановский М. И. Избранное. Периодические промышленные кризисы. История английских кризисов. Общая теория кризисов / М. И. Туган-Барановский. – 3-е совершенно переработанное издание. – СПб., 1914. – переиздание: Пг.-М., 1923 и М., 1997. – 354 с.

298. Тумусов Ф. С. Инвестиционный потенциал региона: теория, проблемы, практика / Ф. С. Тумусов. – М. : «Экономика», 1999. – 272 с.

299. Украинская советская энциклопедия / гл. ред. – К., Главная редакция Украинской советской энциклопедии, 1980. – 560 с.

300. Унінець-Ходаківська В. П. Ринок фінансових послуг: теорія і практика : навчальний посібник / В. П. Унінець-Ходаківська, О. І. Костюкевич, О. А. Лятамбор. – 2-ге вид. ; доп. і перероб. – К. : Центр учбової літератури, 2009. – 392 с.

301. Управління міжнародною конкурентоспроможністю підприємств : кредитно - модульний курс : навчальний посібник / ред.: І. Ю. Сіваченко, Ю. Г. Козак, Н. С. Логвінова, 2010. – 312 с.

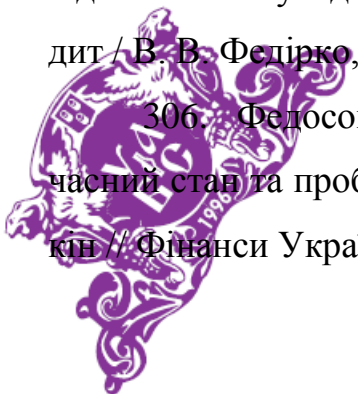
302. Урдашев Б. Формирование конкуренции в качестве инструмента экономической политики государства / Б. Урдашев. – М., 2003.

303. Фабоцци Ф. Управление инвестициями / Ф. Фабоцци ; пер. с англ. – М. : Инфра-М, 2000. – 932 с.

304. Файер Д. А. Державне інвестування як один із пріоритетів бюджетної політики / Д. А. Файер // Фінанси України. – 2002. – № 12. – С.80–84.

305. Федірко В. В. Управління клієнтською базою в системі маркетингу відносин банку : дис... канд. екон. наук : спец. 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит / В. В. Федірко, 2009. – 248 с.

306. Федосов В. М. Інституційна фінансова інфраструктура України: сучасний стан та проблеми розвитку / В. М. Федосов, В. М. Опарін, С. В. Львович // Фінанси України. – 2008. – № 12. – С. 3–21.



307. Фельдман А. Б. Производные финансовые и товарные инструменты / А. Б. Фельдман. – М. : Финансы и статистика, 2003.

308. Фінансові інструменти для інвестицій / ЦПУ. –2011. – № 11 (656). – 17 березня.

309. Фінансові компанії. Банківське та фінансове право [Електронний ресурс] / Gryphon Investment Consulting Group. – Режим доступу : <http://gryphoninvest.com.ua/Fiiansovii-kompaniyyi-ustanovi.html>.

310. Фонди фінансування будівництва [Електронний ресурс] / Мир фінансов. – Режим доступу : <http://www.finmir.com.ua/content/view/35/127/lang,uk/>.

311. Фондовий ринок України у 2010 році / ЦПУ. –2011. – № 9 (654). – 3 березня.

312. Фролов С. М. Банківська справа та основи митного регулювання в Україні : теорія і практика : навч. посіб. / С.М. Фролов. – Суми : Університетська книга, 2004. – 368 с.

313. Фролов С. М. Бюджетний менеджмент і проблеми розвитку прикордонних територій : монографія / С. М. Фролов; Мін-во освіти і науки України, Сумський державний ун-т. – Суми : Вид-во Сумського державного університету, 2010. – 316 с.

314. Фролов С.М. Аналіз впливу зростання зовнішнього боргу на економічний та інвестиційний розвиток України / С.М. Фролов, І.М. Кобушко, А.М. Забіяка // Вісник Сумського державного університету. Серія «Економіка». – 2012. – №2. – С. 98-104.

315. Футало Т. Управління діяльністю муніципальних природних монополій в Україні: монографія / Т.В. Футало, Л.П. Карбовник; Укоопспілка, Львів. комерц. акад. – Л. : Вид-во Львів. комерц. акад., 2010. – 247 с.

316. Хоружий С. Г. Розвиток саморегулювання у сфері біржового обігу цінних паперів як інструмент оптимізації державного регулювання [Електронний ресурс] / С. Г. Хоружий. – Режим доступу : <http://ir.kneu.kiev.ua>.



317. Циганюк Д. Л. Управління портфелем цінних паперів інститутів спільного інвестування : дис... канд. екон. наук : спец. 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит / Д. Л. Циганюк, 2011. – 261 с.

318. Шарп У. Инвестиции / У. Шарп, Г. Александер, Дж. Бейли, пер. с англ. – М. : ИНФРА-М. – 2001. – XII. – 1028 с.

319. Шелудько В. М. Фінансовий ринок : підручник. 2-ге вид., стер. / В. М. Шелудько. – К. : Знання, 2008. – 535 с.

320. Шеремет В. В. Управление инвестициями : справочное пособие для специалистов и предпринимателей / В. В. Шеремет. – М. : Высшая школа, 1998. – 928 с.

321. Школьник І. О. Стратегія розвитку фінансового ринку України : дис... д-ра екон. наук : 08.00.08 / Державний вищий навчальний заклад «Українська академія банківської справи Національного банку України». – Суми, 2008. – 440 с.

322. Шлык П. В. Совершенствование механизма первичного публичного размещения акций по привлечению инвестиций в отечественную экономику : дис... канд. экон. наук : 08.00.01, 08.00.10 [Электронный ресурс] / П. В. Шлык. – Москва 2007. – 197 с. – Режим доступа : <http://diss.rsl.ru>.

323. Шпанко А. С. Стратегічна конкурентоспроможність інститутів спільного інвестування : дис... канд. екон. наук [Електронний ресурс] / А. С. Шпанко. – Режим доступу : <http://nbuv.gov.ua/>.

324. Шпит Ф. І. Проблеми експансії іноземного банківського капіталу в Україні / Ф. І. Шпит // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : зб. наук. праць / ДВНЗ «УАБС НБУ». – Суми, 2005. – Вип. 14. – С. 317–325.

325. Эрроу К. Дж. Коллективный выбор и индивидуальные ценности / Коннет Джозеф Эрроу. – М. : ГУ ВШЭ, 2004. – 204 с.

326. Allen F. What Do Financial Intermediaries Do? / F. Allen // Journal of Banking & Finance. – 2001. – №25. – P. 271-294.



327. Amihud Y. Transaction Taxes and Stock Values, In Modernizing U.S. Securities Regulations / Y. Amihud // Irwin Professional Publishing . – 1992. – No. 7. – P. 477–502.

328. Arbelaez M. The Bank Debit Tax in Colombia / M. Arbelaez // Journal of Banking and Finance. – 2002. – №6. – P. 40–63.

329. Arivoshi A. Capital Controls: Country Experiences with their Use and Liberalization / A. Arivoshi // IMF Occasional Paper. – 2007. – No. 190. – P. 98-134.

330. Basel II: Revised international capital framework [Electronic resource] – Access mode : <http://www.bis.org/publ/bcbsca.htm>.

331. Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems. December 2010 [Electronic resource] – Access mode : <http://www.bis.org/publ/bcbs189.pdf>.

332. Baumol W. J. Deregulation and the Theory of Contestable Markets / William Jack Baumol, Elizabeth E. Bailey – 1984. – 566p.

333. Block S. The Liquidity Discount in Valuing Privately Owned Companies / S. Block // Journal of Applied Finance. – 2007. – Vol. 17(2). – P. 33–40.

334. Bond S. Stamp Duty on Shares and its Effect on Share Prices / S. Bond // Institute for Fiscal Studies, London. – 2004. – Vol.04(11). – P.21-164.

335. Consolidated banking data. Reference period: end-June 2010 [Electronic resource] / The European Central Bank. – Access mode: <http://www.ecb.int/>

336. Constantinides G. Capital Market Equilibrium with Transaction Costs / G. Constantinides // Journal of Political Economy. – 1986. – Vol.94(4). – P.62-842.

337. Dammon R. The Optimal Trading and Pricing of Securities with Asymmetric Capital Gains Taxes and Transaction Costs / R. Dammon // Review of Financial Studies. – 1996. – Vol. 9(3). – P.52-921.

338. DePrince Albert E. Impact of the IBBEA on the Structure of the U.S. Bank System: 1993–2003 / DePrince Albert E.; Middle Tennessee State University, Department of Economics and Finance, Jan 2005.



State Higher Educational Institution
"UKRAINIAN ACADEMY OF BANKING"
OF THE NATIONAL BANK OF UKRAINE
Державний вищий навчальний заклад
"Українська академія банківської справи"
Національного банку України

339. Doing Business 2010. Reforming through difficult times / Report. World Bank [Electronic resource] – Access mode : <http://www.doingbusiness.org/reports/global-reports/doing-business-2010>.

340. Doing Business 2011. Making a difference for entrepreneurs / Report. World Bank [Electronic resource] – Access mode : <http://www.doingbusiness.org/reports/global-reports/>.

341. Financial Stability Oversight Council Created Under the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act: Frequently Asked Questions [Electronic resource] / U.S. Department of the Treasury. – Access mode : <http://www.treasury.gov/initiatives/Documents/>.

342. Fisher I. The Theory of Interest / Irving Fisher. – New York, 1930. – 412p.

343. Foreign direct investment stocks and flows [Electronic resource] / UNCTAD Statistics. – Access mode : <http://unctad.org/en/pages/Statistics>.

344. Frank K. Reilly. Investment Analysis and Portfolio Management / Frank K. Reilly, Keith C. Brown; South-Western College Pub; 7 edition (October 18, 2002).

345. Global Financial Stability Report 2010 [Electronic resource] / IMF. – Access mode : <http://www.imf.org/external/index.htm>.

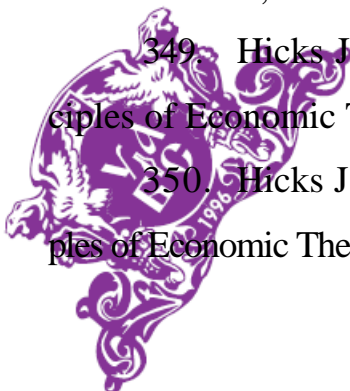
346. Green C. J. Are Foreign Banks in Central and Eastern Europe more Efficient than Domestic Banks? / Green C. J., Murinde V. and Nikolov I. // Paper presented at the 24th SUERF Colloquium in Stability and Efficiency of Financial Markets in Central and Eastern Europe (2003).

347. Habermeier K. Securities Transaction Taxes and Financial Markets / K. Habermeier // Taxation of Financial Intermediation. – 2003. – №7. – P. 44-325.

348. Hansen A. Business cycles and national income / Alvin H. Hansen. New York : Norton, 1951. – 634 p.

349. Hicks J. R. Value and Capital: An Inquiry into some Fundamental Principles of Economic Theory / Hicks John Richard. – Oxford : Clarendon, 1939. – 480 p.

350. Hicks J. R. Value and Capital: An Inquiry into some Fundamental Principles of Economic Theory / Hicks John Richard. – Oxford : Clarendon, 1939. – 480p.



351. Hu S. The Effects of the Stock Transaction Tax on the Stock Market-Experience from Asian Markets / S. Hu // Pacific Basin Finance Journal. – 1998. – Vol.6. – P. 64-347.

352. Important Banking Legislation [Electronic resource]. – Access mode : <http://www.fdic.gov/regulations/laws/important/index.html>.

353. Jensen M. C. The Capital Asset Pricing Model: Some empirical tests / Michael C. Jensen, F. Black and M. Scholes. – 1972.

354. Kapoor S. Taking the Next Step-Implementing a Currency Transaction Development Levy / S. Kapoor // Munich Personal RePEc Archive Paper. – 2007. – №17. – P. 40-54.

355. Keynes J. M. General Theory of Employment, Interest and Money / Keynes John Maynard. – London : Palgrave Macmillan, 1936. – 472 p.

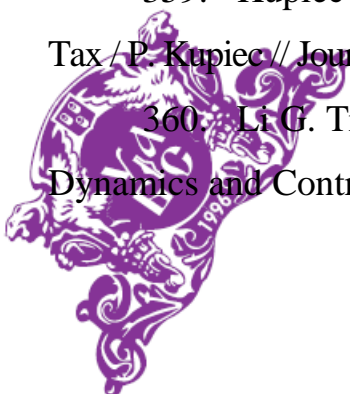
356. Kobushko I.M. J1 investments opportunities in Ukraine: benefits and risks / Ihor Kobushko, DarynaBoronos // Економіка для екології // Збірник тез XV Міжнародної наукової конференції. – Суми: Вид-во СумДУ, 2009. – С. 24-27.

357. Kobushko I.M. Preconditions and economic expediency of offshore areas implementation in Ukraine / Ihor Kobushko, SergiyPanchenko // Економіка для екології: матеріали XVI- Міжнародної наукової конференції, м. Суми, 5-8 травня 2010 р. / редкол.: Д.О.Смоленніков, П.А.Денисенко. – Суми: Вид-во СумДУ, 2010. – С. 69-71.

358. Kobushko I.M. The developing of corporate management as a factor of investment climate improvement / Ihor Kobushko, Olga Fedchenko // Економіка для екології // Матеріали XIV Міжнародної наукової конференції. – Суми: Вид-во СумДУ, 2008. – С.76-78.

359. Kupiec P. Noise Traders, Excess Volatility, and a Securities Transaction Tax / P. Kupiec // Journal of Financial Services Research. – 1996. – Vol.10. – P.25-115.

360. Li G. Transaction Costs and Consumption / G. Li // Journal of Economic Dynamics and Control. – 2009. – Vol.33. – P. 37-1263.



361. Lintner J. V. Some new perspectives on tests of CAPM and other capital asset pricing models and issues of market efficiency / John Virgil Lintner. – Harvard Institute of Economic Research. – 1981.

362. Lotka A. J. On the true rate of natural increase as exemplified by the population of the United States, 1920 / Lotka A. J. // Journal of the American statistical association. – 1925. – v. 20, № 150.

363. Markowitz H. M. Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments / Harry Max Markowitz. – John Wiley & Sons, Inc., New York : Chapman & Hall, Limited, London. – 1959.

364. Marshall A. Principles of Economics (Revised Edition ed.) / Marshall Alfred. – London : Macmillan and Co., 1920. – 770 p.

365. McCrae J. The Impact of Stamp Duty on the Cost of Capital / J. McCrae // Institute for Fiscal Studies mimeo. – 2002. – No. 36. – P. 58-71.

366. McLaughlin S. The Impact of Interstate Banking and Branching Reform: Evidence from the States / McLaughlin S. // Current Issues in Economics and Finance. – May 1995. – Vol. 1, № 2.

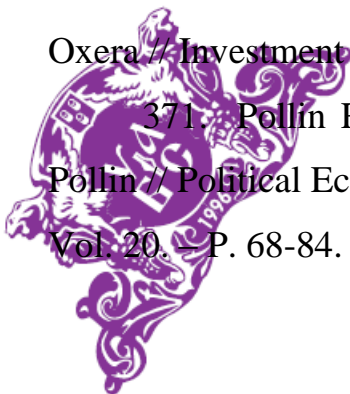
367. Mill J. S. Principles of Political Economy with some of their Applications to Social Philosophy / John Stuart Mill ; 7 th edition. – London : Longmans, Green and Co., 1909.

368. Mishkin Frederic S. The economics of money, banking, and financial markets / Frederic S. Mishkin. – 7 th ed., p. cm. – (The Addison-Wesley series in economics).

369. Ostry J. Capital Inflows: The Role of Controls / J. Ostry // Journal of Banking and Finance. – 2010. – №8. – P. 237–259.

370. Oxera N. Stamp Duty: Its Impact and the benefits of its Abolition / N. Oxera // Investment Management Association. – 2007. – No.32. – P. 36-47.

371. Pollin R. Securities Transaction Taxes for U.S. Financial Markets / R. Pollin // Political Economy Research Institute, University of Massachusetts. – 2001. – Vol. 20. – P. 68-84.



372. Regulations [Electronic resource] / Board of Governors of the Federal Reserve System. – Access mode <http://www.federalreserve.gov/bankinfo/reglisting.htm>.

373. Ricardo D. On the Principles of Political Economy and Taxation / D. Ricardo ; 3 rd edition. – London : John Murray.

374. Schmidt R. The Currency Transaction Tax: Rate and Revenue Estimates / R. Schmidt // Empirical Economics, Ottawa. – 2007. – №4. – P. 37–49.

375. Schulmeister S. A General Financial Transaction Tax: Motives, Revenues, Feasibility and Effects / S. Schulmeister // Oesterreichisches Institut fuer Wirtschaftsforschung working paper. – 2008. – Vol. 36 – P. 174-203.

376. Schulmeister S. A General Financial Transaction Tax: Motives, Revenues, Feasibility and Effects / S. Schulmeister // Oesterreichisches Institut fuer Wirtschaftsforschung working paper. – 2008. – No.3. – P.134-150.

377. Schwert G. Securities Transaction Taxes: An Overview of Costs, Benefits and Unresolved Questions / G. Schwert // Financial Analysts Journal. – 1993. – №7(Sep). – P. 27–35.

378. Smith A. An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations / A. Smith ; 4 fth edition. – London : Methuen and Co., Ltd., ed. Edwin Cannan, 1904. – 1014 p.

379. Spratt S. A Sterling Solution: Implementing a Stamp Duty on Sterling to Finance International Development / S. Spratt // European Journal of Operational Research. – 2006. – №7. – P. 137–149.

380. Stiglitz J. Using Tax Policy to Curb Speculative Short-Term Trading / J. Stiglitz // Journal of Financial Services Research. – 1989. – №3. – P. 15-101.

381. Summers L. When Financial Markets Work Too Well: A Cautious Case for a Securities Transaction Tax / L. Summers // Journal of Financial Services Research. – 1989. – №3. – P.86-261.

382. Tax Reliefs Review [Electronic resource]. – Mode of Access : http://www.hm-treasury.gov.uk/ots_taxreliefsreview.htm.



383. Taxation and Customs [Electronic resource]. – Mode of Access : http://ec.europa.eu/taxation_customs/index_en.htm.
384. The Herfindahl-Hirschman Index. The United States Department of Justice [Electronic resource]. – Access mode : <http://www.justice.gov/atr/public/testimony/hhi.htm>.
385. Tobin J. A Proposal for International Monetary Reform / J. Tobin // Eastern Economic Journal. – 1987. – №4. – P. 59–153.
386. Tobin J. Essays in Economics / James Tobin ; The MIT Press. – 1981. – 526 p.
387. Umlauf S. Transaction Taxes and the Behavior of the Swedish Stock Market / S. Umlauf // Journal of Financial Economics. – 1993. – Vol.33. P. 40-227.
388. Van Horne J. C. Fundamentals of Financial Management, 12 th Edition / James C. Van Horne.
389. Walras L. Elements of Pure Economics. Translated and annotated by William Jaffe / Leon Walras. – London : Allen and Unwin, 1954. – 620 p.
390. World Investment Report [Electronic resource] / UNCTAD. Access mode : <http://archive.unctad.org/Templates>.
391. Yishay Yafeh & Kenichi Ueda & Stijn Claessens, 2010. "Investment and Institutions," 2010 Meeting Papers 513, Society for Economic Dynamics.
392. Zee H. Taxing the Financial Sector / H. Zee // The World Bank Economic Review. – 2004. – Vol. 13. – P. 379-408.



State Higher Educational Institution
"UKRAINIAN ACADEMY OF BANKING
OF THE NATIONAL BANK OF UKRAINE"

ДОДАТКИ

Державний вищий навчальний заклад
"УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ"



Додаток А

Систематизація підходів до трактування економічної категорії «інвестиційний ринок»

Таблиця А.1 – Науково-методичні підходи до визначення економічної категорії «інвестиційний ринок»

<i>Автор</i>	<i>Розуміння сутності економічної категорії «інвестиційний ринок»</i>
1	2
Бланк І. О. [16, 17]	Система економічних відносин, які формуються між покупцями та продавцями інвестиційних товарів і послуг, поряд з різними формами об'єктів інвестування
Пересада А. А. [234], Мойсеєнко І. П. [215]	Економічна дефініція, яку можна охарактеризувати як збалансованість попиту і пропозиції на інвестиції та інвестиційні товари, причому першість у формуванні даної системи відносин належить суб'єкту-інвестору
Москвін С. [220, 219]	Сукупність економічних та правових відносин, які формуються між інвесторами та/або учасниками інвестиційної діяльності з приводу обслуговування інвестиційних активів (корпоративних прав, фінансових інструментів, основних фондів, нематеріальних активів); мережа інвестиційних інститутів, які реалізують контрактні відносини під час здійснення операцій з інвестиційними активами через надання інвестиційних послуг
Розенберг Дж. М. [270]	По-перше, місце, де продаються цінні папери та інші інвестиційні інструменти; по-друге, стан торгівлі інвестиційними інструментами
Котуков А.А. [182]	Складна багатогранна, багатопарова та багаторівнева система економічних взаємовідносин між різними суб'єктами інвестиційної діяльності з приводу купівлі-продажу інвестиційного капіталу (інвестиційних ресурсів) та інвестиційних товарів і послуг, у рамках якої відбувається формування попиту та пропозиції на них, а також їх вартості з метою матеріального, фінансового, інтелектуального та інших видів забезпечення потреб процесу відтворення капіталу з мінімізацією здійснюваних витрат та оптимізацією строку окупності реалізованих вкладень
Васильєва Т. А. [32]	Складний ринковий механізм функціонування грошових ресурсів, кругообіг яких створює умови для формування і спрямування коштів з метою досягнення ефекту та отримання доходу
Васильєва Т. А., Леонов С. В., Макарюк О. В. [35]	Складний механізм взаємодії суб'єктів інвестиційного процесу (суб'єкти інвестування (інвестори), споживачі інвестицій (об'єкти інвестування), органи адміністративного управління, неформальні органи (кримінальні структури, політичні партії, об'єднання громадян та інші формування, які здатні здійснити певний вплив на перебіг інвестиційних процесів)), регулювання їх діяльності та надання інвестиційних послуг, метою функціонування якого є об'єктивно-ефективний (для учасників інвестиційного процесу) перерозподіл інвестиційного ресурсу між споживачами інвестицій



продовження додатку А
продовження табл. А.І

1	2
Дука А. П. [66],	Середовище, що має комплексну структуру та визначену кон'юнктуру, в якому взаємодіють інвестори, виробники та власники інвестиційних товарів, фінансові посередники та органи державної влади й управління
Вовчак О. Д. [43]	Ринок, на якому об'єктами купівлі-продажу є інвестиційні товари та інструменти різного виду, а також набір інвестиційних послуг, що опосередковують заходи суб'єктів із реального та фінансового інвестування
Логінов Є. Л. [196]	Система суб'єктів економіки (джерел та споживачів інвестицій, організаційних та інформаційних посередників) та їх відносин, метою яких є залучення (мобілізація) розпилених інвестиційних ресурсів, акумуляція їх у конкретні інвестиції та вкладення останніх у найбільш ефективні інвестиційні проекти
Мочерний С. В. [68]	Ринок, на якому здійснюється купівля-продаж інвестицій і капіталу учасниками інвестиційної діяльності
Данилова Т. Н. [60]	Складна система економічних відносин з приводу придбання та продажу інвестиційних ресурсів, у межах якої формуються попит і пропозиція, а також ціни на них
Кондрашова М. В. [174], Ігоніна Л. Л. [102]	Форма взаємовідносин суб'єктів інвестиційної діяльності, які персоніфікують інвестиційний попит та інвестиційну пропозицію, а також визначене співвідношення рівня цін, конкуренції та обсягів реалізації
Кириченко О. А., Єрохін С. А. [121]	Сукупність певним чином відокремлених ринків об'єктів реального, інноваційного та фінансового інвестування, в межах якого реалізуються економічні відносини, що формуються між продавцями та споживачами інвестиційних товарів і послуг та конкретних об'єктів інвестування у всіх його вимірах
Тумусов Ф. С. [298]	Складна система економічних відносин із приводу продажу і придбання інвестиційних ресурсів та інвестиційних товарів, в середовищі якої формуються попит та пропозиція на них, а також їх вартість з метою матеріального, фінансового та інтелектуального забезпечення підґрунтя для відтворення капіталу з мінімальними витратами і досягнення оптимальних строків окупності інвестицій
Третьяков А. В. [295]	Місце, в якому покупці та продавці зустрічаються для здійснення трансферу інвестицій; сукупність фізично існуючих та електронних систем, що дозволяють взаємодіяти потенційним інвесторам та особам, які формують попит на інвестиції
Биковський В. В. [26]	Сукупність інститутів, угод або економічних процесів, в які покупець (пред'явник попиту) та продавець (інвестор) вступають із нагоди купівлі-продажу специфічного особливого товару – інвестицій (капіталовкладень), які придбаються підприємствами та приватними особами з метою збільшення накопиченого капіталу та відрізняються від звичайних споживчих товарів тим, що задовольняють потреби опосередковано, збільшуючи основний капітал фірми та створюючи передумови для випуску нових споживчих товарів
Морозов В. Ю. [218]	Середовище, в якому відбувається реалізація прямих та портфельних інвестицій (капіталовкладень)



Додаток Б

Інформаційна база дослідження попиту та пропозиції на інвестиційному ринку України

Таблиця Б.1 – Динамічні зміни показників, що характеризують рівень попиту на інвестиційному ринку України за період 2000–2010 років (складено на основі [288, 290, 285])

Показник	Рік					
	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Капітальні інвестиції, млн грн			46 563,00	59 899,00	89 314,00	111 174,00
Інвестиції в основний капітал, млн грн	23 629,00	32 573,00	37 178,00	51 011,00	75 714,00	93 096,00
Індекс цін інвестицій в основний капітал, млн грн	117,70	114,10	103,50	105,90	115,00	120,70
Облікова ставка НБУ, %	27,00	12,50	7,00	7,00	9,00	9,50
Середньозважена ставка за всіма процентними інструментами, млн грн	29,60	20,20	9,20	8,00	16,10	14,70
Обсяг наданих кредитів, млн грн			42 227,85	67 892,07	88 614,73	143 423,36
Дохідність державних цінних паперів на первинному ринку, млн. грн.			10,81	9,75	11,24	7,25
Загальна вартість торгів на фондовому ринку, % до ВВП	0,92	0,59	0,30	0,21	0,31	0,77
Процентна ставка за кредитами, %	41,53	32,28	25,35	17,89	17,40	16,17
Податкові платежі (кількість), од.						147,00
Обсяг наукових та науково-технічних робіт, виконаних власними силами організацій (підприємств), млн грн	1 978,40	2 275,00	2 496,70	3 319,80	4 112,40	4 818,60
Обсяг фінансування наукових та науково-технічних робіт, млн. грн.	2 046,30	2 432,50	2 611,70	3 597,40	4 251,70	5 160,40
Витрати організацій на виконання власними силами наукових та науково-технічних робіт, млн грн	1 636,30	2 010,70	2 153,70	2 824,00	3 538,40	4 386,30
Витрати на фінансування інноваційної діяльності, млн грн	1 757,10	1 971,40	3 013,80	3 059,80	4 534,60	5 751,60
Співвідношення нематеріальних до матеріальних активів, %			0,10	0,02	0,02	0,03
Уведення в дію нових основних засобів (у фактичних цінах), млн грн	23 726,00	33 255,00	35 025,00	44 165,00	61 468,00	70 497,00
Ринкова капіталізація компаній, що знаходяться у лістингу, % до ВВП	6,02	3,59	7,36	8,58	18,15	28,99
Відсоткова маржа комерційних банків, %	27,81	21,29	17,42	10,92	9,61	7,60

продовження додатку Б
продовження табл. Б.І

Показник	Рік				
	2006	2007	2008	2009	2010
Капітальні інвестиції, млн. грн.	148 972,00	222 679,00	272 074,00	192 878,00	189 060,6
Інвестиції в основний капітал млн. грн.	125 254,00	188 486,00	233 081,00	151 777,00	171 091,90
Індекс цін інвестицій в основний капітал	113,00	116,00	127,00	111,30	113,40
Облікова ставка НБУ, %	8,50	8,00	12,00	10,25	7,75
Середньозважена ставка за всіма процентними інструментами, млн. грн.	11,53	10,40	15,30	16,70	11,62
Обсяг наданих кредитів, млн. грн.	245 230,36	426 867,35	734 021,70	723 295,12	732 822,79
Дохідність державних цінних паперів на первинному ринку, млн. грн.	9,26	6,71	11,86	12,21	12,48
Загальна вартість торгів на фондовому ринку, % до ВВП	1,11	1,41	1,41	0,50	1,52
Процентна ставка за кредитами, %	15,17	13,90	17,49	20,86	15,87
Податкові платежі (кількість), од.	147,00	147,00	147,00	147,00	135,00
Обсяг наукових та науково-технічних робіт, виконаних власними силами організацій (підприємств), млн. грн.	5 354,60	6 700,70	8 538,90	8 653,70	9 867,10
Обсяг фінансування наукових та науково-технічних робіт, млн. грн.	5 164,40	6 149,20	8 024,80	7 822,20	
Витрати організацій на виконання власними силами наукових та науково-технічних робіт, млн. грн.	4 961,10	5 908,40	7 723,20	7 680,60	
Витрати на фінансування інноваційної діяльності, млн. грн.	6 160,00	10 850,90	11 994,20	7 949,90	8 045,50
Співвідношення нематеріальних до матеріальних активів, %	0,03	0,03	0,02	0,03	
Уведення в дію нових основних засобів (у фактичних цінах), млн. грн.	82 333,00	127 453,00	149 635,00		
Ринкова капіталізація компаній, що знаходяться у лістингу, % до ВВП	39,79	78,31	13,51	14,32	28,61
Відсоткова маржа комерційних банків, %	7,60	5,78	7,54	7,10	5,31



продовження додатку Б

Таблиця Б.2 – Динамічні зміни показників, що характеризують рівень пропозиції на інвестиційному ринку України за період 2000–2010 років (складено на основі [288, 290, 285])

Показник	Рік					
	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Заощадження, млн грн	4 203,00	6 788,00	168 015,00	16 277,00	31 077,00	45 651,00
Витрати населення, млн грн	124 533,00	151 208,00	141 618,00	199 395,00	243 164,00	335 753,00
Доходи населення, млн грн	128 736,00	157 996,00	185 073,00	215 672,00	274 241,00	381 404,00
Обсяг реалізованої промислової продукції (робіт, послуг), млн грн	182 718,30	210 842,70	229 634,40	289 117,30	400 757,10	468 562,60
Офіційний рівень безробіття, % (за методологією МОП)	11,60	10,90	9,60	9,10	8,60	7,20
Реальна середня заробітна плата (у % до попереднього року)	99,10	119,30	118,20	115,20	123,80	120,30
Середньорічний індекс споживчих цін	128,20	112,00	100,80	105,20	109,00	113,50
Видатки зведеного бюджету, млн грн	48 148,60	55 528,00	60 318,90	75 792,50	102 538,40	141 989,50
Облікова ставка НБУ	27,00	12,50	7,00	7,00	9,00	9,50
Середньозважена ставка за всіма відсотковими інструментами	29,60	20,20	9,20	8,00	16,10	14,70
М0, млн грн			26 433,79	33 119,27	42 344,90	60 231,44
М3, млн грн			65 128,84	95 334,12	125 704,91	194 070,54
Офіційний курс гривні до ЄВРО (середній за період)	502,89	481,36	503,01	602,44	660,94	638,99
Офіційний курс гривні до долара США (середній за період)	544,02	537,21	532,66	533,27	531,92	512,47
Відсоткова ставка за депозитами, %	13,72	10,99	7,93	6,98	7,80	8,57
Обсяг депозитів в економіці, млн грн			39 467,00	62 480,00	84 598,00	134 754,00
Загальне податкове навантаження на бізнес, % до прибутку						57,30



продовження додатку Б
продовження табл. Б 2

Показники	Рік				
	2006	2007	2008	2009	2010
Заощадження, млн грн	44 203,00	47 779,00	52 011,00	80 377,00	153 358,00
Витрати населення, млн грн	427 858,00	575 510,00	793 630,00	813 909,00	944 657,00
Доходи населення, млн грн	472 061,00	623 289,00	845 641,00	894 286,00	1 101 015,00
Обсяг реалізованої промислової продукції (робіт, послуг), млн грн	551 729,00	717 076,70	917 035,50	806 345,80	1 065 108,20
Офіційний рівень безробіття, % (за методологією МОП)	6,80	6,40	6,40	8,80	8,10
Реальна середня заробітна плата (у % до попереднього року)	118,30	112,50	106,30	90,80	110,20
Середньорічний індекс споживчих цін	109,10	112,80	125,20	115,90	109,40
Видатки зведеного бюджету, млн грн	175 512,20	226 054,37	309 203,73	307 399,35	377 842,84
Облікова ставка НБУ	8,50	8,00	12,00	10,25	7,75
Середньозважена ставка за всіма відсотковими інструментами	11,53	10,10	15,30	16,70	11,62
М0, млн грн	74 983,64	111 118,75	154 758,54	157 029,41	182 989,91
М3, млн грн	261 063,36	396 156,39	515 727,12	487 298,23	597 871,55
Офіційний курс гривні до ЄВРО (середній за період)	633,69	691,79	770,80	1 086,79	1 053,29
Офіційний курс гривні до долара США (середній за період)	505,00	505,00	526,72	779,12	793,56
Відсоткова ставка за депозитами, %	7,57	8,12	9,95	13,76	10,56
Обсяг депозитів в економіці, млн грн	185 916,66	283 874,88	359 740,42	334 952,90	416 649,87
Загальне податкове навантаження на бізнес, % до прибутку	57,00	56,60	57,20	57,20	55,50



Таблиця Б.3 – Проміжні розрахунки в контексті визначення точки рівноваги на інвестиційному ринку

№	Сутність	Формула розрахунку
3.1	Проведення формалізації функцій попиту і пропозиції в загальному вигляді	$S(t) = s_0 \cdot \prod_i r_i^{s_i} (t - t_i)^{c_i}, \quad D(t) = d_0 \cdot \prod_j u_j^{d_j} (t - l_j)^{c_j} \quad (3.15)$ <p>де $S(t)$ та $D(t)$ – результативна ознака економетричної моделі кількісної характеристики пропозиції та попиту на інвестиційному ринку відповідно, що відповідає t-му періоду часу; s_i, s_0, d_j, d_0 – параметри рівняння регресії, які є сталими величинами (в розрізі аналізу пропозиції і попиту відповідно); t_i, t_j – i-та (j-та) факторна ознака мультиплікативної регресійної моделі (в розрізі аналізу пропозиції і попиту відповідно); l_i, l_j – лаг, що відповідає i-й (j-й) факторній ознаці моделі (в розрізі аналізу пропозиції і попиту)</p>
3.2	Проведення лінеаризації визначених функцій (1) з метою застосування параметричного програмування як часткового випадку лінійного програмування	$\ln S(t) = \ln s_0 + \sum_i s_i \ln \left[\frac{t - t_i}{\sigma_i} \right]^{c_i}$ $\ln D(t) = \ln d_0 + \sum_j d_j \ln \left[\frac{t - l_j}{\sigma_j} \right]^{c_j} \quad (3.16)$
3.3	Запис цільової функції задачі параметричного програмування, враховуючи той факт чи виступають параметрами управління одна або декілька змінних функції пропозиції	$L = \ln S(t) - \ln D(t) =$ $= \ln s_0 + \sum_i (s_i + c_i p_i) \ln \left[\frac{t - t_i}{\sigma_i} \right]^{c_i} - \ln d_0 -$ $- \sum_j d_j \ln \left[\frac{t - l_j}{\sigma_j} \right]^{c_j} \rightarrow 0, \quad (3.17)$ <p>де $p_i, p_j \in \mathbb{R}; \sigma_i, \sigma_j$ – параметр та діапазон його можливих значень, що описує та надає можливість формалізувати обрані стратегії досягнення рівноважної позиції (здійснення за рахунок змінних управління функції пропозиції)</p>
3.4	Формалізація обмежень задачі пошуку рівноважної позиції інвестиційного ринку	$r_i \geq 0, i = \overline{1;7}$ $u_j \geq 0, j = \overline{1;10} \quad (3.18)$
3.5	Запис математичного співвідношення формалізації поставленої задачі визначення рівноважної точки інвестиційного ринку в загальному вигляді	$L = \ln S(t) - \ln D(t) =$ $= \ln s_0 + \sum_i (s_i + c_i p_i) \ln \left[\frac{t - t_i}{\sigma_i} \right]^{c_i} - \ln d_0 -$ $- \sum_j d_j \ln \left[\frac{t - l_j}{\sigma_j} \right]^{c_j} \rightarrow 0,$ $\begin{cases} r_i \geq 0, \\ u_j \geq 0 \end{cases} \quad (3.19)$



Додаток В

Інформаційна база дослідження конкурентного середовища на інвестиційному ринку України

Таблиця В.1 – Вартість біржових контрактів (договорів) із цінними паперами на організаторах торгівлі впродовж 2005 – вересня 2010 року, млн. грн.

Період	Організатор торгівлі											Разом
	УФБ	КМФБ	ПФТС	УМФБ	Іннекс	ПТІС	ПФБ	УМФБ	Перспектива	СЄФБ	УБ	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2009 рік	58.81	1573.49	13955.45	1828.78	205.44	787.79	970.39	1796.30	11412.43	136.97	3288.17	36014.02
Січень	0.04	14.06	1764.71	0.25	0.19	0.00	61.75	20.79	400.99	4.38	581.37	2848.53
Лютий	0.07	195.75	3048.42	0.28	17.42	0.00	1.61	313.39	995.53	6.23	730.84	5309.54
Березень	0.12	276.16	5575.33	17.50	0.01	0.00	5.08	298.46	2090.62	5.15	1732.77	10001.20
Квітень	1.76	167.62	7469.22	79.15	0.29	0.00	2.93	279.14	1916.10	6.37	1572.32	11494.90
Травень	0.43	282.93	6149.81	120.88	0.01	0.00	6.18	16.68	1772.42	3.09	1587.12	9939.55
Червень	3.30	19.18	3074.54	0.26	0.01	0.00	8.02	110.80	2098.00	2.39	2024.24	7340.74
Липень	1.45	116.65	3685.00	164.88	0.00	0.00	3.55	103.50	1523.84	2.28	2151.25	7752.40
Серпень	0.29	119.31	3468.73	883.22	0.01	0.00	7.81	35.84	2963.36	1.93	2305.55	9786.05
Вересень	1.12	130.04	8872.44	0.44	0.24	0.00	76.97	388.81	2952.91	3.11	1912.84	14338.92
Разом станом на 01.01.2010	8.58	1321.70	43108.20	1266.86	18.18	0.00	173.90	1567.41	16713.77	34.93	14598.30	78811.83
Темп приросту проти 2009 року, %	-85.41	-16.00	208.90	-30.73	-91.15	-100.00	-82.08	-12.74	46.45	-74.50	343.96	118.84



продовження додатку В

Таблиця В.2 – Обсяг біржових контрактів (договорів) з цінними паперами на організаторах торгівлі у першій половині 2011 року (за видами цінних паперів і типами ринків), млн. грн. (складено на основі [97])

Організатор торгівлі	Первинний ринок					Обсяг торгів на первинному ринку	Вторинний ринок						Обсяг торгів на вторинному ринку	Ринок приватизації	Строковий ринок	Обсяг торгів на ринку РЕПО	Загальний обсяг торгів на організаторах торгівлі
	Акції	Облігації підприємств	Похідні цінні папери (деривативи)	Державні облигації України	Облігації місцевих позик		Акції	Облігації підприємств	Державні облигації України	Облігації місцевих позик	Інвестиційні сертифікати	Похідні цінні папери (деривативи)					
УФБ	0,00	0,00	0,04	0,00	0,00	0,04	3,98	0,01	0,00	0,00	0,03	2,04	6,06	0,90	0,00	0,00	7,00
КМФБ	0,00	926,41	0,00	0,00	0,00	926,41	104,32	42,50	0,00	0,00	32,70	0,00	179,52	2,86	0,00	0,00	1108,79
Іннекс	0,00	16,45	0,00	0,00	0,00	16,45	0,11	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,11	1,89	0,00	0,00	18,45
ПФБ	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	74,43	1,52	0,00	0,00	3,30	0,00	79,25	0,00	0,00	0,00	79,25
УМВБ	0,21	0,00	1,13	0,00	0,00	1,34	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,34
УМФБ	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	208,52	89,87	0,00	0,00	121,38	0,00	419,77	0,10	0,00	0,00	419,87
СЄФБ	0,00	115,00	0,00	0,00	0,00	115,00	8,59	1,04	0,00	0,00	10,80	0,00	20,43	0,18	0,00	0,00	135,61
ПФТС	0,00	4046,50	0,00	0,00	0,00	4046,50	1323,99	809,61	32371,22	33,30	16,30	0,00	34554,42	1,45	0,00	4,32	38606,69
Перспектива	0,00	1424,15	0,00	0,00	0,00	1424,15	20657,13	2553,08	6285,78	0,00	6254,45	40,16	35790,60	0,00	0,00	0,00	37214,75
УБ	0,00	1008,47	0,00	0,00	133,00	1141,47	12478,99	101,09	573,25	4,17	134,72	0,00	13292,22	0,00	11003,44	10608,56	36045,69
Разом	0,21	7536,98	1,17	0,00	133,00	7671,36	34860,06	3598,72	39230,25	37,47	6573,68	42,20	84342,38	7,38	11003,44	10612,88	113637,44



Таблиця В.3 – Динаміка ключових показників діяльності кредитних спілок, інших кредитних установ та юридичних осіб публічного права за 2008 – першу половину 2011 року [238]

Кредитні установи	2008	2009	2010	1 пів-річчя 2011	Темпи приросту, %	
					1 пів-річчя 2011/2010	2010/2009
Кредитні спілки						
Кількість кредитних спілок, зареєстрованих у державному реєстрі фінансових установ (на кінець періоду)	829	755	659	638	-3,19	-12,72
Кількість членів кредитних спілок (тис. осіб)	2669,4	2190,3	1570,3	1075,6	-31,50	-28,31
Кількість членів кредитних спілок, що розмістили внески на депозитних рахунках на кінець періоду (тис. осіб)	164,0	117,0	78,9	49,8	-36,88	-32,56
Кількість членів кредитних спілок, які мають діючі кредитні договори (тис. осіб)	578,1	423,6	343,0	269,7	-21,37	-19,03
Загальні активи (млн грн)	6064,9	4218,0	3432,2	2321,0	-32,38	-18,63
Розмір кредитів, наданих членам спілок (залишок на кін. періоду) (млн грн)	5572,8	3909,1	3349,5	2198,9	-34,35	-14,32
Внески членів кредитних спілок на депозитні рахунки (залишок на кін. періоду) (млн грн)	3951,1	2959,3	1945,0	1187,0	-38,97	-34,27
Капітал (млн грн)	1714,0	765,8	1117,3	859,3	-23,09	45,90
Інші кредитні установи						
Кількість зареєстрованих кредитних установ (на кінець періоду)	20	32	42	46	9,52	31,25
Загальні активи (млн грн)	3253,5	3092,1	2498,9	2492,8	-0,24	-19,18
Капітал (млн грн)	168,7	719,4	843,5	996,6	18,15	17,25
Розмір кредитів, виданих на звітну дату (млн грн)	2901,0	1805,4	1408,4	1179,9	-16,22	-21,99
Юридичні особи публічного права						
Кількість зареєстрованих юридичних осіб публічного права (на кінець періоду)	29	29	29	29	-	-
Загальні активи (млн грн)	3269,9	4513,2	6430,4	6273,1	-2,45	42,48
Капітал (млн грн)	460,2	494,8	2482,7	-	-	401,76
Розмір кредитів, виданих на звітну дату (млн грн)	2898,2	2561,7	2421,4	2665,7	10,09	-5,48



Таблиця В.4 – Індикатори привабливості інвестиційних інструментів

Критерій	Вага	Діапазон оцінок*			
		Низька (10 балів)	Середня (20 балів)	Висока (30 балів)	
А	1	2	3	4	
Прибутковість інвестиційних інструментів	x_1	v_1	$x_1 < \frac{1}{3} \left(\max_j x_{1j} \right) - \frac{1}{3} \left(\min_j x_{1j} \right)$	$\frac{1}{3} \left(\max_j x_{1j} \right) - \frac{1}{3} \left(\min_j x_{1j} \right) \leq x_1 \leq \frac{2}{3} \left(\max_j x_{1j} \right) - \frac{2}{3} \left(\min_j x_{1j} \right)$	$x_1 \geq \frac{2}{3} \left(\max_j x_{1j} \right) - \frac{2}{3} \left(\min_j x_{1j} \right)$
Ризик	x_2	v_2	...	...	...
Ліквідність інвестиційних інструментів	x_3	v_3	...	...	...
Динаміка курсової вартості інвестиційних інструментів	x_4	v_4	...	...	...
Надійність інвестиційних інструментів	x_5	v_5	...	...	...
Безпека	x_6	v_6	...	...	...
Конвертованість	x_7	v_7	$x_7 < \frac{1}{3} \left(\max_j x_{7j} \right) - \frac{1}{3} \left(\min_j x_{7j} \right)$	$\frac{1}{3} \left(\max_j x_{7j} \right) - \frac{1}{3} \left(\min_j x_{7j} \right) \leq x_7 \leq \frac{2}{3} \left(\max_j x_{7j} \right) - \frac{2}{3} \left(\min_j x_{7j} \right)$	$x_7 \geq \frac{2}{3} \left(\max_j x_{7j} \right) - \frac{2}{3} \left(\min_j x_{7j} \right)$
Примітка. В розрізі кожного критерію інвестиційної привабливості встановлюється одна з трьох можливих оцінок залежно від потрапляння кількісної характеристики відповідного критерію в один з інтервалів; j – інтервал спостереження					

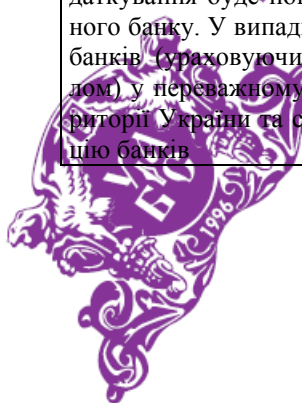


Додаток Д

Інформаційна база дослідження інвестиційного ринку України під впливом глобалізаційних процесів

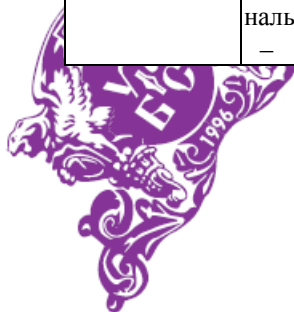
Таблиця Д.1 – Порівняльна характеристика можливих наслідків присутності іноземного капіталу в банківській системі (складено на основі [169, 324, 48])

Недоліки	Переваги
Втрата державного контролю за діяльністю банків, ускладнення банківського нагляду	Стимулювання банків до виходу на міжнародні фондові ринки, розвиток національних ринків капіталу, зростання капіталізації національної банківської системи
	Оптимізація інституційної структури вітчизняної банківської системи та наближення її до стандартів країн із розвинутою ринковою економікою
Розбіжності між цілями державної фінансово-економічної політики та метою діяльності банків за участі іноземного капіталу, інвестування останніх у галузі з найвищим рівнем рентабельності та безпеки поряд із найнижчою соціальною та інноваційною ефективністю	Підвищення ефективності трансмісійного механізму грошово-кредитної політики, поступове зниження облікової ставки
	Модернізація ринку іноземної валюти (надання можливості банкам здійснювати форвардні операції, а також торгувати в обох напрямках упродовж одного дня)
Загроза втрати економічного суверенітету, оскільки ключові фінансові рішення, а також засади кредитної та інвестиційної політики встановлюються іноземними центрами, існує можливість «евакуації» іноземного капіталу впродовж 24 годин	Удосконалення системи ризик-менеджменту в банківських установах (використання інструментів управління ризиками, розширення можливостей кредитування безпечних агентів у іноземній валюті тощо), поступове зрушення процентних спредів
Можливість послаблення національної банківської системи через входження слабких іноземних банків	Подолання надмірно волатильного переміщення капіталу (зниження можливості короткострокового надходження фінансових активів у країну (зокрема за допомогою встановлення гнучкішого обмінного курсу), запровадження відповідного контролю та моніторингу)
Нерівні конкурентні можливості з українськими банками: зокрема, капітал та сума активів усієї банківської системи України є значно нижчими від середнього європейського банку. За таких умов не буде здійснюватися принцип «рівних конкурентних можливостей», що підтримується багатьма міжнародними організаціями	Зростання ролі грошово-кредитної політики (розвиток міжбанківського ринку, підвищення значення процентної ставки, взаємодії грошово-кредитної та фіскальної політик тощо)
	Сприяння зменшенню фінансових схем, корупції, підтримка щодо легалізації заробітної плати та збільшення соціальних відрахувань відповідно, сприяння підвищенню стандартів гарантування вкладів.
Відплив прибутку з території України у разі відкриття іноземних філій. Особливістю діяльності філій як структурних підрозділів іноземних банків є те, що вони не здійснюють формування капіталу. Тому дохід, отриманий від діяльності іноземних філій на території України, після оподаткування буде повністю переданий до іноземного банку. У випадку з прибутками українських банків (ураховуючи банки з іноземним капіталом) у переважному розмірі залишаються на території України та спрямовуються на капіталізацію банків	Розширення спектра банківських послуг та покращання їх якості, зменшення рівня відсоткових ставок по кредитах, зростання обсягу кредитування реальної економіки
	Зростання міжнародного фінансового рейтингу України і можливість збільшення обсягів іноземних інвестицій у національну економіку.
	Активізація участі в об'єктивних світових процесах глобалізації з урахуванням та попередженням (недопущенням) негативних наслідків глобалізації стосовно вітчизняного банківського сектору



Таблиця Д.2 – Обмеження, які застосовуються до умов функціонування закордонного капіталу у різних країнах [169]

Країна	Характеристика обмежень
Бразилія	<ul style="list-style-type: none"> – зростання обсягу і частки участі в статутному капіталі банків та процедурах з приватизації державних установ; – доступ закордонних компаній до національної фінансової системи може бути закритий регулятором у разі порушення стійкості платіжного балансу; – придбання нерезидентами фінансових інститутів держави є допустимим у випадках, коли для купівлі використовуються лише іноземні кошти, або за наявності спеціального дозволу Міністерства планування і бюджету
Канада	<ul style="list-style-type: none"> – визначається ліміт загального обсягу активів дочірніх банків, який контролюється нерезидентом не із США, в 12 % від сукупних активів банківської системи; – для відкриття більш ніж одного філіалу неамериканським дочірнім банком вимагається дозвіл відповідних органів
Франція	<ul style="list-style-type: none"> – «національний режим» стосовно банків, які не є членами ЄС, приймається на умовах взаємності; – у процесі приватизації інвесторам не із ЄС не може бути реалізовано більше ніж 20% статутного капіталу установи
Ісландія	<ul style="list-style-type: none"> – розмір прямих інвестицій у банки країни обмежений лімітом в 25% сукупного статутного капіталу всіх банків
Мексика	<ul style="list-style-type: none"> – на період не більше трьох років, починаючи з 2000 року, встановлюється можливість збереження максимальної питомої ваги участі в капіталі банку країни на рівні 25%; – при перевищенні частки у 25% участі в банківському капіталі нерезидентів із країн – членів ОЕСР можуть бути проведені консультації з метою аналізу впливу цих банків на економіку країни з можливою часовою фіксацією ліміту цієї участі; – дочірні фінансові установи, які знаходяться під контролем нерезидентів, не можуть створювати філіали, агентства і дочірні структури за межами країни
Норвегія	<ul style="list-style-type: none"> – дочірні банки нерезидентів створюються на умовах взаємності; – до 1995 року створення філіалів іноземних банків було заборонене
Туреччина	<ul style="list-style-type: none"> – дозволений порядок створення філіалу або дочірнього банку іноземними фізичними та юридичними особами; – кількість відкритих філіалів іноземних фінансових установ не може перевищувати п'яти (два в Стамбулі та по одному в інших містах); – для першого філіалу встановлено вимогу мінімального розміру додаткового капіталу у розмірі 10 млн дол. США; – діє принцип взаємності
Велико-британія	<ul style="list-style-type: none"> – поширюється принцип взаємності.
США	<ul style="list-style-type: none"> – Федеральна резервна система (ФРС) вправі відмовити комерційному або інвестиційному банку, який контролюється нерезидентом, у виконанні ним функцій дилера державних цінних паперів, якщо на американські банки у зазначеній сфері не поширюється національний режим; – обмеження на рівні окремих штатів



продовження додатку Д

Таблиця Д.3 – Частка банків за участі іноземного капіталу в сукупних активах кредитних установ країн Європейського Союзу та України станом на 01.07.2010 (складено на основі [335])

Назва країни	Активи банків з національним капіталом, млрд євро	Активи іноземних банків та філій іноземних банків, млрд євро	Сукупні активи кредитної системи, млрд євро	Частка іноземних банків та філій іноземних банків у сукупних активах, %
Бельгія	642.4	602.7	1245.1	48.41
Болгарія	6.4	29.9	36.3	82.37
Чехія	7.5	151.1	158.6	95.27
Данія	756.5	170.9	927.4	18.43
Німеччина	8417.5	965.2	9382.7	10.29
Естонія	0.4	30.9	31.3	98.72
Ірландія	511.9	918.5	1430.4	64.21
Греція	397.7	101.4	499.1	20.32
Іспанія	3563.9	313.1	3877.0	8.08
Франція	6498.0	246.7	6744.7	3.66
Італія	2525.2	238.7	2763.9	8.64
Кіпр	102.3	59.8	162.1	36.89
Латвія	9.6	18.9	28.5	66.32
Литва	5.0	21.0	26.0	80.77
Люксембург	98.0	718.9	816.9	88.00
Угорщина	53.5	77.1	130.6	59.04
Мальта	8.6	43.6	52.2	83.52
Нідерланди	2448.4	403.6	2852.0	14.15
Австрія	909.7	283.4	1193.1	23.75
Польща	91.1	186.5	277.6	67.18
Португалія	414.1	118.3	532.4	22.22
Румунія	10.6	67.0	77.6	86.34
Словенія	42.2	15.2	57.4	26.48
Словаччина	3.4	50.7	54.1	93.72
Фінляндія	126.9	338.7	465.6	72.74
Швеція	1397.4	6.2	1403.6	0.44
Великобританія	7860.4	3295.3	11155.7	29.54
Разом / у середньому	36908.6	9473.3	46381.9	20.42



продовження додатку Д

Таблиця Д.4 – Структура іноземних інвестицій в українські банки та поповнення статутного капіталу материнськими структурами впродовж 2008–2010 років [253]

Банк	Інвестор	Частка, %	Рік придбання	Обсяг, млн дол.	Поповнення статутного капіталу	Дата поповнення
«Сведбанк» (раніше «ТАС-Комерцбанк»)	Swedbank	100			33 млн дол. (на умовах субординованого боргу строком на 5 років)	13.07.2009
			Липень 2007	735	120 млн грн (від НБУ під заставу облігацій внутрішньої державної позики)	
					30 млн дол. (на умовах субординованого боргу строком на 10 років під процентну ставку «Libor+5%»)	15.12.2008
«Райффайзен Банк Аваль» (раніше «Аваль»)	«Райффайзен Банк»	96	Серпень 2005	1028	75 млн дол.	30.10.2008
					180 млн дол.	15.10.2008
«Укрсоцбанк»	UniCredit Group	94	Січень 2008	2411	100 млн дол. від ЄБРР (на умовах субординованого боргу)	07.05.2009
					200 млн дол.	28.04.2009
«Форум»	Commerzbank Auslandsbanken Holding AG	60+1	Жовтень 2007		1,1 млрд грн (шляхом додаткової емісії)	02.07.2009
					8,2 млрд євро (за рахунок використання коштів урядового фонду стабілізації фінансових ринків)	06.11.2008
«ОТР Банк» (раніше «Райффайзен Банк Україна»)	ОТР Group (Угорщина)	100	Листопад 2006	830	800 млн грн (шляхом допемісії акцій за рахунок внесених коштів акціонера)	01.06.2009
					50 млн дол. (субординований кредит строком на 7 років)	20.03.2009
					862 млн грн	10.11.2008
«Укрсиббанк»	BNP Paribas	Збільшення частки до 75,5 Частка 51	Червень 2009	360	1,275 млрд грн (за рахунок закритого розміщення простих іменних акцій)	30.04.2009
			Квітень 2006			
«Індекс-Банк»	Credit Agricole S.A. (Франція)	98	2006	263	–	–
Erste Bank (раніше «Банк Престиж»)	Erste Bank-Gruppe (Австрія)	100	Травень 2007	104	62 млн дол. на умовах субординованого боргу до 26.09.2015	26.05.2009
«Правекс-Банк»	Intessa Sanpaolo (Італія)	100	Лютий 2008	750	500 млн грн	03.11.2008

продовження додатку Д

Таблиця Д.5 – Структура кредитно-інвестиційного портфеля 50 найбільших банків України станом на 01.12.2010

Банк	КІП	Питома вага (%)	Кредити юридичним особам	Кредити фізичним особам	Цінні папери
Разом	647286,04	100	491484,43	166857,76	70415,81
Приватбанк	91764,6	14,177	75091,13	18621,03	500,27
Укрексімбанк	52488,41	8,109	48277,46	1106,23	9896,6
Ощадбанк	48485,44	7,491	38905	4706,96	8334,63
Райффайзен Банк Аваль	40264,99	6,221	22174,22	19428,85	9701,93
Укрсоцбанк	31357,48	4,844	16376,63	17722,76	3567,01
ВТБ	24944,65	3,854	22800,18	2776,42	3212,93
Промінвестбанк	24493,87	3,784	25680,85	1994,95	1514,77
ОТП Банк	22684,54	3,505	11576,07	10341,33	3106,82
Альфа-Банк	21794,49	3,367	17634,36	4333,46	2432,88
Фінанси та Кредит	17327,19	2,677	13261,44	3865,47	1219,82
Надра	16387,36	2,532	8127,1	12653,68	427,67
ПУМБ	12956,01	2,002	9471,9	3139,71	1814,24
БрокБізнесбанк	11058,94	1,709	8364,56	2382,72	523,67
Кредитпромбанк	10606,75	1,639	7908,83	2602,25	887,77
Форум	10390,19	1,605	9069,07	3951,44	939,96
Укргазбанк	8404,1	1,298	7414,47	2526,49	2466,35
Південний	8208,13	1,268	7107,15	911,01	9,35
Сбербанк Росії	7684,01	1,187	6760,17	1223,95	1527,84
Інг Банк Україна	7645,76	1,181	6404,85	97,45	1144,35
Дельта	7203,02	1,113	6073,77	3442,18	454,6
Сведбанк	7185,94	1,111	8648,19	5611,13	451,36
Унікредит Банк	6926	1,07	5653,41	1047,1	971,53
Ерсте Банк	6311,87	0,975	1917,63	3294,26	2119,27
Універсал Банк	6199,09	0,958	1598,94	4335,6	930,26
Фінансова Ініціатива	5693,09	0,88	6378,2	1,08	20,06
Донгорбанк	5219,96	0,806	2777,14	1305,83	1142,92
Імексбанк	4958,07	0,766	4689,72	499,17	0,01
Хрещатик	4800,64	0,742	3574,99	523,67	430,42
Вейбі Банк	4577,45	0,707	3634,92	1330,2	331,13
Київська Русь	4194,45	0,648	3276,92	510,07	237,27
Сітібанк Україна	3886,7	0,6	2399,51	52,51	1482,15
Індекс-Банк	3870,29	0,598	2237,25	1897,24	242,18
Правекс-Банк	3811,07	0,589	952,14	4213,03	236,38
Банк Кредит-Дніпро	3519,99	0,544	3009,48	652,12	66,51
Креді Агріколь	3071,3	0,474	3231,22	21,62	1,24
Марфін Банк	3025,9	0,467	1919,31	932,12	465,93
Банк Таврія	2907,57	0,449	2244,72	269,58	20,93
Кредобанк	2849,85	0,44	2789,6	1065,96	351,26
БТА Банк	2662,51	0,411	1318,59	441,48	235,65
Мегабанк	2510,01	0,388	1918,08	540,52	140,76
БМ Банк	2253,58	0,348	1739,99	387,23	28,71
Піреус Банк	2233,49	0,345	1812,44	596,93	353,82
УІБ	2226,62	0,344	1733,89	184,82	194,72
Індустріалбанк	2165,62	0,335	1987,39	165,84	230,03
Кліринговий ДМ	2117,03	0,327	2079,95	248,83	36,69
Актив-Банк	2106,75	0,325	1313,11	641,48	4,78
СББ Банк	2102,04	0,325	1258,82	1237,14	304,47
Південкомбанк	2004,9	0,31	1204,04	65,74	183,83
Діамантбанк	2002,66	0,309	1559,14	75,71	83,92

Прокредит Банк	1881,55	0,291	949,88	1093,08	11,56
----------------	---------	-------	--------	---------	-------

**Державний вищий навчальний заклад
“УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ”**

**State Higher Educational Institution
“UKRAINIAN ACADEMY OF BANKING
OF THE NATIONAL BANK OF UKRAINE”**



продовження додатку Д

Таблиця Д.6 – Показники рівня відкритості інвестиційного ринку (складено на основі [339, 340])

№	Показник / Indicator Name	Динаміка зміни показників		Основні статистичні характеристики показників			Відображення структурних складових показників		
		2010 рік	2011 рік	min	max	sr	K	C	K+C
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1	Вартість будівництва складу (% доходу на 1 особу) / Cost to build a warehouse (% of income per capita)	1731,40	1462,30	676,20	1815,50	1596,85	4,21	0,81	5,02
2	Вартість виконання контрактів (% скарг) / Cost to enforce a contract (% of claim)	41,50	41,50	41,50	41,50	41,50	0,00	0,00	0,00
3	Вартість реєстрації власності (% вартості власності) / Cost to register property (% of property value)	4,10	3,90	3,90	5,60	4,00	0,06	0,06	0,12
4	Вартість започаткування бізнесу (% доходу на особу) / Cost to start a business (% of income per capita)	6,10	4,40	4,40	10,60	5,25	0,16	0,14	0,30
5	Кредит: показник сили юридичних прав (0 = слабкий, 10 = сильний) / Credit: Strength of legal rights index (0=weak to 10=strong)	9,00	9,00	0,00*	10,00	9,00	9,00	0,90	9,90
6	Показник глибини кредитної інформації (0 = низький, 6 = високий) / Depth of credit information index (0=low to 6=high)	4,00	4,00	0,00	6,00	4,00	2,00	0,67	2,67
7	Індекс легкості ведення бізнесу (1=найлегше, 183=найважче) / Ease of doing business index (1=easiest to 183=most difficult)	149,00	152,00	1,00	183,00	150,50	4,60	0,82	5,42
8	Індекс задоволення акціонерів (вд 0 до 10) / Ease of shareholder suits index (0 to 10)	7,00	7,00	0,00	10,00	7,00	2,33	0,70	3,03
9	Індекс відповідальності директора (від 0 до 10) / Extent of director liability index (0 to 10)	2,00	2,00	0,00	10,00	2,00	0,25	0,20	0,45
10	Індекс розкриття інформації (від 0 до 10) / Extent of disclosure index (0 to 10)	5,00	5,00	0,00	10,00	5,00	1,00	0,50	1,50
11	Податки на працю (%) / Labor tax and contributions (%)		43,30	43,30**	43,30	43,30	0,00	0,00	0,00
12	Мінімальні вимоги до сплаченого капіталу для створення підприємства (% доходу на особу) / Minimum paid-in capital required to start a business (% of income per capita)	2,20	1,80	1,80	203,10	2,00	0,00	0,00	0,00
13	Інші податки (%) / Other taxes (%)		1,60	1,60	1,60	1,60	0,00	0,00	0,00
14	Облік кредитів в приватних бюро (% дорослого населення) / Private credit bureau coverage (% of adults)	10,10	17,00	0,00	17,00	13,55	3,93	0,80	4,72
15	Кількість процедур, необхідних для будівництва складу / Procedures required to build a warehouse (number)	21,00	21,00	21,00	30,00	21,00	0,00	0,00	0,00
16	Кількість процедур, необхідних для підключення електрики / Procedures required to connect to electricity (number)	11,00	11,00	11,00	11,00	11,00	0,00	0,00	0,00



продовження додатку Д
продовження табл. Д.6

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
17	Кількість процедур, необхідних для виконання контракту / Procedures required to enforce a contract (number)	30,00	30,00	30,00	30,00	30,00	0,00	0,00	0,00
18	Кількість процедур, необхідних для реєстрації власності / Procedures required to register property (number)	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00	0,00	0,00	0,00
19	Кількість процедур, необхідних для започаткування бізнесу / Procedures required to start a business (number)	10,00	9,00	9,00	15,00	9,50	0,09	0,08	0,17
20	Податки з прибутку (%) / Profit tax (%)		12,20	12,20	12,20	12,20	0,00	0,00	0,00
21	Облік кредитів в державному реєстрі (% дорослого населення) / Public credit registry coverage (% of adults)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
22	Рішення про банкрутство: вартість (% від майна, що знаходиться у власності) / Resolving Insolvency: cost (% of estate)	42,00	42,00	42,00	42,00	42,00	0,00	0,00	0,00
23	Рішення про неспроможність: швидкість відновлення (центи на долар) / Resolving Insolvency: recovery rate (cents on the dollar)	7,90	8,90	7,90	9,10	8,40	0,71	0,42	1,13
24	Індекс сили захисту інвестора (від 0 до 10) / Strength of investor protection index (0 to 10)	4,70	4,70	0,00	10,00	4,70	0,89	0,47	1,36
25	Кількість податкових платежів / Tax payments (number)	135,00	135,00	135,00	147,00	135,00	0,00	0,00	0,00
26	Час, необхідний для започаткування бізнесу (днів) / Time required to build a warehouse (days)	375,00	375,00	375,00	544,00	375,00	0,00	0,00	0,00
27	Час, необхідний для підключення електрики / Time required to connect to electricity (days)	274,00	274,00	274,00	274,00	274,00	0,00	0,00	0,00
28	Час, необхідний для виконання контракту / Time required to enforce a contract (days)	345,00	343,00	343,00	354,00	344,00	0,10	0,09	0,19
29	Час, необхідний для реєстрації власності / Time required to register property (days)	117,00	117,00	93,00	117,00	117,00	0,00	0,00	0,00
30	Час, необхідний для започаткування бізнесу / Time required to start a business (days)	27,00	24,00	24,00	34,00	25,50	0,18	0,15	0,33
31	Час, необхідний для підготовки і сплати податків (годин) / Time to prepare and pay taxes (hours)	657,00	657,00	657,00	2085,00	657,00	0,00	0,00	0,00
32	Час, витрачений на рішення проблеми неспроможності (років) / Time to resolve insolvency (years)	2,90	2,90	2,90	2,90	2,90	0,00	0,00	0,00
33	Загальна ставка податкового навантаження (% прибутку) / Total tax rate (% of profit)	55,50	57,10	55,50	57,30	56,30	0,80	0,44	1,24
34	Вартість експорту (доларів на контейнер) / Trade: Cost to export (US\$ per container)	1560,00	1865,00	1375,00	1865,00	1712,50	2,21	0,69	2,90
35	Вартість імпорту (доларів на контейнер) / Trade: Cost to import (US\$ per container)	1580,00	2155,00	1395,00	2155,00	1867,50	1,64	0,62	2,27
36	Кількість документів, необхідних для здійснення експорту / Trade: Documents to export (number)*	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	0,00	0,00	0,00
37	Кількість документів, необхідних для здійснення імпорту / Trade: Documents to import (number)**	8,00	8,00	8,00	8,00	8,00	0,00	0,00	0,00
38	Період експорту (днів) / Trade: Time to export (day)	30,00	30,00	30,00	30,00	30,00	0,00	0,00	0,00
39	Період імпорту (днів) / Trade: Time to import (days)	33,00	33,00	33,00	36,00	33,00	0,00	0,00	0,00
	Рівень відкритості інвестиційного ринку України								42,72

Примітка * – ідентифікаційний код IC.EXP.DOCS.IMP



** – ідентифікаційний код IC.IMP.DOCS



**Державний вищий навчальний заклад
“УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ”**

**State Higher Educational Ins
“UKRAINIAN ACADEMY OF BANKING
OF THE NATIONAL BANK OF UKRAINE”**

Таблиця Д.7 – Показники оцінки рівня іноземного капіталу на вітчизняному інвестиційному ринку

Показник	Розрахунок та характеристика
Відношення обсягу введення інвестиційних інструментів із за меж цього ринку до загального обсягу інвестиційного ринку в певних межах	$CBP = \frac{Q_v}{Q_{RT}} \cdot 100\%, \quad (Д.1)$ <p>де СВР – рівень іноземного капіталу на вітчизняному інвестиційному ринку; Q_v – обсяг інвестицій, введених на визначений ринок із-за його меж; Q_{RT} – загальний обсяг інвестицій на інвестиційному ринку в певних межах.</p> <p>Коливання гранично допустимого рівня іноземного капіталу на вітчизняному інвестиційному ринку свідчить про такі аспекти його функціонування:</p> <ul style="list-style-type: none"> - на регіональних ринках: якщо СВР < 30% – окрема територія виділена як визначені межі інвестиційного ринку; якщо СВР > 30 % – визначені межі ринку потребують додаткового вивчення стосовно можливості існування інвестиційного ринку з такими межами і ймовірного зростання цих меж; - на загальнодержавних ринках: якщо СВР < 40% – територія держави є визначеними межами ринку; якщо СВР > 40 % – свідчить про те, що інвестиційний ринок відкритий; потребує додаткового визначення впливу іноземних власників на положення, яке займають на цьому ринку суб'єкти господарювання
Коефіцієнт еластичності інвестицій, здійснених нерезидентами, відносно ВВП	$KEI = \frac{\sum_{i=m+1}^n Inr_i}{\Delta \Delta \dot{I}}, \quad (Д.2)$ <p>де KEI – коефіцієнт еластичності інвестицій; $\sum_{i=m+1}^n Inr_i$ – загальний обсяг інвестицій, здійснених нерезидентами.</p> <p>Особливість використання зазначеного підходу полягає в тому, що коефіцієнт еластичності дозволяє отримати оцінку тенденцій зміни рівня іноземного капіталу на вітчизняному інвестиційному ринку. Залежно від значень, яких може набувати коефіцієнт, можна виявити такі аспекти:</p> <ul style="list-style-type: none"> - якщо величина коефіцієнта еластичності більше 1, це свідчить про збільшення рівня іноземного капіталу на вітчизняному інвестиційному ринку, - якщо величина коефіцієнта еластичності більше 1, то спостерігається збереження досягнутого рівня іноземного капіталу на вітчизняному інвестиційному ринку



Таблиця Д.8 – Етапи оптимізації рівня іноземного капіталу на вітчизняному інвестиційному ринку

Етап	Характеристика
Попередній	<p>Обираємо константу $\varepsilon > 0$ і допустиму скінченну довжину інтервалу невизначеності $l > 0$. Початковим інтервалом невизначеності виступає $[a_1, b_1]$, $a_1 = M(\min(x_i))$, $b_1 = M(\max(x_i))$, що характеризує діапазон теоретично можливих (визначених на основі статистичних даних) значень рівня іноземного капіталу на вітчизняному інвестиційному ринку. Беремо $k=1$ і переходимо до основного етапу</p>
Основний	<p>Цей етап містить скінченне число однотипних ітерацій, k-ітерація.</p> <p>Крок 1. У разі, якщо $b_k - a_k \leq l$, спостерігається кінець алгоритму, тобто точка мінімуму належить проміжку $[a_k, b_k]$. Якщо ця умова не виконується, розраховуються такі додаткові параметри (формула 4.4):</p> $\lambda_k = \frac{a_k + b_k}{2} - \varepsilon, \quad \mu_k = \frac{a_k + b_k}{2} + \varepsilon, \quad (Д.3)$ <p>де λ_k – параметр, що характеризує мінімальну величину діапазону невизначеності; a_k – нижня межа діапазону невизначеності; b_k – верхня межа діапазону невизначеності; μ_k – параметр, що характеризує максимальну величину діапазону невизначеності.</p> <p>На основі значень, розрахованих за формулою (Д.4), проводяться подальші розрахунки</p>
Основний	<p>Крок 2. У разі виконання нерівності $f(\lambda_k) < f(\mu_k)$ беремо $a_{k+1} = a_k$ і $b_{k+1} = \mu_k$, тобто відбувається звуження діапазону значень рівня іноземного капіталу на вітчизняному інвестиційному ринку шляхом зміни верхньої межі. У протилежному разі беремо $a_{k+1} = \lambda_k$ і $b_{k+1} = b_k$, що відповідає звуженню нижньої межі інтервалу $[a_k, b_k]$. Після проведених розрахунків змінюємо k на $(k+1)$ і переходимо до 1-го кроку. На $(k+1)$-му кроці інтервал невизначеності визначається за формулою</p> $b_{k+1} - a_{k+1} = \frac{1}{2^k} (b_1 - a_1) + 2\varepsilon \left(1 - \frac{1}{2^k}\right) \quad (Д.4)$



Додаток Ж

Інформаційна база дослідження теоретико-методологічних засад державного регулювання інвестиційного ринку
України

Таблиця Ж.1 – Вимоги лістингу до Котирувальних списків 1-го та 2-го рівнів Біржового Списку відповідно до вимог законодавства (складено на основі [249])

Вид ЦП \ Критерії	Мінімальний термін здійснення діяльності емітентом, років	Мінімальний розмір чистих активів, млн грн	Мінімальний річний дохід від реалізації продукції за останній фінансовий рік, млн грн	Мінімальна ринкова капіталізація емітента, млн грн	Мінімальна номінальна вартість серії випуску, млн грн	Критерій ліквідності	Мінімальна кількість акціонерів, тис.
Акції підприємств, 1-й рівень	3	100	100	100	-	Кожен з останніх 6 міс. укладалося / виконувалося не менше 10 біржових угод / контрактів, середньомісячна вартість біржових угод впродовж останніх 6 місяців становить не менше 1 млн грн; відсутність збитків в емітента за підсумками двох останніх фінансових років	0,5
Акції підприємств, 2-й рівень	0,4	50	-	50	-	Кожен з останніх 3 міс. укладалося / виконувалося не менше 10 біржових угод / контрактів, середньомісячна вартість біржових угод впродовж останніх 3 місяців становить не менше 0,25 млн грн; річний дохід в емітента від реалізації товарів, робіт, послуг за останній фінансовий рік становить не менше 50000000 грн; відсутність збитків в емітента за підсумками останнього фінансового року	-
Облігації підприємств, 1-й рівень	3	100	-	-	10	Кожен з останніх 6 міс. з облігаціями цієї серії випуску укладалося / виконувалося не менше 5 біржових угод / контрактів, середньомісячна вартість біржових угод з облігаціями цієї серії випуску впродовж останніх 6 місяців становить не менше 0,5 млн грн; відсутність збитків в емітента або особи, яка надає забезпечення повного виконання зобов'язань за випуском, за підсумками двох останніх фінансових років	-
Облігації підприємств, 2-й рівень	1	10	-	-	5	Середньомісячна вартість біржових угод з облігаціями цієї серії випуску впродовж останніх 6 місяців становить не менше 0,15 млн грн; відсутність збитків в емітента або особи, яка надає забезпечення повного виконання зобов'язань за випуском, за підсумками останнього фінансового року	-
Облігації місцевих позик, 1-й рівень	-	-	-	-	3	Середньомісячна вартість біржових угод з облігаціями цієї серії випуску впродовж останніх 6 місяців становить не менше 0,4 млн грн	-
Облігації місцевих позик, 2-й рівень	-	-	-	-	1	Середньомісячна вартість біржових угод з облігаціями цієї серії випуску впродовж останніх 6 місяців становить не менше 0,1 млн грн	-
Цінні папери ІСІ, 1-й рівень	3	20	-	-	-	Середньомісячна вартість біржових угод з ЦП ІСІ впродовж останніх 6 місяців становить не менше 0,1 млн грн	-
Цінні папери ІСІ, 2-й рівень	1	10	-	-	-	Середньомісячна вартість біржових угод з ЦП ІСІ впродовж останніх 6 місяців становить не менше 0,05 млн грн	-



Таблиця Ж.2 – Напрямки діяльності, права та обов'язки ДУ «АРІФРУ»
(складено на основі [247])

Робота Агентства з розвитку інфраструктури фондового ринку України	
Напрямки діяльності та обов'язки	Основні права
<p>Напрямки роботи:</p> <ul style="list-style-type: none"> - постійне формування та ведення інформаційних баз даних щодо національного ринку фінансових інструментів з метою інформаційної підтримки діяльності НКЦПФР та її територіальних органів, професійних учасників та інших зацікавлених осіб на ринку; - формування та ведення електронних реєстрів баз даних з інформацією щодо поточних операцій учасників ринку цінних паперів; - створення, впровадження та поширення програмно-технічного забезпечення серед усіх професійних компаній фондового ринку, участь НКЦПФР у його сертифікації; - утримання та всебічна підтримка роботи єдиного національного масиву інформації щодо емітентів цінних паперів; - активне поширення та надання маркетингової підтримки під час розповсюдження інформації про фондовий ринок України; - модернізація технологій та біржової інфраструктури; - підвищення капіталізації та інвестиційної привабливості різних сегментів фондового ринку; - проведення освітньої, просвітницької та роз'яснювальної роботи щодо технологій оперування цінними паперами, підготовка навчально-методичних матеріалів, що розкривають особливості біржової діяльності; - видавнича та рекламна діяльність, дослідницька та аналітична робота на ринку цінних паперів; - ефективний нагляд за учасниками, підтримка зростання рентабельності професійної діяльності. 	<p>Здійснення незалежної господарсько-фінансової діяльності, що ґрунтується на контрактах, укладених з іншими суб'єктами господарювання та положеннях чинного законодавства України, у тому числі шляхом прямої реалізації професійних сервісів, розпорядження коштами, залученими від власної діяльності, що залишаються в установи після податкових та інших відрахувань;</p> <p>підписувати від власного імені контракти різного типу та укладати інші правочини, нести відповідні зобов'язання за ними, набувати права майнового та немайнового характеру, виступати позивачем та відповідачем у судових справах;</p> <p>проведення зовнішньоекономічної діяльності на базі своєї провідної спеціалізації;</p> <p>формування постійних і тимчасових аналітичних центрів, що відповідають за розробку та організаційну підтримку проектів і програм, які належать до предмета діяльності Агентства;</p> <p>залучення вітчизняних та іноземних науковців, експертів та спеціалістів на контрактній основі для проведення ними операцій та пропозиції сервісів, пов'язаних з роботою Агентства;</p> <p>залучення комерційних та некомерційних організацій, а також фізичних осіб для пропозиції ними сервісів та виконання певних видів робіт, що асоціюються з діяльністю Агентства;</p> <p>брати участь у роботі міжнародних конференцій, конгресів, симпозіумів і нарад з питань розвитку фондового ринку та інших суміжних проблем;</p> <p>відряджати як на території України, так і за її межі працівників Агентства;</p> <p>удосконалювати існуючі програмно-технічні комплекси з метою забезпечення безперервного функціонування інформаційних баз даних щодо діяльності фондового ринку;</p>
<p>Ключові обов'язки:</p> <ul style="list-style-type: none"> - участь у розробці концепції розвитку інфраструктури вітчизняного ринку цінних паперів; - підготовка пропозицій та побажань щодо модернізації регуляторної конструкції на фондовому ринку; системи захисту прав інвесторів, економічної та інформаційної безпеки біржової інфраструктури в Україні; - фінансова підтримка дослідження інфраструктури світових ринків капіталу, пропагування та поширення серед професійних учасників ринку відносин сучасних технологій міжнародних фондових майданчиків з метою поглиблення інвестиційних процесів всередині країни, проведення конференцій, тренінгів, семінарів, круглих столів, навчальних програм, конкурсів та виставок, у тому числі міжнародних, що безпосередньо пов'язані з функціонуванням ринку цінних паперів, як для професійних, так і для непрофесійних учасників; надання технічної, організаційної та ресурсної підтримки затверджених НКЦПФР проектів і програм розвитку вітчизняного фондового ринку та відповідної інфраструктури 	<p>за рішенням Колегії Агентства створювати та ліквідувати державні та дочірні підприємства, філії, відділення, представництва Агентства, затверджувати положення про державні та дочірні підприємства, філіали, відділення, представництва Агентства, вносити до них зміни та доповнення;</p> <p>за рішенням Колегії Агентства передавати в оперативне управління чи тимчасове користування, як з оплатою, так і на безоплатній основі, майно, що знаходиться на балансі Агентства, підпорядкованим державним та дочірнім підприємствам, філіалам, відділенням, представництвам Агентства;</p> <p>затверджувати фінансові плани, кошториси, штатні розклади та фонд оплати праці працівників підпорядкованих державних та дочірніх підприємств, філіалів, відділень, представництв Агентства, здійснювати контроль за виконанням цих фінансових планів;</p> <p>контролювати господарську діяльність підпорядкованих державних та дочірніх підприємств, філіалів, відділень, представництв Агентства та виконання покладених на них функцій;</p> <p>укладати контракти з керівниками підпорядкованих державних та дочірніх підприємств, філіалів, відділень, представництв Агентства відповідно до законодавства та установчих документів;</p> <p>утворювати експертні, науково-технічні та консультативні ради при Агентстві для забезпечення виконання проектів програм, затверджених Комісією;</p> <p>створювати авторські колективи (на контрактній основі) для підготовки проектів законів, інших нормативних документів та їх експертизи;</p> <p>здійснювати публікацію інформації стосовно учасників фондового ринку в офіційних друкованих виданнях;</p> <p>сприяти при розкритті інформації учасниками фондового ринку</p>



Рисунок Ж.1 – Система наднаціонального регулювання інвестиційного ринку в країнах ЄС

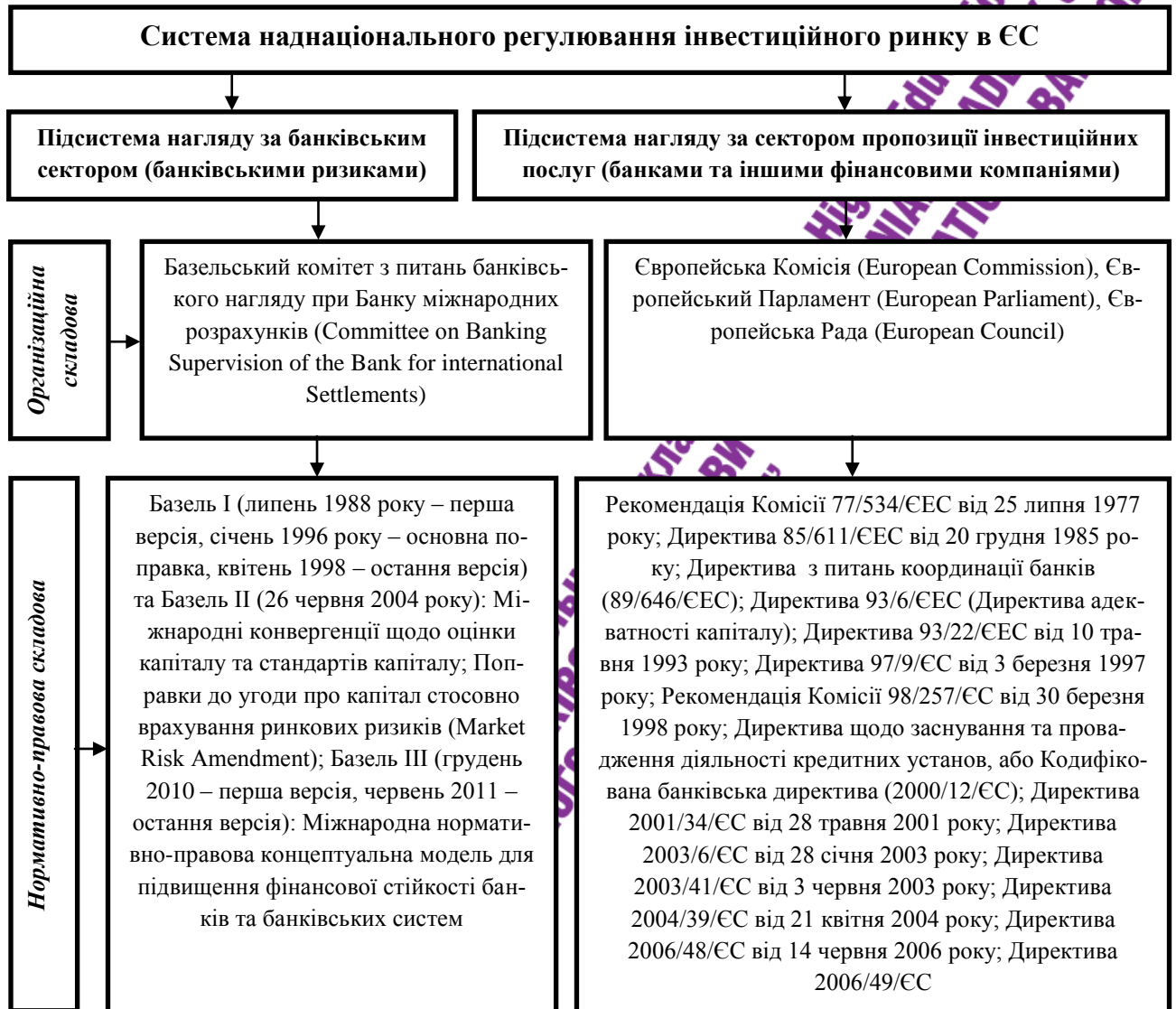
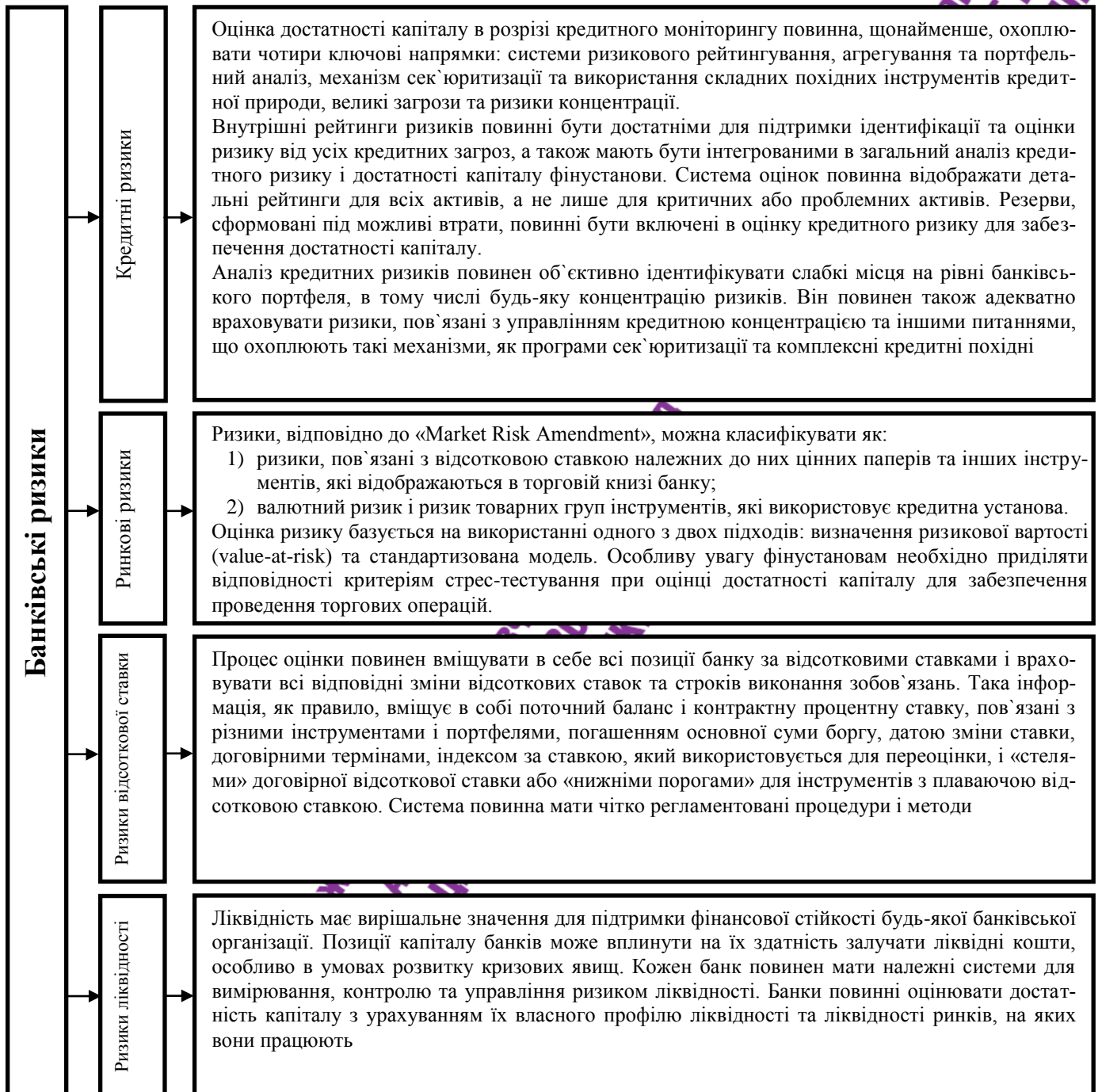


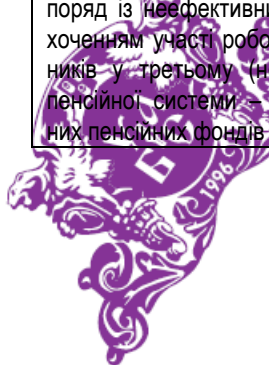
Рисунок Ж.2 – Групи банківських ризиків за Базелем II, що мають місце на інвестиційному ринку



Таблиця Ж.3 – Ключові завдання та заходи з розвитку фондового сегмента інвестиційного ринку України (складено на основі [264])

Проблеми	Ключові завдання та заплановані заходи
1	2
I. Збільшення капіталізації та ліквідності фондового ринку	
<p>Низький рівень капіталізації ринку та зацікавленості потенційних інвесторів, що зумовлюється такими причинами:</p> <ul style="list-style-type: none"> – обмежений рівень пропозиції фінансових інструментів на торговельних майданчиках з прийнятними для інвесторів параметрами щодо очікуваної прибутковості, ризикованості, ліквідності та механізмів захисту вкладів; – порівняно низькі обсяги робочого інвестиційного капіталу в економіці; – відставання якості корпоративного управління від міжнародних стандартів, недостатній обсяг розкриття релевантної інформації про діяльність компаній-резидентів, відсутність прийнятної для інвесторів компанії дивідендної політики, розмитість корпоративної бізнес-стратегії та ін.; – недостатнє задоволення існуючого попиту на корпоративні права інвестиційно-привабливих компаній, які належать державі на праві часткової або повної участі, внаслідок дуже незначної кількості акцій таких суб'єктів, що перебувають у вільному обігу; – відсутність діючого механізму захисту прав акціонерів та інвесторів, незрозумілість процедур реструктуризації та, як результат, обмеженість наявних інструментів фондового ринку; – обмежена присутність на біржах цінних паперів самої держави; – відсутність концепції системної законодавчої регламентації проведення операцій РЕПО та реалізації механізму маржинальної торгівлі; – можливість проходження лістингу цінними паперами на біржовому ринку лише з ініціативи їх емітентів, проте останні здебільшого не зацікавлені проводити подібні операції; – наявні лістингові вимоги, у першу чергу щодо фінансових індикаторів діяльності емітентів, не відповідають реальним веденням їх бізнесу і тим самим є штучним бар'єром збільшення кількості цінних паперів у біржовому обороті; 	<p>1.1. Істотне зростання пропозиції цінних паперів з якісними інвестиційними параметрами.</p> <p>Перший етап (до початку 2013 року):</p> <ul style="list-style-type: none"> • Ввести на фондовій біржі практику реалізації пакетів акцій з часткою до 25% статутного капіталу компаній, що підлягають приватизації. • Модернізувати систему нормативного регулювання захисту прав утримувачів боргових цінних паперів підприємств за рахунок збільшення переліку типів корпоративних облігацій (біржових, концесійних (інфраструктурних)) та розробки механізмів їх випуску. • Стимулювати зростання обігу іпотечних цінних паперів за рахунок розширення їх пропозиції та якісних перетворень у ринковій інфраструктурі, серед іншого, через зміцнення позицій Державної іпотечної установи в межах вторинного ринку нерухомості, розгортання її функціонального призначення в якості учасника вторинного іпотечного ринку. • Забезпечити широкі можливості доступу вітчизняних інвесторів до цінних паперів іноземних емітентів, які розпоряджаються активами в Україні, у тому числі шляхом: <ul style="list-style-type: none"> – формулювання на законодавчому рівні категорії «іноземні цінні папери»; – удосконалення системи нагляду за валютними операціями із закордонними фінансовими інструментами в контексті реалізації можливості торгівлі ними без отримання будь-яких регуляторних дозволів на проведення операцій з валютними цінностями. • Сформувати нормативне підґрунтя для подальшого становлення ринку деривативів (похідних), підтримати активне запровадження деривативів під час розрахунку біржової вартості базових фондових інструментів, товарних груп, валюти. <p>Другий етап (до початку 2015 року):</p> <ul style="list-style-type: none"> • Створити уніфіковані умови оподаткування торговельних операцій з цінними паперами державних та муніципальних органів влади. • Модернізувати систему нагляду за механізмом випуску, обігу, погашення та подальшої виплати прибутку за борговими інструментами, номінованими в іноземній валюті. • Сформувати законодавчу базу з нагляду за процедурами сек'юритизації фінансових активів, у тому числі за рахунок: <ul style="list-style-type: none"> – підтримки можливості проведення випуску фінансових інструментів, забезпеченням дотримання зобов'язань емітента, за якими виступатимуть його найбільш ліквідні фінансові активи; – створення можливостей переведення зобов'язань компанії-емітента в пайові та боргові цінні папери. • Спростити процедуру доступу вітчизняних емітентів на іноземні фондові біржі. • Модернізувати нормативне регулювання захисту прав розпорядників корпоративних облігацій за рахунок: <ul style="list-style-type: none"> – введення в дію інституту зборів власників боргових інструментів із наданням їм, серед іншого, повноважень щодо погодження рішення емітента стосовно інвестиційних операцій з його активами у випадку виникнення проблем із дотриманням власних зобов'язань за такими борговими інструментами у стосунках з емітентом;

1	2
<p>– складність процедур організації та здійснення IPO цінних паперів на вітчизняному фондовому ринку істотно скорочує можливості доступу інвесторів до об'єктів розміщення інвестицій;</p> <p>– фактична відсутність ринку деривативів, що зумовлюється низьким ступенем розвитку ринків базових (товарних) активів та прив'язки до довгострокової динаміки валютного курсу, недосконалістю нормативної підтримки цієї сфери;</p> <p>– надмірна кількість регулятивних процедур допуску до сек'юритизації фінансових активів, що обмежує потенціал зростання їх обороту та скорочує підприємницькі можливості щодо вливання довгострокових інвестиційних ресурсів у пріоритетні сфери економіки;</p> <p>– низький ступінь інтеграції фондового ринку України до світових ринків капіталу. Свідченням цього може бути процедура імпорту інвестиційних ресурсів із-за кордону вітчизняними споживачами, яка полягає в емісії та біржовому розміщенні іноземними емітентами, що є власниками активів українських компаній, корпоративних прав та інших фінансових інструментів, дозволених законодавством. Прямого виходу вітчизняних суб'єктів господарювання на світові ринки капіталу, а також істотній присутності закордонних інвесторів у національному ринку перешкоджає ціла низка ринкових, правових і технологічних труднощів;</p> <p>незначна пропозиція вільних фінансових ресурсів на інвестиційному ринку України, що пов'язано з відсутністю великих інституційних інвесторів з національним капіталом, низьким рівнем платоспроможності роздрібних інвесторів та недостатньою привабливістю українських галузей економіки для іноземних інвесторів. Розвиток системних внутрішніх інвесторів стимулюється, в тому числі, шляхом зняття регуляторів із впровадженням другого рівня пенсійного забезпечення громадян – Накопичувальної системи державного пенсійного страхування (загальнообов'язкового), поряд із неефективним матеріальним заохоченням участі роботодавців та їх працівників у третьому (необов'язковому) рівні пенсійної системи – сукупності недержавних пенсійних фондів</p>	<p>– нормативної регламентації заходів з боку емітента і розпорядників корпоративних облігацій у випадку реструктуризації боргу, дефолту, конвертації боргових інструментів та ін.</p> <p>1.2. Підготовка умов для якнайбільшого застосування потенціалу біржового сегмента інвестиційного ринку.</p> <p>Перший етап (до початку 2013 року):</p> <ul style="list-style-type: none"> • Забезпечити концентрацію обороту державних цінних паперів у рамках біржового сегмента, формування фондового ринку ОБДП з високою ліквідністю. • Відкоригувати концептуальні положення щодо лістингових критеріїв, у тому числі: <ul style="list-style-type: none"> – переглянути нормативні вимоги до фінансових індикаторів діяльності компаній-емітентів, що опосередковують включення цінних паперів до офіційних торгів; – забезпечити можливість допуску фінансових інструментів до лістингу з власної ініціативи маркет-мейкера; – передбачити діючі механізми допуску саморегулювальною організацією цінних паперів до торгів на підставі проходження цими фінансовими інструментами процедури лістингу на іншому біржовому майданчику; – забезпечити публікацію компанією-емітентом особливої та регулярної інформації про власну діяльність паралельно в системах розкриття звітності НКЦПФР та фондових бірж, які допустили підприємство до процедури лістингу. • Активізувати IPO вітчизняних компаній шляхом: <ul style="list-style-type: none"> – послаблення вимог до реєстрації емісії та розміщення фінансових інструментів; – ставлення жорсткіших вимог до маркет-мейкерів та андеррайтерів; – підтримка прямої участі державних органів влади та спеціальних установ (Міністерство фінансів України, Фонд державного майна України, Державна іпотечна установа) у торгах на біржових майданчиках; – удосконалення порядку реалізації пакетів цінних паперів, якими розпоряджаються державні інститути, на вітчизняних організаторах торгівлі; – визначення механізму податкового стимулювання проведення IPO на фондовій біржі. • Деталізувати формулу розрахунку звичайної ціни на цінні папери, а також фінансові інструменти іншої форми як відображення їх біржового курсу. • Модернізувати систему оподаткування професійної діяльності з адміністрування роботи пенсійних фондів, операцій з переказу коштів установами парабанківського сектору, комісійних доходів організаторів торгівлі, депозитаріїв за аналогією до концепції оподаткування прибутку комерційних банків. <p>Другий етап (до початку 2015 року):</p> <ul style="list-style-type: none"> • Впровадити інструменти маржинальної торгівлі та РЕПО шляхом: <ul style="list-style-type: none"> – формулювання термінів, а також нормативною регламентацією проведення маржинальних операцій та укладенням контрактів РЕПО на фондових майданчиках; – уточнення критеріїв ліквідності для фінансових інструментів, що можуть застосовуватися як забезпечення для подібних операцій. • Подати законодавче визначення категорії «кваліфікований інвестор». Підтримати можливість допуску визначених груп цінних паперів до біржових торгів у випадку їх розміщення виключно серед груп кваліфікованих інвесторів. • Запровадити процедури боргового фінансування торговцями фінансовими інструментами власних клієнтів. Забезпечити проведення IPO виключно на фондових майданчиках. Врегулювати положення, що регулюють особливості використання професійними учасниками ринку інсайдерської інформації.



1	2
II. Модернізація ринкової інфраструктури та основ біржового саморегулювання, підтримка їх стабільного та ефективного функціонування	
<p>Фондовий сегмент інвестиційного ринку на сьогодні має другорядне значення для розвитку вітчизняної економіки, що підтверджується низькими значеннями коефіцієнтів співвідношення обсягів біржових торгів та капіталізації до розміру національного ВВП.</p> <p>Динаміка показників роботи фондового сегмента інвестиційного ринку дуже обмежено корелюється з макроекономічними індикаторами і загальними тенденціями функціонування та розвитку реального сектору економіки.</p> <p>Недостатня монолітність системи біржової торгівлі, що пов'язана зі слабким рівнем функціональної інтеграції фондових бірж та інститутів забезпечення виконання біржових контрактів. Відсутність сучасних процедур клірингу створює додаткові перешкоди як для інвесторів та професійних учасників ринку, так і для економіки країни в цілому.</p> <p>Децентралізована депозитарна система двох рівнів (два депозитарії, що здійснюють обслуговування фінансових інструментів підприємств та муніципальних облігацій, а також НБУ як зберігач державних цінних паперів).</p> <p>Однчасна робота декількох національних систем депозитарного обліку, закріплених за кожним депозитарієм та НБУ, з дотриманням вимог щодо підтримки зберігачами цінних паперів зворотного зв'язку з інформаційним комплексом кожного депозитарію та чіткої відповідності його параметрам програмного і технічного забезпечення для проведення необхідних операцій. Це призводить до зростання технологічних, організаційних та фінансових витрат з боку професійних компаній та інвесторів, враховуючи державні органи влади, підвищення ризиків функціонування біржової системи в цілому.</p> <p>Недостатня інтеграція вітчизняної депозитарної системи та закордонних суб'єктів депозитарної діяльності, що обмежує доступ українських компаній та індивідуальних інвесторів на міжнародні ринки фінансового капіталу.</p> <p>Необхідність постійного зростання якості різних сервісів, що систематично пропонуються фінансовими посередниками на фондовому ринку.</p>	<p>2.1. Консолідація системи біржової торгівлі на фондовому ринку.</p> <p>Перший етап (до початку 2013 року):</p> <ul style="list-style-type: none"> • Підтримати адаптацію вітчизняного законодавства у сфері біржової торгівлі фінансовими інструментами до нормативів Європейського Союзу, у тому числі до положень Директиви 2004/39 • Визначити уніфіковані вимоги до національних стандартів розкриття ключових даних про результати торгів на фондових майданчиках, що підлягають регулярній публікації. • Запровадити єдину концепцію діяльності фондових бірж • Створити умови, необхідні для проведення IPO боргових та пайових цінних паперів компаній на організаторах торгівлі з паралельним розміщенням їх у лістинговому списку. • Встановити спеціальний критерій щодо існування на фондовій біржі постійної торгівлі мінімального обсягу як умови надання професійних послуг суб'єктам фондовому ринку. • Встановити мінімальні нормативи щодо необхідної технологічної інфраструктури для торгівлі на фондовому ринку. <p>Другий етап (до початку 2015 року):</p> <ul style="list-style-type: none"> • Запровадити вимогу здійснення організаторами торгівлі постійного відслідковування проходження фондових торгів, використання ними дієвих механізмів протидії маніпулюванню, визначити обсяги адміністративної і кримінальної відповідальності за навмисно неправильне визначення біржових цін. • Уніфікувати вимоги до роботи електронних торговельних систем біржових майданчиків, стимулювати застосування біржових технологій, які зводять до мінімуму інвестиційні ризики та неправильну роботу торговельних систем. • Модернізувати процедури нагляду за діяльністю організаторів торгівлі у контексті протидії маніпулюванню та надмірній волатильності біржових котировань, а також зворотній зв'язок з НКЦПФР, депозитарієм та саморегулюваними об'єднаннями щодо оперативного постачання інформації безпосереднім учасникам ринку про важливі події, що чинять вплив на ринкову ціну фінансових інструментів, які перебувають у біржових списках. • Встановити нормативну вимогу щодо купівлі цінних паперів та їх подальше розміщення у структурі активів публічних ІСІ виключно через систему організаторів біржової торгівлі. <p>2.2. Вдосконалення роботи депозитарної системи України, сектору взаємних розрахунків та клірингу за контрактами щодо цінних паперів.</p> <p>Перший етап (до початку 2013 року):</p> <ul style="list-style-type: none"> • Сформувати єдину систему депозитарного обліку фінансових інструментів на основі: <ul style="list-style-type: none"> – введення в дію структур Центрального депозитарію цінних паперів; – зведення депозитарного обліку всіх фінансових інструментів, у т. ч. державних, до обслуговування в Центральному депозитарії. • Стандартизувати національну систему обліку прав власності учасників інвестиційного ринку на цінні папери шляхом: <ul style="list-style-type: none"> – нормативного уточнення статусу центрального контрагента; – формування системи ефективного клірингу за контрактами щодо фінансових інструментів, укладених на вітчизняних фондових біржах.

1	2
III. Вдосконалення системи захисту прав інвесторів	
<p>Сучасне законодавство України не враховує особливостей розміщення капіталу на фондових біржах певними категоріями інвесторів, у тому числі фізичними особами, які мають досить обмежені можливості для прийняття професійних, висококваліфікованих інвестиційних рішень порівняно з фінансовими компаніями (інституційними інвесторами).</p> <p>Поряд із цим ступінь захисту інвестиційних вкладень залежить від обраного об'єкта розміщення: зокрема, власники корпоративних облігацій порівняно з власниками акцій мають у розпорядженні набагато менший обсяг прав стосовно емітента цих боргових інструментів і відповідно менше засобів для захисту власних прав.</p> <p>Нормативно не регламентовані обмеження, покликані врегулювати публічне розміщення та обертання фінансових інструментів у середовищі необмеженого кола інвесторів. Особи, що підписують (складають) інвестиційну декларацію або проспект емісії, не несуть жодної відповідальності перед вкладниками, а фізичні особи, що належать до категорії некваліфікованих інвесторів, не мають права на відшкодування за отримані збитки з боку емітентів та професійних компаній-учасників вітчизняної біржової системи з огляду на відсутність дієвих компенсаційних механізмів.</p> <p>Ухвалення Закону «Про акціонерні товариства» відчутно підтримало права акціонерів, нівелюючи існуючі прогалини українського законодавства в середовищі корпоративного управління компаніями-резидентами, однак незавершеність становлення системи управлінських відносин відповідно до вимог зазначеного нормативного акта залишає можливості для подальшого виникнення корпоративних конфліктів та ігнорування прав акціонерів.</p> <p>Існування цілої низки недоліків у практиці нормативних санкцій стосовно ігнорування менеджментом компаній прав інвесторів. Зокрема, істотного вдосконалення потребує механізм розгляду скарг вкладників щодо порушення їх прав та проведення оперативних заходів для виправлення ситуації.</p>	<p>3.1. Подальша модернізація системи корпоративного управління.</p> <p>Перший етап (до початку 2013 року):</p> <ul style="list-style-type: none"> • Завершити процес приведення роботи акціонерних товариств України у відповідність до положень профільного Закону «Про акціонерні товариства». • Підтримати впровадження на рівні законодавчих положень посади корпоративного секретаря акціонерних товариств у контексті регламентації мінімальних вимог до нього з боку НКЦПФР. • Пристосувати до вітчизняного законодавства, що забезпечує діяльність акціонерних товариств: <ul style="list-style-type: none"> – найкращі світові стандарти і практики корпоративного менеджменту, а також положення дивідендної політики публічних компаній; – найкращих практик та стандартів схеми «Investor Relations». • Реалізувати оновлену Концепцію розкриття інформації на вітчизняному фондовому ринку. • Відновити практику організації національних конкурсів зі світових еталонів корпоративного менеджменту, соціальної відповідальності та конструкції «Investor Relations». • Узагальнити практику судового вирішення спорів, що мають місце у відносинах між акціонерним товариством, його учасниками та іншими стейкхолдерами. • Уніфікувати та модернізувати систему нормативного регулювання корпоративних прав за голосуючими пайовими цінними паперами. Розвинути і спростити механізм державної реєстрації, різних видів перетворення та ліквідації юридичних осіб, і в першу чергу – публічних компаній. <p>Другий етап (до початку 2015 року):</p> <ul style="list-style-type: none"> • Продовжити реформу управлінських відносин, метою якої є стратегічна зміна положень корпоративного законодавства за рахунок: <ul style="list-style-type: none"> – підтримки формування системи оцінювання якості менеджменту в компаніях та визначення на базі даної оцінки відповідних рейтингів корпоративного управління; – формування дієвої конструкції притягнення до відповідальності членів керівних органів публічних компаній за збитки, завдані акціонерним товариствам своїми діями чи бездіяльністю, а також за ігнорування прав та законних інтересів своїх учасників; – формування умов для впровадження інституту незалежних директорів у структурі управління публічних акціонерних товариств; – інтенсифікації прийняття акціонерними товариствами власних кодексів корпоративного управління, затверджених загальними зборами. <p>3.2. Зростання рівня державного (нормативно-правового) захисту прав інвесторів.</p> <p>Перший етап (до початку 2013 року):</p> <ul style="list-style-type: none"> • Визначити в нормативних актах субсидіарну відповідальність усіх суб'єктів, що підписують проспект емісії фінансових інструментів (у тому числі аудитора, незалежного оцінювача майна, андеррайтера) за шкоду та збитки, завдані компанією-емітентом інвестору за рахунок наявності у складеному проспекті неправдивої інформації та/або даних, що вводять в оману. • Забезпечити нормативну регламентацію практики обов'язкового внесення до складу критеріїв включення до лістингу організаторів торгівлі зобов'язання компаній-емітентів надавати особливу та регулярну інформацію паралельно до НКЦПФР та фондових бірж, на яких компанія пройшла процедуру лістингу. Ввести положення, згідно з яким несвоєчасність такого інформування, делістинг корпоративних прав емітента або відсутність маркет-мейкера можуть розглядатися учасниками-міноритаріями як підґрунтя для висунення запиту щодо викупу акцій.

1	2
<p>Прецеденти неоднозначного тлумачення судовими органами положень, які становлять нормативне підґрунтя регулювання інвестиційних відносин, мають наслідком порушення прав та гарантованих інтересів акціонерів. З огляду на це формування дієвої правової конструкції захисту прав інвесторів у розрізі судової реформи є ключовою умовою інтенсивного розвитку фондового ринку України.</p> <p>Відсутність правових механізмів попередження та оперативного припинення шахрайства на інвестиційному ринку: серед іншого, досить обмежено регулюються відносини, що супроводжують використання внутрішніх даних, маніпулювання на фондовому ринку.</p> <p>Інформація, яка публічно розкривається суб'єктами ринку про власну діяльність, є не завжди актуальною, достатньою та об'єктивною. На сьогодні більшість вітчизняних акціонерних товариств оприлюднює мінімально необхідний обсяг даних про власну діяльність, однак справжній рівень публічності компаній, якість розкритої інформації залишаються об'єктивно недостатніми в контексті обґрунтованого прийняття інвестиційних рішень.</p> <p>Наявна схема розкриття інформації професійними організаціями не дозволяє досягти мети зведення до мінімуму ризиків їх клієнтів. Існуючі способи поширення релевантних даних не сприяють швидкому доступу до них усіх зацікавлених груп стейкхолдерів, що поряд із цим призводить до неефективних рішень учасників ринку.</p> <p>Низька та недієва інформаційна функціональність усіх організаторів торгівлі, хоча саме для професійних учасників біржових торгів максимально важливо оперативно залучати інформацію про істотні події щодо фінансових інструментів, які перебувають в біржовому обороті.</p> <p>Неправдиве поширення думки щодо простоти проведення індивідуальним інвестором торгових операцій з фінансовими інструментами та надвисокої прибутковості даного сегмента інвестиційного ринку. З огляду на відсутність повноцінної інформованості капіталодавців та за умов відсутності кредитних, цінних, транзакційних та валютних ризиків.</p>	<p>Другий етап (до початку 2015 року):</p> <ul style="list-style-type: none"> • Надати НКЦПФР особливий наглядовий статус у контексті захисту прав та гарантованих інтересів інвесторів під час судового провадження, який надасть можливість регулятору виступати за власною ініціативою зі складанням фахового резюме у відповідній справі, власноруч подавати звернення до суду з наміром захищати суспільні та державні інтереси, а також гарантовані законом вигоди інвесторів. • Розширити положення законодавчого регулювання та нагляду у сфері пропозиції інвестиційних послуг фінансовими компаніями на фондовому ринку групі інвесторів, які не належать до професійних учасників, шляхом: <ul style="list-style-type: none"> – врегулювання схеми надання інвестиційних послуг інвесторам – фізичним особам, і в першу чергу – у сфері проведення високоризикових операцій; – посилення відповідальності осіб, що отримали ліцензію на провадження професійної діяльності, у тому числі пропозиції відповідних сервісів роздрібним інвесторам. • Нормативно забезпечити розбудову компенсаційної конструкції, спрямованої на захист інтересів інвесторів, за рахунок: <ul style="list-style-type: none"> – формування загальнодержавної компенсаційної структури (обов'язкової для всіх учасників) забезпечення майнових прав інвесторів, яка гарантує на загальних підставах здійснення грошового відшкодування некваліфікованим вкладникам – споживачам послуг професійних учасників інвестиційного ринку, на основі директив Європейського союзу; – формування середовища, необхідного для подальшого становлення добровільних компенсаційних структур, у тому числі через механізм акумуляції саморегульованими об'єднаннями резервних фондів на фондовому ринку, які функціонують на засадах багатостороннього страхування професійної відповідальності учасників саморегульованих організацій. <p>3.3. Розширення інформаційної відкритості та доступності фондового сегменту інвестиційного ринку.</p> <p>Перший етап (до початку 2013 року):</p> <ul style="list-style-type: none"> • Оптимізувати нормативні вимоги щодо переліку релевантних даних, які підлягають відображенню в інформаційних системах біржового ринку. Створити умови для швидкого і вчасного доступу усіх груп стейкхолдерів до інформації, яка розкривається учасниками на торгових майданчиках. • Розвинути механізми поширення даних на фондовому ринку із застосуванням провідних інформаційних технологій і процедур, у тому числі за рахунок використання електронного документообігу з приєднанням цифрового підпису користувачів. • Ідентифікувати види та формати даних, які повинні розміщуватися емітентами та професійними компаніями інвестиційного ринку для безкоштовного доступу інвесторами. <p>3.4. Зростання фінансової освіченості громадян у розрізі функціонування фондового ринку:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Затвердити програму зростання інвестиційної освіченості населення з її належним фінансуванням за рахунок державних коштів в контексті формування у резидентів базового рівня знань про особливості біржової торгівлі, концепцію державного нагляду за функціонуванням інститутів фондового ринку, професійних компаній та фінансові інструменти, сукупність сервісів, їх застосування, розвиток дієвого механізму взаємодії між інвесторами – фізичними особами та державними органами. • Необхідність передбачення у зазначеній програмі: <ul style="list-style-type: none"> – введення масштабної системи інформування громадян України про їх права та систему захисту останніх на фондовому ринку для беззбиткового розміщення особистих заощаджень; – ідентифікації цільових груп у контексті проведення заходів, спрямованих на доведення до приватних осіб критеріїв.

1	2
<p>IV. Модернізація системи положень і правил регуляторного контролю та нагляду за суб'єктами вітчизняного фондового ринку</p> <p>Нездатність регулятора фондового ринку швидко приймати внутрішні нормативно-правові акти та своєчасно змінювати середовище ведення професійної діяльності. Положення існуючого законодавства України передбачають, що мінімальний термін, необхідний для зміни редакції нормативного документа, становить три календарних місяці. Наслідком даної проблеми стала відсутність у держави інструменту оперативної реакції на поточні виклики у контексті підтримання належного рівня захисту інвесторів, що розміщують капітал у фінансових інструментах.</p> <p>Незавершеність становлення системи дієвого нагляду за комерційними банками та небанківськими інституціями на базі оцінювання рівня усіх ризиків (пруденційного нагляду). Вітчизняне законодавство не прописує механізми боротьби регулятора з маніпулюванням під час проведення торгових операцій з цінними паперами. Повноваження наглядових органів та регулятивна конструкція, що застосовується в сучасних умовах, є недостатніми для своєчасної ідентифікації та попередження багатьох правопорушень учасників ринку цінних паперів.</p> <p>Дефіцит операційної автономії регулятора, його чутливість до політичного лобіювання і недружніх комерційних впливів та пряма залежність від державного бюджету, який є джерелом формування власних фондів регулятора.</p> <p>Дефіцит кваліфікованих спеціалістів, часткова автоматизація систем регулятора. Персонал регулятора не захищений на рівні законодавства у контексті добросовісного виконання своїх зобов'язань. Відсталість систем інформаційних технологій та відповідного програмного забезпечення регулятора для інтенсифікації виконання своїх стратегічних завдань в умовах, коли кількість технічного персоналу є незначною відносно обсягу даного сектору інвестиційного ринку, який він регулює</p> 	<p>4.1. Запровадження прогресивних схем державного регулювання та нагляду за біржовим сегментом інвестиційного ринку:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Побудувати дієву конструкцію систематичного моніторингу фондового ринку з боку відповідних регуляторів за рахунок: <ul style="list-style-type: none"> – формування комплексу державного пруденційного нагляду за роботою професійних фінансових інституцій, що базується на оцінці ризиків; – впровадження методики зважування ризиків професійної діяльності фінансових компаній у секторі біржової торгівлі з урахуванням міжнародних стандартів та правил; – використання електронного документообігу та запровадження електронного цифрового підпису у процесі розкриття необхідної інформації на фондовому ринку. • Модернізувати систему контролю за маркетинговим просуванням фінансових інструментів та сервісів, що пропонуються професійними учасниками фондового ринку. • Ввести більш жорсткі вимоги щодо змісту та форм надання до регулятора професійними учасниками біржового ринку та емітентами інформації та звітів про свою діяльність, що не призначені для публічного розкриття. • Розробити та прийняти нормативні акти, що покликані забезпечити дієвий регуляторний контроль за діяльністю інституційних компаній-посередників. • Побудувати механізми протидії випуску та розміщенню фінансових інструментів, яким властиві ознаки фіктивності, включаючи нормативну ідентифікацію спеціальних критеріїв неспроможності відповідних груп цінних паперів. <p>4.2. Зростання впливу та фінансової незалежності регулятора.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Надати НКЦПФР право: <ul style="list-style-type: none"> – з метою гарантування законних прав вкладників звертатися з позовом до судових органів щодо призупинення видаткових транзакцій по банківських рахунках інвестиційно-фінансового посередника у випадку ідентифікації ознак правопорушення на фондовому ринку; – звертатися до судового органу з позовом з питання примусового припинення діяльності акціонерних товариств з огляду на допущені під час їх заснування порушення, які неможливо виправити, або в інших випадках, регламентованих законодавством, у тому числі за умови неподання публічною компанією регулятору упродовж дворічного періоду регулярної інформації, ухилення менеджменту акціонерного товариства упродовж дворічного періоду від скликання загальних зборів акціонерів • Розробити механізм акумуляції та розкриття даних щодо приватних осіб, під контролем яких знаходяться учасники фондового ринку, а також проведення систематичного аудиту відомостей про таких громадян. • Надати НКЦПФР можливість приймати власні нормативні положення за спрощеною процедурою, яка нівелюватиме вимогу щодо їх безумовного погодження з державним органом, відповідальним за проведення регуляторної політики. • Надати НКЦПФР повноваження щодо: <ul style="list-style-type: none"> – прямого розслідування правопорушень на фондовому ринку за рахунок розширення прав під час збирання та аналізу доказів; – проведення об'єктивних фахових досліджень у провадженнях щодо корпоративних конфліктів, беручи до уваги справи, які розглядаються вітчизняними господарськими судами. <p>Збільшити функціональну потужність регулятора фондового ринку, в тому числі його операційну незалежність та широту кадрового і технологічного потенціалу, за рахунок стимулювання його фінансового забезпечення</p>

продовження додатку Ж

Таблиця Ж.4 – Характеристика форм та видів оподаткування фінансових операцій в країнах світу (складено за даними МВФ)

Країна	Податок на капітал	Акціонерний капітал	Облігації/Кредити	Форекс	Опціони	Ф'ючерси	Капітальні потоки
1	2	3	4	5	6	7	8
Аргентина		Федеральний гербовий збір на торгівлю акціями, скасований в 2001 р.	Місцевий гербовий збір, як правило 1% з випущених облігацій та боргових зобов'язань				
Австралія		Загальнодержавні податки можуть бути застосовані до акцій	Загальнодержавні податки можуть бути застосовані до облігацій та боргових зобов'язань				
Бразилія		1,5% податок на капітал, розміщений закордоном як депозитарні розписки (у 2008 році зменшено з 3%)	1,5% податок на кредити (до 2008 р. – 3%)	0,38% на довгострокові операції, 5,28% - на короткострокові (до 90 днів)			2% на потоки капіталу на фондовий ринок з 2009 року.
Франція	5% внесків до капіталу не обкладаються ПДВ	15-30 бпп, скасовано в 2008 р.					
Індія		0,25% на ринкову ціну, 0,025% протягом одного операційного дня. Місцеві гербові збори також можуть стосуватися фінансових операцій.	Місцеві гербові збори можуть стосуватися фінансових операцій.		0,017% - на премію, 0,125% - на виконання	0,017% на ціну доставки	



продовження додатку Ж
продовження табл. Ж.4

1	2	3	4	5	6	7	8
Індонезія		0,1% на вартість акцій + місцеві гербові збори	Місцеві гербові збори				
Італія	168 євро фіксована плата, 3% на організацію розміщення.	0,01-0,14% на акції, що торгуються поза біржами.	0,25-2% на борговий капітал				
Японія	0,4% - реєстраційний податок на злиття і трести						
Росія	Збір на капітал в розмірі 0,2% від суми нових випусків акцій, але не при первинному розміщенні при створенні компанії чи при IPO.		Збір на капітал в розмірі 0,2% від суми нових випусків облігацій, але не при створенні компанії чи при IPO.				
Південна Африка		0,25% від ринкової вартості, перше розміщення не обладається.					
Південна Корея	0,1-0,4% податок на формування капіталу	0,5% на вартість акцій з корпорацій та товариств.					



продовження додатку Ж
продовження табл. Ж.4

1	2	3	4	5	6	7	8
Туреччина	Збір за випуск акцій – 0,2%	Початкова плата за допуск до фондового ринку – 0,1%, щорічний податок – 0,025%	Збір 0,6-0,75% від випуску облігацій	0,1% збір на валютнообмінні операції, скасовано в 2008 р.			
Великобританія		Гербовий збір 0,5% від вторинного продажу акцій			50 бпп. на ціну виконання в разі виконання	50 бпп. на вартість доставки	
США		Збір SEC на торгівлю на фондовому ринку: 0,0013%; податок штату Нью-Йорк \$0,05 за кожну акцію до \$350 за одну торгову операцію					
Швейцарія	1% від випуску акцій на суму понад 1 млн. шв. Франків	15 бпп на внутрішні акції, 30 бпп на зарубіжні акції	6-12 бпп на випуск облігацій				
Тайвань		30 бпп	10 бпп на корпоративний борговий капітал		10-60 бпп на премію	До 0,025 бпп на процентні ф'ючерси, до 6 бпп на ф'ючерси на фондові індекси та інші.	



State Higher Educational Institution
"UKRAINIAN ACADEMY OF BANKING
OF THE NATIONAL BANK OF UKRAINE"

Державний вищий навчальний заклад
"УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ"

Додаток 3

Довідки про результати впровадження дисертаційного дослідження





МІНІСТЕРСТВО ФІНАНСІВ УКРАЇНИ

(Мінфін)

вул. Грушевського, 12/2, м. Київ, 01008, тел. (044) 206-59-47, 206-59-48, факс 425-90-26
E-mail: infomf@minfin.gov.ua Код ЄДРПОУ 00013480

12.12.12. № 05000-06/922
На № _____ від _____

Голові спеціалізованої вченої ради Д55.081.01
ДВНЗ «Українська академія банківської справи
Національного банку України»
д.е.н., проф. Єліфанову А.О.

ДОВІДКА

про впровадження результатів дисертаційної роботи
Кобушка Ігоря Миколайовича
на тему «Стратегія розвитку інвестиційного ринку України»

Спеціалістами Департаменту місцевих бюджетів та інвестицій Міністерства фінансів України розглянуто основні положення дисертаційної роботи Кобушка І.М. на тему «Стратегія розвитку інвестиційного ринку України», яка подана у спеціалізовану вчену раду Д55.081.01 в ДВНЗ «Українська академія банківської справи Національного банку України» на здобуття наукового ступеня доктора економічних наук за спеціальністю 08.00.08 – Гроші, фінанси і кредит.

Ознайомлення з дисертаційною роботою дає можливість стверджувати, що вона містить цілий ряд науково обґрунтованих висновків та рекомендацій, які мають практичну значущість з позиції використання в поточній діяльності Департаменту місцевих бюджетів та інвестицій Міністерства фінансів України.

Так, в контексті реалізації Стратегічних напрямів роботи Міністерства фінансів України на 2011–2013 роки, затверджених Міністром фінансів України 17.12.2010 р., зокрема, напрямку 3 «Запровадження інвестиційних програм (проектів) та ефективне розміщення державних замовлень» (п. 3.3. «Участь у розробці ефективних механізмів фінансування національних проектів») враховуються висновки Кобушка І.М. щодо загроз та можливостей, які обумовлені залученням іноземних інвесторів до реалізації інвестиційних проектів та програм в Україні.

Особливу практичну цінність мають розробки дисертанта щодо моделювання гранично допустимого рівня присутності іноземного капіталу на вітчизняному інвестиційному ринку на основі застосування дихотомічного підходу. До уваги прийнято розрахунки Кобушка І.М., згідно з якими коливання питомої ваги інвестицій, здійснених нерезидентами, у загальному обсязі інвестицій в Україні в діапазоні від 11,78% до 14,65% забезпечують ефективний розвиток вітчизняної економіки, одночасно зберігаючи суверенність національних інтересів та незалежність від закордонних фінансових ресурсів.

Директор Департаменту місцевих
бюджетів та інвестицій
Міністерства фінансів України

Є.Ю. Кузькін

010911*





СУМСЬКА ОБЛАСНА ДЕРЖАВНА АДМІНІСТРАЦІЯ

пл. Незалежності, 2, м. Суми, 40000, тел. (0542) 60-77-55, факс 63-18-16

E-mail: mail@state-gov.sumy.ua Код ЄДРПОУ 14005581

12.12.2012 № 01-24/4504

На № _____ від _____

**Голові спеціалізованої вченої ради
Д55.081.01
ДВНЗ «Українська академія
банківської справи
Національного банку України»
д.е.н., проф. Єпіфанову А.О.**

ДОВІДКА

**про впровадження результатів дисертаційної роботи
«Стратегія розвитку інвестиційного ринку України»
кандидата економічних наук, доцента кафедри фінансів і кредиту
Сумського державного університету
Кобушка Ігоря Миколайовича**

Ознайомлення з основними науковими результатами, викладеними в дисертаційній роботі Кобушка І.М. на тему «Стратегія розвитку інвестиційного ринку України», поданій в спеціалізовану вчену раду Д55.081.01 на здобуття наукового ступеня доктора економічних наук за спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит, дозволяє дійти висновку, що вона містить цілий ряд наукових положень, які є суттєвими при вирішенні поточних задач Головного управління економіки Сумської обласної державної адміністрації.

Відповідно до покладених на нього функцій Головне управління економіки Сумської обласної державної адміністрації приймає участь у проведенні державної інвестиційної політики, у формуванні напрямів інвестиційної політики області; розробляє та організовує реалізацію заходів, спрямованих на нарощування інвестиційних ресурсів, створення сприятливого інвестиційного клімату в області; бере участь у роботі щодо залучення інвестицій та кредитних ресурсів на розвиток економічного потенціалу області тощо.

Результати дисертаційного дослідження Кобушка І.М. використовуються при розробці практичних заходів щодо реалізації Стратегії соціально-економічного розвитку Сумської області на період до 2015 р. відповідно до розділу IV «Мета та стратегічні завдання регіональної політики та соціально-економічного розвитку області на період до 2015 р.», підрозділу 2

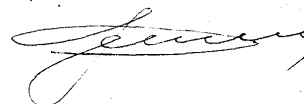


«Формування сприятливого інвестиційного середовища та інноваційна політика», п. 2.1. «Підвищення рівня інвестиційної привабливості».

Зокрема, особливу практичну значущість має побудована Кобушком І.М. мультиплікативна економетрична модель залежності рівня попиту на інвестиційному ринку від цілого ряду факторів: інвестиції в основний капітал, середньозважена ставка за всіма відсотковими інструментами, обсяг наданих кредитів, дохідність державних цінних паперів на первинному ринку, обсяг НР та НТР, виконаних власними силами організацій, обсяг фінансування НР та НТР, витрати організацій на виконання власними силами НР та НТР, витрати на фінансування інноваційної діяльності, введення в дію нових основних засобів, відсоткова маржа комерційних банків. Дана модель може з успіхом бути застосована і для оцінювання залежності рівня капітальних інвестицій як характеристики попиту на регіональному інвестиційному ринку від основних чинників його формування.

Результати проведеного моделювання можуть бути інструментами аналізу закономірностей розвитку регіонального інвестиційного ринку всіма суб'єктами, що здійснюють діяльність на ньому. Так, регіональні органи влади, які одночасно можуть бути як інвесторами, так і споживачами інвестиційних ресурсів, мають можливість оперативно проводити коригування стратегій, спрямованих на підвищення економічного зростання країни та задоволення суспільних потреб регіональної громади.

Заступник голови Сумської
обласної державної адміністрації

 М.А.Деркач





**Сумська районна державна адміністрація
Сумської області
Управління економіки**

вул. Іллінська, 97, м. Суми Сумської області, 40009, тел. 61-09-25
факс (0542) 61-17-05 E-mail: sumy_r_ekonom@ukr.net

від 12.12.2012 № 187
м. Суми

**Голові спеціалізованої вченої ради Д55.081.01
ДВНЗ «Українська академія банківської справи
Національного банку України»
д.е.н., проф. Єпіфанову А.О.**

ДОВІДКА

про впровадження результатів наукового дослідження,
викладених в дисертаційній роботі
Кобушка Ігоря Миколайовича
на тему: «Стратегія розвитку інвестиційного ринку України»

Спеціалістами Управління економіки Сумської районної державної адміністрації здійснено аналіз основних наукових результатів, викладених в дисертаційній роботі Кобушка І.М. на тему «Стратегія розвитку інвестиційного ринку України», яка подана в спеціалізовану вчену раду Д55.081.01 на здобуття наукового ступеня доктора економічних наук за спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит.

Цей аналіз засвідчив, що в роботі містяться ряд цікавих наукових результатів, які мають значний потенціал для подальшої практичної реалізації в роботі органів державного управління в контексті оцінювання можливості регіонального інвестиційного ринку щодо фінансового забезпечення реалізації регіональних інвестиційних проєктів та програм.

Так, зокрема, в контексті розробки пропозицій щодо формування Стратегії соціально-економічного розвитку Сумського району на період до 2015 року, яка виконується узгоджено з Концепцією Стратегії "Нова Сумщина 2015", враховано пропозиції Кобушка І.М. щодо формування конкурентної карти інвестиційного ринку (на рівні регіону). Розробки дисертанта в цьому науковому напрямку прийнято до уваги при формуванні розділу IV цієї Стратегії «джерела фінансування реалізації стратегії», яким передбачено, що серед інших джерел фінансування реалізації Стратегії є ресурси вітчизняних та зарубіжних інвесторів.

**В.о. начальника управління економіки
Сумської районної
державної адміністрації**

Н.О. Соколова





**УПРАВЛІННЯ НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ
В СУМСЬКІЙ ОБЛАСТІ**

вул. Кірова, 21, м. Суми, 40000, тел. (0542) 67-56-09, факс 67-56-10,
E-mail: info@sumy.bank.gov.ua Код ЄДРПОУ 09337304

05.12.12 № 01-014/2096 На № _____ від _____

В спеціалізовану вчену раду Д 55.081.01
в ДВНЗ «Українська академія банківської справи
Національного банку України»

ДОВІДКА

**про впровадження результатів наукового дослідження,
виконаного Кобушком Ігорем Миколайовичем
на тему «Стратегія розвитку інвестиційного ринку України»
та поданого в спеціалізовану вчену раду Д 55.081.01 на здобуття наукового ступеня
доктора економічних наук за спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит**

Функції та права територіальних управлінь Національного банку України реалізуються у різних сферах діяльності Національного банку як центрального банку країни, зокрема у сфері регулювання грошового обігу, організації готівково-грошового обороту, валютного регулювання і контролю, банківського нагляду, економічного аналізу, організації розрахунків, бухгалтерського обліку, звітності банків, статистики та в деяких інших сферах відповідно до функцій НБУ.

Критичний аналіз наукових результатів, отриманих дисертантом Кобушком І.М. при підготовці дисертаційного дослідження на тему «Стратегія розвитку інвестиційного ринку України», дозволяє дійти висновку, що вони представляють практичний інтерес для фахівців Управління Національного Банку України в Сумській області при розробці відповідних пропозицій до юридичного департаменту НБУ щодо вдосконалення чинних нормативно-правових актів.

Висновки Кобушка І.М. щодо встановлення граничних меж діапазону зміни частки інвестицій, здійснених нерезидентами, в загальному обсязі інвестиційних ресурсів на ринку, при яких досягається найбільший темп зростання ВВП, використовувалися фахівцями Управління Національного банку України в Сумській області при підготовці рекомендацій до формування окремих положень Проекту Основних засад грошово-кредитної політики на 2013 рік.

Також при підготовці окремих аналітичних звітів Управління Національного банку України в Сумській області використовуються оціночні дані, отримані Кобушком І.М. щодо прогнозування перспективних тенденцій зміни кон'юнктури ІР України в контексті регулювання інвестиційної діяльності банків.

000318

Начальник Управління
Національного банку України
в Сумській області

О.В.Фоменко



ЄВРОПЕЙСЬКИЙ СТРАХОВИЙ АЛЬЯНС
EUROPEAN INSURANCE ALLIANCE

15.11.12 № 129

на № _____ від _____

В спеціалізовану вчену раду Д55.081.01
ДВНЗ «Українська академія банківської справи
Національного банку України»

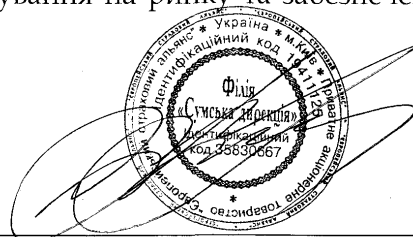
ДОВІДКА

про впровадження результатів дисертаційного дослідження
доцента кафедри фінансів і кредиту Сумського державного універ-
ситету Кобушка Ігоря Миколайовича на тему «Стратегія розвитку
інвестиційного ринку України»

Фахівцями філії "Сумська дирекція ПрАТ "Європейський страхо-
вий альянс" розглянуто результати наукового дослідження Кобушка Ігор-
ря Миколайовича на тему «Стратегія розвитку інвестиційного ринку
України», підготовленого для захисту дисертації на здобуття наукового
ступеня доктора економічних наук за спеціальністю 08.00.08 - гроші, фін-
анси і кредит.

У процесі аналізу встановлено, що дослідження Кобушка І.М. мі-
стить цілий ряд науково обґрунтованих результатів, які можуть бути
використані в практичній діяльності. Зокрема, фахівцями філії "Сум-
ська дирекція ПрАТ "Європейський страховий альянс" в поточній дія-
льності враховуються пропозиції дисертанта щодо побудови конку-
рентної карти ринку для вимірювання інтенсивності конкуренції між
інвестиційними посередниками, а саме - страховими компаніями. На-
ведені в дисертаційній роботі оцінки інтенсивності конкурентних ві-
дносин між посередниками інвестиційного ринку України дозволять
керівництву філії "Сумська дирекція ПрАТ "Європейський страховий
альянс" більш обґрунтовано підійти до процесу формування власної
стратегії позиціонування на ринку та забезпечення конкурентоспро-
можності.

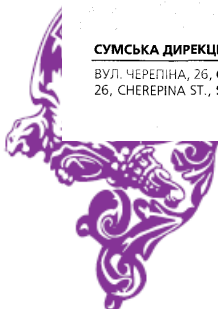
Директор



О.М.Шевченко

СУМСЬКА ДИРЕКЦІЯ / SUMY BRANCH

ВУЛ. ЧЕРЕПІНА, 26, СУМИ, 40035, УКРАЇНА, ТЕЛ./ФАКС: (+380 542) 78 08 34, (+380 542) 78 03 57, E-MAIL: SUMY@EIA.COM.UA
26, CHEREPINA ST., SUMY, 40035, UKRAINE, TEL./FAX: (+380 542) 78 08 34, (+380 542) 78 03 57, E-MAIL: SUMY@EIA.COM.UA





**ДЕРЖАВНА ПОДАТКОВА СЛУЖБА УКРАЇНИ
ДЕРЖАВНА ПОДАТКОВА ІНСПЕКЦІЯ У М. СУМАХ
СУМСЬКОЇ ОБЛАСТІ ДЕРЖАВНОЇ ПОДАТКОВОЇ СЛУЖБИ**
площа Покровська, 2 м. Суми., 40000, Тел.: (0542) 27-40-70, факс: (0542) 27-40-70

7.12.2022 р. № 78-54/567

В спеціалізовану вчену раду Д 55.081.01
В ДВНЗ «Українська академія
банківської справи
Національного банку України»

ДОВІДКА

**про впровадження результатів наукового дослідження,
виконаного доцентом кафедри фінансів
Сумського державного університету
Кобушком Ігорем Миколайовичем
на тему «Стратегія розвитку інвестиційного ринку України»
та поданого в спеціалізовану вчену раду Д 55.081.01 на здобуття наукового
ступеня доктора економічних наук за спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси
і кредит**

До функцій територіальних органів Державної податкової служби в Сумській області віднесено функцію вивчення відповідності тенденцій економічного розвитку стану виконання розрахункової бази надходжень та динаміці надходжень платежів до бюджету, методологічне супроводження організаційної роботи підрозділів економічного аналізу обласного та районного рівнів стосовно виконання бюджетних призначень, участь в опрацюванні методик прогнозування та аналізу платежів тощо.

Критичний аналіз наукових результатів, отриманих дисертантом Кобушком І.М. при підготовці дисертаційного дослідження на тему «Стратегія розвитку інвестиційного ринку України», дозволяє дійти висновку, що вони представляють практичний інтерес для фахівців Державної податкової служби в Сумській області в частині обґрунтування пропозицій щодо впровадження в Україні податків на фінансові трансакції.

Також при підготовці окремих інформаційно-аналітичних матеріалів до засідань Колегії Державної податкової адміністрації України, Колегії державної податкової служби у Сумській області, інших органів виконавчої влади, нарад з начальниками ДПІ області використовуються оціночні дані, отримані Кобушком І.М. щодо оцінки надходжень до бюджетів різних країн від податків на операції з цінними паперами.

Заступник начальника ДПІ у м. Сумах



Ю.Л. Більбіт



ЗАТВЕРДЖУЮ

Ректор Сумського державного
університету, професор

А.В.Васильєв

„07” _____ 2012 р.

АКТ

про впровадження результатів дисертаційного дослідження

„06” // _____ 2012 р.

м. Суми

№ 32

Акт складено комісією у складі:

Голова: Декан факультету економіки та менеджменту, доктор економічних наук, професор Прокопенко О.В.

Члени комісії: 1. Завідувач кафедри фінансів і кредиту, кандидат економічних наук, професор Боронос В.М.
2. Заступник декана факультету економіки та менеджменту з методичної роботи, кандидат економічних наук, доцент Скляр І.Д.

Комісія провела роботу щодо визначення фактичного впровадження результатів дисертаційного дослідження Кобушка Ігоря Миколайовича „Стратегія розвитку інвестиційного ринку України” у навчальний процес факультету економіки та менеджменту та центру заочної, дистанційної та вечірньої форм навчання Сумського державного університету (СумДУ).



Комісія розглянула такі матеріали:

1. Дисертаційну роботу Кобушка Ігоря Миколайовича „Стратегія розвитку інвестиційного ринку України”.
2. Робочі навчальні програми курсів дисциплін:
 - 2.1 „Фінансовий ринок” (викладається на денному та заочному відділеннях, а також за дистанційною формою навчання за програмою підготовки бакалаврів 6.030508 „Фінанси і кредит”).
 - 2.2 „Фінансовий аналіз” (викладається на денному та заочному відділеннях, а також за дистанційною формою навчання за програмою підготовки бакалаврів 6.030508 „Фінанси і кредит”).
 - 2.3 „Управління фінансовою санацією підприємств” (викладається на денному та заочному відділеннях, а також за дистанційною формою навчання за програмою підготовки магістрів 8.03050801 „Фінанси і кредит”).
 - 2.4 „Фінансовий менеджмент” (викладається на денному та заочному відділеннях, а також за дистанційною формою навчання за програмою підготовки спеціалістів 7.03050801 та магістрів 8.03050801 „Фінанси і кредит”).
 - 2.5 „Фінансове посередництво” (викладається на денному та заочному відділеннях, а також за дистанційною формою навчання за програмою підготовки спеціалістів 7.03050801 та магістрів 8.03050801 „Фінанси і кредит”).
3. Видані навчально-методичні матеріали для вивчення перелічених дисциплін.

За результатами проведеної роботи комісією встановлено:

1. Розроблені в дисертаційній роботі Кобушка Ігоря Миколайовича „Стратегія розвитку інвестиційного ринку України” методичні і науково-теоретичні положення впроваджені як розділи курсів таких дисциплін: „Фінансовий ринок”, „Фінансовий аналіз”, „Управління фінансовою санацією підприємств”, „Фінансовий менеджмент”, „Фінансове посередництво”.



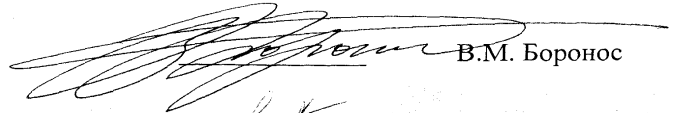
2. Застосування в навчальному процесі факультету економіки та менеджменту та центру заочної, дистанційної та вечірньої форм навчання СумДУ матеріалів дисертаційного дослідження Кобушка Ігоря Миколайовича „Стратегія розвитку інвестиційного ринку України” дало змогу адаптувати перелічені дисципліни до сучасних умов розвитку фінансового ринку та економіки України в цілому, поглибити їх теоретико-методичні основи і як результат – підвищити якість підготовки фахівців з економічних спеціальностей.

Голова комісії



О.В. Прокопенко

Члени комісії:



В.М. Борнос



І.Д. Скляр

