

ДЕРЖАВНИЙ ВИЩИЙ НАВЧАЛЬНИЙ ЗАКЛАД  
“УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ  
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ”

КОБУШКО ІГОР МИКОЛАЙОВИЧ

УДК 330.322(477)(043.3)

## СТРАТЕГІЯ РОЗВИТКУ ІНВЕСТИЦІЙНОГО РИНКУ УКРАЇНИ

Спеціальність 08.00.08 – Гроші, фінанси і кредит

Автореферат  
дисертації на здобуття наукового ступеня  
доктора економічних наук



Суми – 2013

Дисертацією є рукопис.

Робота виконана в Сумському державному університеті Міністерства освіти і науки України.

Науковий консультант – доктор економічних наук, професор *Фролов Сергій Михайлович*, Сумський державний університет Міністерства освіти і науки України, професор кафедри фінансів і кредиту.

Офіційні опоненти:

доктор економічних наук, доцент *Кубліков Володимир Костянтинович*, Одеський національний економічний університет Міністерства освіти і науки України, завідувач кафедри фінансового менеджменту та фондового ринку;

доктор економічних наук, професор *Тропіна Валентина Борисівна*, Чернігівський державний інститут економіки і управління Міністерства освіти і науки України, завідувач кафедри економічної теорії;

доктор економічних наук, професор *Футало Тетяна Володимирівна*, Львівська комерційна академія Укоопспілки, завідувач кафедри фінансів і кредиту.

Захист дисертації відбудеться 25 квітня 2013 р. о 12 год. на засіданні спеціалізованої вченої ради Д 55.081.01 у Державному вищому навчальному закладі “Українська академія банківської справи Національного банку України” за адресою: 40000, м. Суми, вул. Петропавлівська, 57, зала засідань вченої ради.

З дисертацією можна ознайомитися в бібліотеці Державного вищого навчального закладу “Українська академія банківської справи Національного банку України” за адресою: 40000, м. Суми, вул. Покровська, 9/1.

Автореферат розісланий 25 березня 2013 р.



Вчений секретар  
спеціалізованої вченої ради

І. М. Бурденко

## ЗАГАЛЬНА ХАРАКТЕРИСТИКА РОБОТИ

**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 вираженої стратегії функціонування ІР та його регулювання з боку держави та саморегулювальних 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. Клаассенса, 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

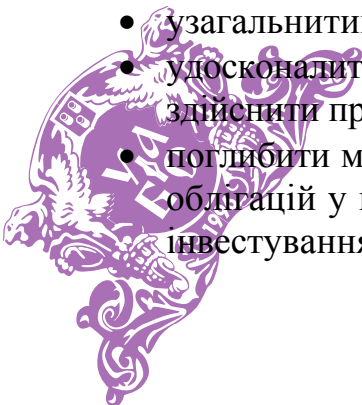
про стратегію розвитку ІР України обумовила актуальність дослідження, його мету, завдання та зміст.

**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 інвестиційної 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 облигацій у контексті стратегії забезпечення конкурентних переваг об’єктів інвестування на ІР;





- обґрунтувати стратегічні напрямки регулювання ІР України під впливом глобалізаційних процесів з урахуванням критичних меж проникнення іноземного капіталу на нього;
- поглибити науково-методичний підхід до оцінювання оптимального рівня відкритості ІР як індикатора його інтегрованості в глобалізаційні процеси;
- обґрунтувати основні положення Концепції державного регулювання ІР України на 2013–2015 рр.
- розробити шляхи удосконалення стратегії податкового регулювання ІР 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 ІР); дихотомічний метод (при оцінюванні критичних меж проникнення іноземного капіталу на ІР); системно-структурний аналіз (при обґрунтуванні місця ІР у просторі міжринкової взаємодії, дослідженні тенденцій розвитку ІР України); методи експертних оцінок, індексний, групувань (при оцінюванні рівня конкуренції на ІР 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.

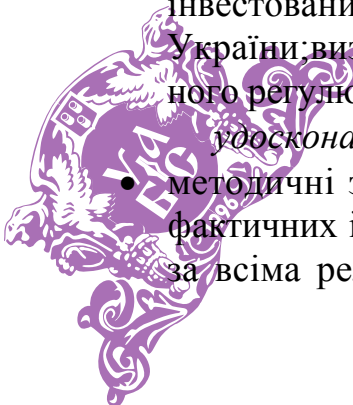
Найбільш вагомими науковими результатами дисертаційного дослідження є такі:

*вперше:*

- обґрунтовано роль ІР 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



інеформальних бар'єрів для входження на ринок, прозорість та транспарентність ІР, його готовність до інтеграції у світову ринкову систему, інвестиційно-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-

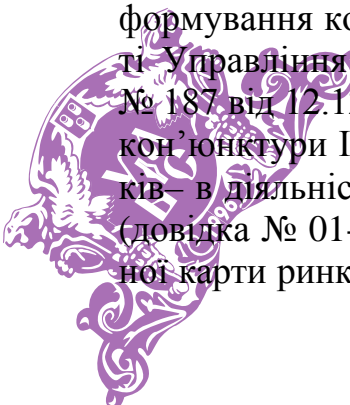


ми: строковість; спосіб отримання доходу; дохідність; ризиковість; орієнтири при прийнятті рішень про вкладення капіталу; оборотність; використання фінансового важеля. Це стало науковим підґрунтям для коректного визначення товару на ІР та окреслення меж цього ринку з позиції розмежування спекулятивного 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 регулювання 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.); “Погляд зверху: світловодна наука” (м. Софія, Болгарія, 2010 р.); “Проблеми формування нової економіки ХХІ 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).

**Структура і зміст роботи.** Дисертація складається із вступу, п’яти розділів, висновків, списку використаних джерел і додатків.

Повний обсяг дисертації – 473 сторінки, у тому числі: основного тексту 383 сторінки, 74 таблиці, 75 рисунків, 6 додатків, список використаних джерел з 392 найменувань.

## ОСНОВНИЙ ЗМІСТ ДИСЕРТАЦІЇ

У першому розділі дисертації **“Методологічні засади обґрунтування стратегічних напрямків розвитку інвестиційного ринку”** розвинуто критерії розмежування спекулятивного та інвестиційного капіталу, удосконалено підхід до визначення сутності ІР та виокремлено його місце в економічній системі.

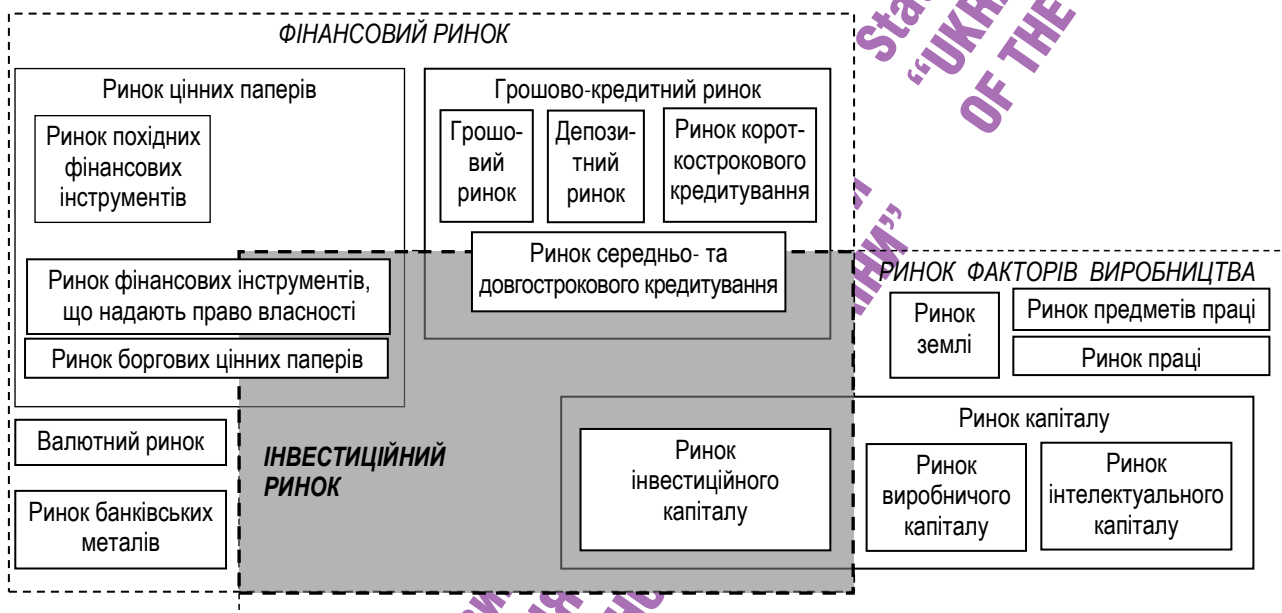
Узагальнення результатів наукових досліджень щодо визначення сутності ІР засвідчило, що у вітчизняній літературі найчастіше його розглядають з двох позицій: 1) з точки зору об’єктів інвестування – як синонім ринку інвестиційних товарів (їх відокремлюють від споживчих товарів за критерієм використання не для споживання, а з метою отримання доходу); 2) з точки зору ресурсного забезпечення – як складовий елемент фінансового ринку. У 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 ІР: первинного (як місця обігу реального капіталу) та вторинного (як місця обігу фінансового капіталу). Проведене автором дослідження довело несистемність підходів до визначення сутності та функцій ІР 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 ІР, але в цьому контексті особливої актуальності набуває чітке розмежування спекулятивного та інвестиційного капіталу. Це автор пропонує здійснювати за такими критеріями: 1) строковість вкладення (до 1 року – спекулятивний, більше 1 року – інвестиційний); 2) спосіб отримання доходу (орієнтація виключно на цінові коливання характерна для спекулятивного капіталу, а на відсотковий або дивідендний дохід – для інвестиційного); 3) дохідність (для спекулятивного капіталу характерна орієнтація на значно вищий рівень дохідності, ніж для інвестиційного); 4) ризиковість (всі операції зі спекулятивним капіталом є значно більш ризикованими, ніж з інвестиційним); 5) орієнтири при прийнятті рішень про вкладення капіталу (ринкові орієнтири (трендовий аналіз) – для спекулятивного капіталу; характеристики не стільки ринку, скільки об’єкта вкладання коштів (фундаментальний аналіз) – для інвестиційного капіталу); 6) оборотність капіталу (бажаний рівень дохідності досягається при спекуляціях – за рахунок значної кількості оборотів капіталу за досліджуваній період, тоді як при інвестуванні за цей же період капітал здійснює, як правило, один оборот); 7) використання фінансового важеля (спекулятивні операції значно більшою мірою ніж інвестиційні, орієнтовані на використання фінансового важеля). Ці критерії покладено автором в основу визначення товару на ІР та окреслення меж цього ринку з позиції розмежування спекулятивного та інвестиційного сегментів фінансового ринку.

Проведене автором дослідження засвідчило, що усталеним в економічній науці є розуміння ІР як складового елемента 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 ІР в межах фінансового науковці вважають або строковість фінансових ресурсів як товару на фінансовому ринку, або інструменти розміщення цих ресурсів, виходячи з чого як товар на ІР розглядається цілий ряд ресурсів, які, навіть і при виконанні вищенаведених вимог, використовуються в подальшому їх покупцями не для інвестування, а для спекуляцій. Автор стверджує, що лише окремі операції, які здійснюються на цих ринках, є за своєю сутністю інвестиційними, тобто їх кінцевою метою є постачання інвестиційного та позикового капіталу на ринок факторів виробництва.

Таким чином, на відміну від існуючих підходів, автор пропонує розглядати ІР на перетині фінансового ринку та ринку факторів виробництва (рис. 1).



**Рисунок 1 – Місце інвестиційного ринку у просторі взаємодії фінансового ринку та ринку факторів виробництва**

Виходячи з цього ІР 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, облигації, кредити); 3) мета їх розміщення (не спекулятивна, а інвестиційна).

Все вищезазначене обумовлює доцільність трактування ІР 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.

У другому розділі “**Стратегічні аспекти розвитку кон’юнктури інвестиційного ринку України**” розвинуто методологію оцінювання попиту, пропозиції та точки рівноваги на ІР України в контексті обґрунтування стратегічних напрямків розвитку його кон’юнктури.



Остання фінансова криза яскраво продемонструвала, що штучна підтримка надмірного попиту на ІР, який не відповідає реальним заощадженням і потребам суспільства, за певних умов здатна призвести до колапсу фінансової системи. У той же час його дефіцит також є згубним для конкурентоспроможності національної економіки, оскільки свідчить, що суб'єкти, які відчують дефіцит капіталу, переорієнтовуються на його залучення на ринках інших країн. Тому особливої актуальності сьогодні набуває побудова адекватної моделі формалізації залежності загальної величини попиту на ІР України від найбільш релевантних факторів його формування (рис. 2).

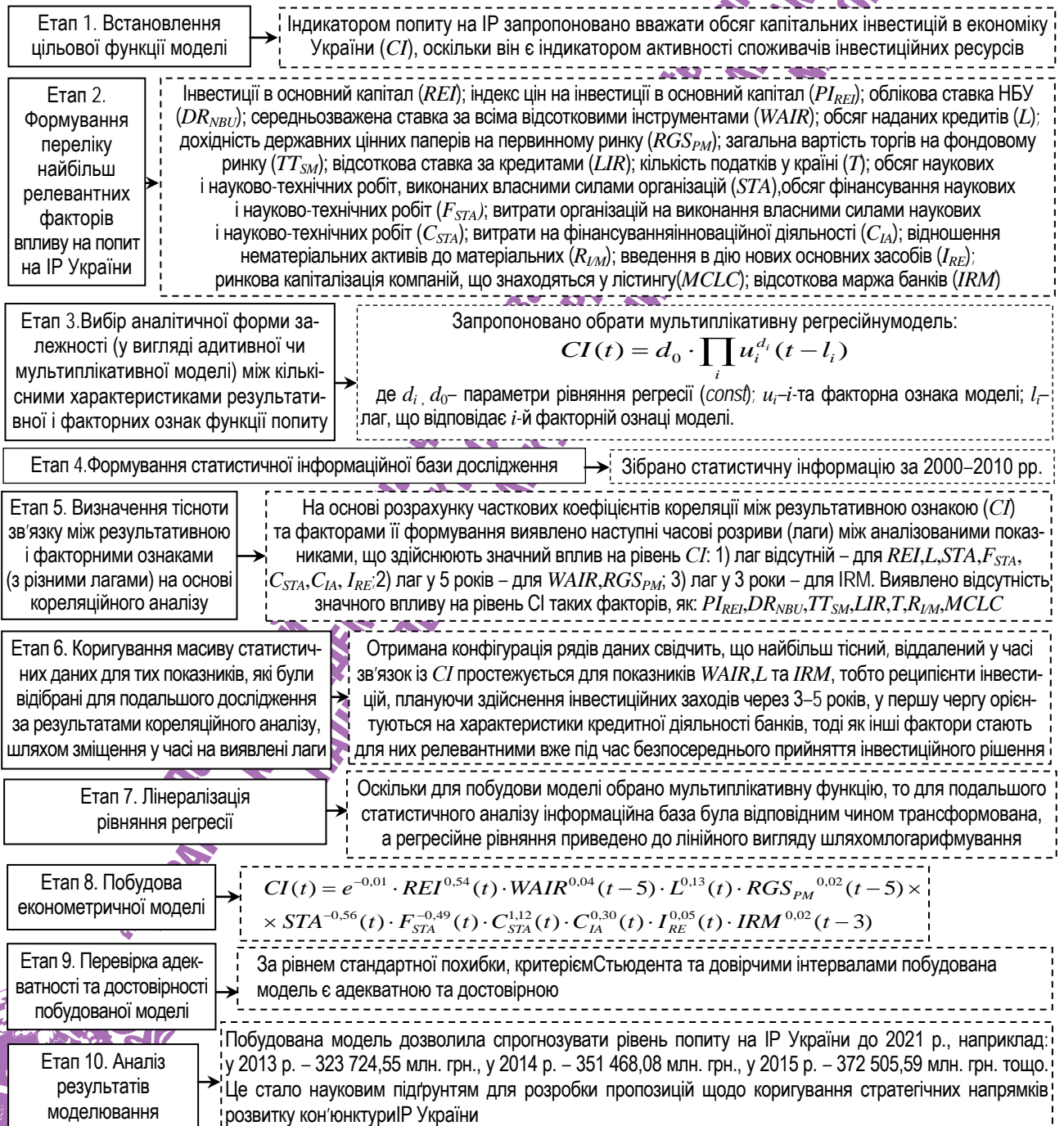


Рисунок 2 – Етапи моделювання рівня попиту на ІР України



Дана модель дозволяє врахувати: 1) тенденції розвитку ІР в цілому, а не його окремих сегментів; 2) специфіку відтворювальних процесів у реальному секторі економіки; 3) циклічність у розвитку економічних відносин; 4) не потенційний, а реальний попит. Прогнозування рівня попиту на ІР України на термін до 2021 р. дозволило виявити, що при прийнятті його рівня в 2010 р. за базу порівняння, прогнозований приріст становитиме: в 2011 р. – 38,62%; в 2012 – 50,13%; в 2013 – 66,56%; в 2014 – 80,83%; в 2015 – 91,65%; в 2016 р. – 103,75% тощо.

Вплив ряду індикаторів, які традиційно вважаються значущими чинниками його формування, виявився незначущим саме для вітчизняного ринку. 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 зазвичай вважається фактором впливу на інтенсивність перерозподільних процесів між донорами та реципієнтами інвестиційних ресурсів та характеристикою активності позичальників на ІР (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 ІР мало би приводити до його збільшення, але в Україні несуттєво впливає на активізацію інвестиційних процесів. Незначущим виявився також і вплив облікової ставки НБУ, кількості податків в країні, відношення нематеріальних активів до матеріальних.

З метою обґрунтування стратегії формування пропозиції на ІР України побудовано модель, у якій результуючим критерієм обрано рівень заощаджень в економіці (S), оскільки саме він характеризує ту частину вільних ресурсів, яка потенційно може бути інвестована. Узагальнення статистичної інформації за 2000–2010 рр. щодо динаміки зміни рівня заощаджень, а також найбільш релевантних чинників формування пропозиції на ІР України, є інформаційною базою для моделювання (табл. 1).

У роботі визначено лаги впливу цих факторів на рівень інвестиційного попиту. Так, наприклад, прогнозуючи його на 2013 р., слід орієнтуватися на дані за поточний рік – щодо обсягів інвестицій в основний капітал, кредитів, виконання та фінансування наукових розробок та інновацій; на дані трирічної 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 державних цінних паперів на первинному ринку. Це є науковим підґрунтям для коригування інвестиційних стратегій учасників ІР України.



Таблиця 1 – Результати моделювання рівня пропозиції на ІР України в 2000–2010 рр.

Фактор формування пропозиції	Напрямок зміни фактора для збільшення рівня пропозиції на ІР України	Лат * Характеристики регресійного рівняння **		
		Р. Коefіцієнт	Стандартна похибка	
Витрати населення	HFCE Скорочення	3	-4,08	0,00
Доходи населення	HI Для зростання пропозиції на ІР бажаним є випередження темпів зростання доходів населення над темпами зростання цін на продукти споживчого кошика	3	2,81	0,00
Обсяг реалізованої промислової продукції (робіт, послуг)	VIPS Чим він більше, тим більший обсяг доходу та прибутку (при стабільному розмірі витрат) отримають підприємства, що збільшує обсяг вільних інвестиційних ресурсів в економіці та можливість їх пропозиції на ІР	3	2,88	0,00
Офіційний рівень безробіття, % (за методологією Міжнародної організації праці)	U Чим нижчим є рівень безробіття, тим більша частина населення є працевлаштованою та економічно активною, а отже, гіпотетично зростає загальний рівень доходів населення, що за інших рівних умов сприяє зростанню пропозиції на ІР			незначний вплив ***
Реальна середня заробітна плата (у % до попереднього року)	AW Чим вищий рівень реальної заробітної плати, тим меншу її 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	2	25 735,81	0,00
Середньорічний індекс споживчих цін	CPI Фактично визначає купівельну спроможність населення, тобто чим нижчі темпи інфляції на групу товарів споживчого кошика, тим більшу частину доходів домогосподарств буде трансформовано в заощадження			незначний вплив ***
Видатки зведеного бюджету	BE Характеризує інвестиційну активність держави, оскільки дозволяє відстежувати обсяги та напрямки вкладання коштів державних та місцевих бюджетів	3	-1,49	0,00
Облікова ставка НБУ	DR <sub>NBU</sub> Суттєво впливають на рівень інвестиційної активності в економіці: їх менший рівень стимулює банки надавати більший обсяг ресурсів клієнтам, активіуючи тим самим пропозицію інвестиційних ресурсів на ІР, що особливо важливо, враховуючи банкоцентричність фінансового ринку України взагалі та ІР зокрема			незначний вплив ***
Готівкові кошти в обігу	MO Іх зростання за інших рівних умов є свідченням активізації вивільнення фінансових ресурсів у найбільш та найменш ліквідних формах відповідно, що позитивно впливає на рівень пропозиції на ІР України	3	-10,21	0,00
Грошова маса	M3			незначний вплив ***
Офіційний курс гривні до Євро (середній за період)	EU <sub>ER</sub> Стабільність курсу національної валюти в середньо- та довгостроковій перспективі зменшує ризик і підвищує рівень довіри до ІР, створює можливість для планування та прогнозування інвестиційних процесів різними суб'єктами, що в загальному підсилює рівень пропозиції на ІР			незначний вплив ***
Офіційний курс гривні до долара США (сер. за період)	USD <sub>ER</sub> Інтенсифікація процесів залучення депозитів населення, викликана зростанням ставок за даною операцією, збільшує рівень пропозиції на ІР України	1	3 631,07	0,00
Відсоткова ставка за депозитами	DIR			незначний вплив ***
Обсяг депозитів в економіці	D			незначний вплив ***
Загальне податкове навантаження на бізнес, % до прибутку	TR			незначний вплив ***

\* Виявлений в результаті моделювання лаг між зміною фактора та відповідним відкликом рівня пропозиції.

\*\* Рівняння представлено у вигляді ступеневої залежності.

\*\*\* Даний фактор виключено з подальшого аналізу, оскільки його вплив на результатуючий показник виявився незначним.

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

Як видно з табл. 1, 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, в Україні 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 ІР зокрема, обсяг депозитів та відсоткові ставки за ними 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. – 129,10%, в 2014 р. – 172,34%, в 2015 р. – 193,08% тощо.

На основі балансування попиту та пропозиції відбувається встановлення рівноважної ціни на інвестиційні ресурси, яка відображає реальний стан розвитку ІР 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 ІР з метою розробки регуляторами цього ринку комплексу заходів щодо її досягнення та підтримання у стратегічній перспективі.

Для визначення точки рівноваги на ІР України автором запропоновано використовувати апарат лінійного параметричного програмування, оскільки він дозволяє коригувати розрахунки при відповідних змінах окремих складових функцій попиту та пропозиції:

$$\begin{cases} L = \ln S(t) - \ln CI(t) = \ln s_0 + \sum_i (s_i + c_i p) \ln [r_i (t - t_i)] - \ln CI_0 - \sum_j CI_j \ln [u_j (t - l_j)] \rightarrow 0 \\ r_i \geq 0; u_j \geq 0 \end{cases} \quad (1)$$

де  $L$  – характеристика стану рівноваги на ІР як різниці між обсягами попиту та пропозиції;  $S(t)$  та  $CI(t)$  – відповідно кількісні характеристики пропозиції та попиту на ІР, що відповідають  $t$ -му періоду часу;  $s_i, s_0, CI_j, CI_0$  – параметри рівняння регресії в контексті аналізу пропозиції і попиту відповідно;  $r_i, u_j$  –  $i$ -та ( $j$ -та) факторна ознака мультиплікативної регресійної моделі (в контексті аналізу пропозиції і попиту відповідно);  $t_i, l_j$  – лаг, що відповідає  $i$ -й ( $j$ -й) факторній ознаці моделі (в контексті аналізу пропозиції і попиту);  $p$  – параметр, що надає можливість формалізувати обрані стратегії досягнення точки рівноваги (здійснення за рахунок змінних функції в контексті аналізу пропозиції і попиту).

З метою врахування сформованих на ІР України тенденцій щодо розвитку його кон'юнктури автором розраховано регресійні залежності релевантних факторів попиту та пропозиції від часу (табл. 2).

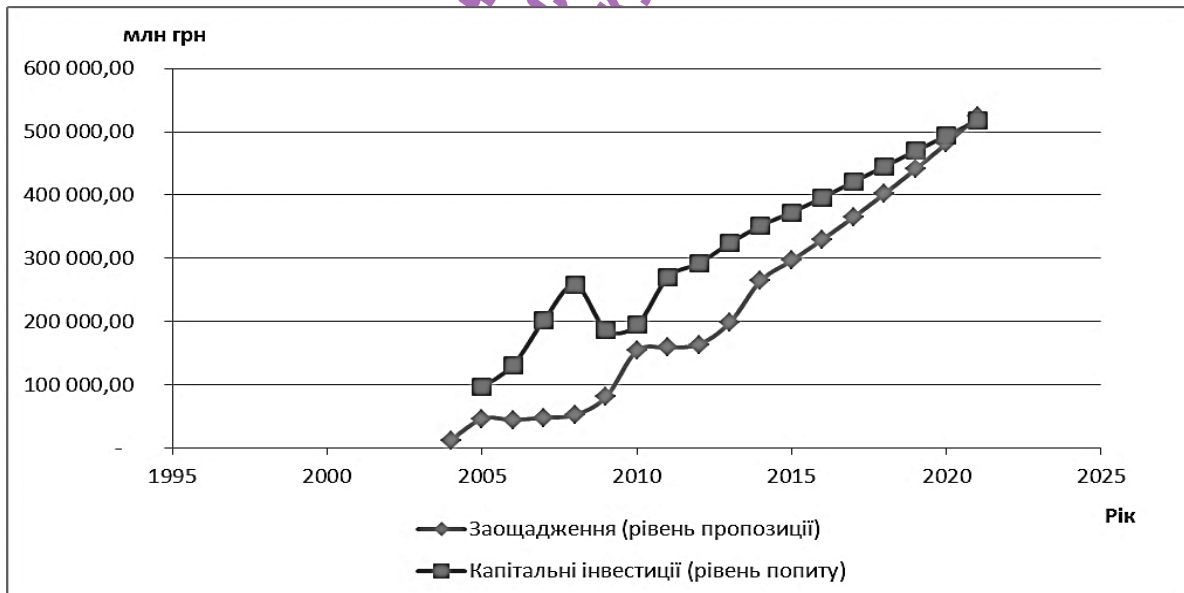


**Таблиця 2 – Регресійні залежності факторів формування попиту та пропозиції на ІР України від часу (розраховано за даними 2000–2011 рр.)**

Фактори формування пропозиції на ІР України			Фактори формування попиту на ІР України		
Фактор	Рівняння регресії	$R^2$	Фактор	Рівняння регресії	$R^2$
Витрати населення	$HFCE = 86956t - 87408$	0,922	Інвестиції в основний капітал	$REI = 19330t - 8446,1$	0,812
Доходи населення	$HI = 98194t - 109216$	0,924	Обсяг наданих кредитів	$L = 105047t - 169193$	0,901
Обсяг реалізованої промислової продукції	$VIPS = 89664t - 7173,3$	0,942	Обсяг наукових та науково-технічних робіт, виконаних власними силами організацій (підприємств)	$STA = 828,08t + 314,78$	0,965
Реальна середня заробітна плата	$AW = -0,9555t + 117,91$	0,100	Обсяг фінансування наукових та науково-технічних робіт	$F_{STA} = 690,02t + 925,72$	0,970
Видатки зведеного бюджету	$BE = 34328t - 35031$	0,934	Витрати організацій на виконання власними силами наукових і науково-технічних робіт	$C_{STA} = 732,35t + 258,13$	0,968
Готівкові кошти в обігу	$MO = 20173t - 25965$	0,957	Витрати на фінансування інноваційної діяльності	$C_{IA} = 904,59t + 489,63$	0,741
Офіційний курс гривні до долара США	$USD_{ER} = 19,219t + 457,5$	0,359	Введення в дію нових основних засобів	$I_{RE} = 16788t - 12178$	0,942
			Відсоткова маржа банків	$IRM = 31,034t^{0,71}$	0,939

\*  $R^2$  – коефіцієнт детермінації.

На основі даних щодо основних характеристик попиту та пропозиції на ІР України за 2000–2011 рр. автором встановлено, що при збереженні тих тенденцій у розвитку кон'юнктури ІР України, які виявлені за цей період, точка рівноваги може бути досягнута лише на межі 2020–2021 рр. (рис. 3).



**Рисунок 3 – Прогноз досягнення точки рівноваги на ІР України при збереженні існуючих тенденцій розвитку його кон'юнктури**

Застосування апарату лінійного параметричного програмування дозволяє здійснювати моделювання точки рівноваги на ІР двома шляхами: 1) одночасно коригувати всі керовані параметри; 2) коригувати лише один з параметрів при незмінності інших (табл. 3).



**Таблиця 3 – Результати моделювання необхідних змін факторів формування попиту та пропозиції на ІР України для досягнення точки рівноваги на ньому з урахуванням часових лагів**

Фактор	Фактори формування пропозиції на ІР України				Фактори формування попиту на ІР України							
	Одночасне коригування всіх параметрів		Коригування лише одного з параметрів при незмінності інших		Фактор	Одночасне коригування всіх параметрів		Коригування лише одного з параметрів при незмінності інших				
	3 *	t <sub>3</sub> **	t <sub>p</sub> ***	3 *		t <sub>3</sub> **	t <sub>p</sub> ***	3 *	t <sub>3</sub> **	t <sub>p</sub> ***		
Витрати населення	+1,51 · 10 <sup>-7</sup>	2012	2015	+4,84	2012	2015	+0,01	2012	2015	+60,02	2012	2013
Доходи населення	+3,78 · 10 <sup>-8</sup>	2012	2015	+13,96	2012	2015	+1,00 · 10 <sup>-4</sup>	2012	2015	вр	-	-
Обсяг реалізованої промислової продукції	+5,87 · 10 <sup>-8</sup>	2012	2015	+10,34	2012	2015	+5,36	2012	2015	+140,27	2012	2013
Реальна середня заробітна плата	+8,34	2013	2015	+8,34	2013	2015	+6,02	2012	2015	+66,22	2013	2014
Витрати зведеного бюджету	+1,05 · 10 <sup>-6</sup>	2012	2015	+4,28	2012	2015	+13,70	2012	2015	+50,57	2014	2015
Готівкові кошти в обігу	+5,52 · 10 <sup>-7</sup>	2012	2015	+28,60	2012	2015	+2,34	2012	2015	+172,56	2012	2013
Офіційний курс гривні до долара США	-0,022014	2014	2015	-50,07	2013	2014	+1,04 · 10 <sup>-3</sup>	2012	2015	+78,83	2013	2014
				-42,84	2014	2015				+59,69	2014	2015
										+35,64	2012	2013
										+22,54	2013	2014
										+18,59	2014	2015
										+61,67	2013	2014
										+53,80	2014	2015
										-	-	-

Примітка: \* 3 – відсоток, на який слід скоригувати відповідний фактор формування попиту та пропозиції на ІР України від його початкового рівня для досягнення бажаних змін у моменті настання точки рівноваги (з урахуванням напрямку змін: “+” – збільшити; “-” – зменшити); \*\* t<sub>3</sub> – рік, у якому слід здійснити коригуючі зміни; \*\*\* t<sub>p</sub> – рік, у якому буде досягнута точка рівноваги на ІР України; вр – зміна даного параметра не дає можливості розрахувати точку рівноваги в жодному з досліджуваних років.

У роботі застосовано обидва підходи з метою оцінювання тих значень, яких мають досягти окремі фактори попиту та пропозиційна ІР з урахуванням часових лагів між застосуванням регулюючих заходів та відповідним “відгуком” на ці зміни з боку результуючих параметрів для того, щоб рівновага на ІР 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 ІР 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 ІР. Розраховані автором відсотки, на які слід скоригувати відповідний фактор формування попиту та пропозиції на ІР 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.

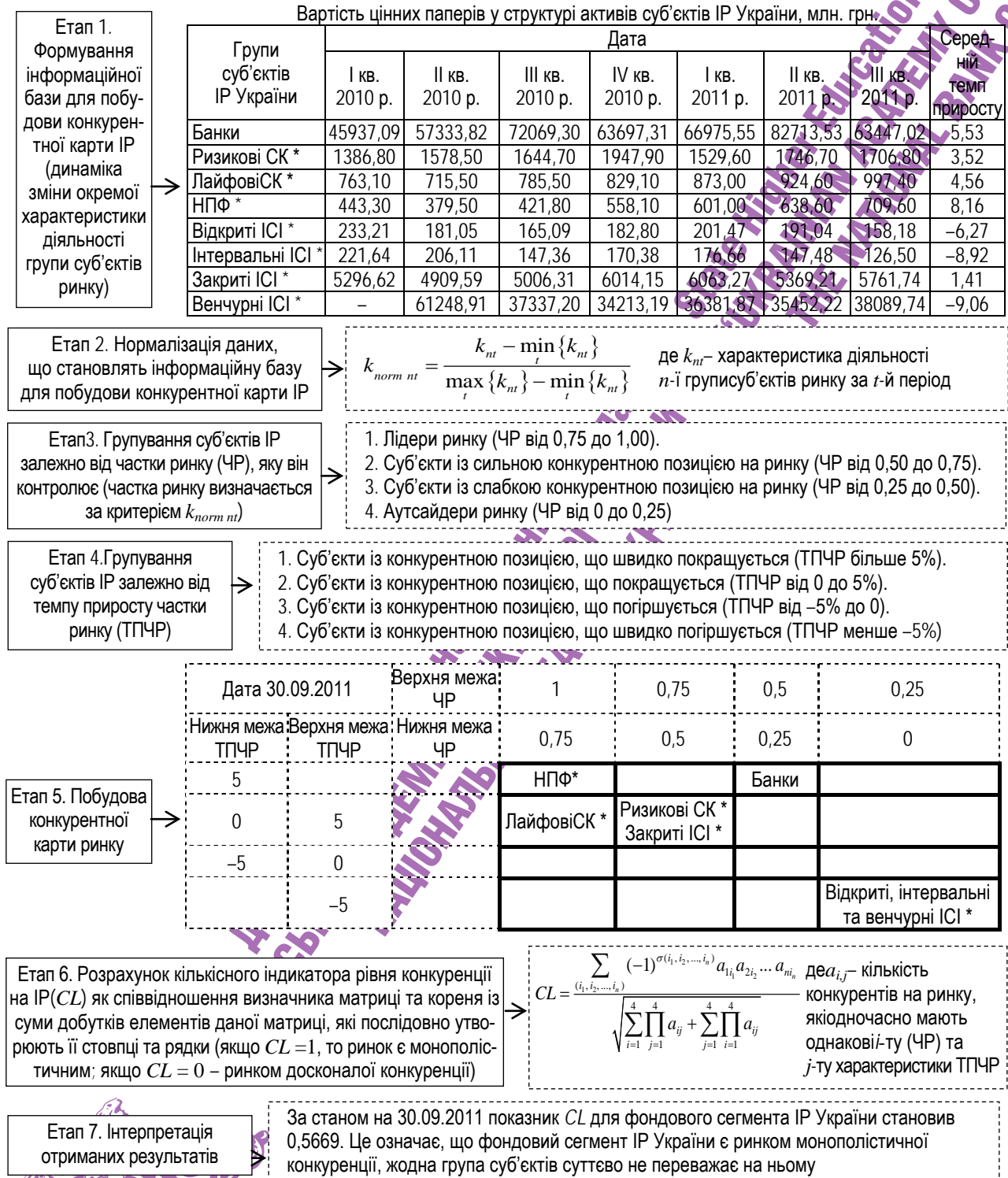
У третьому розділі **“Концептуальні засади формування стратегії розвитку конкурентного середовища на інвестиційному ринку України”** узагальнено поточні тенденції у розвитку основних суб’єктів конкурентних відносин на ІР України, удосконалено методичний інструментарій оцінювання рівня конкуренції (за суб’єктами та об’єктами), здійснено його практичну апробацію на даних фондового сегмента ІР України.

У роботі узагальнено тенденції розвитку основних суб’єктів ІР 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 у межах однієї групи суб’єктів та між різними групами.

Для кількісного вимірювання інтенсивності обох типів конкурентних відносин на ІР 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, як основних конкурентів автор розглядає не всіх суб’єктів, хто здійснює діяльність на одному сегменті ринку, а лише тих з них, у кого збігаються напрямки динамічних змін конкурентних позицій. Логіку застосування автором цього підходу та практичні розрахунки, здійснені на прикладі оцінювання конкуренції на фондовому сегменті ІР України, демонструє рис. 4.

Враховуючи обмежені можливості застосування стандартних методів оцінювання конкуренції для дослідження специфіки конкурентних відносин між суб’єктами ІР, наведений на рис. 4 підхід може бути використаний навіть і в умовах

становлення ІР України, особливо – для його фондового сегмента, який за загальноприйнятою класифікацією належить до групи граничних ринків країн Східної та Центральної Європи (FM СЕЕС).



**Рисунок 4 – Логічна схема оцінювання конкуренції на ІР (на прикладі фондового сегмента ІР України)**

\* СК – страхові компанії, НПФ – недержавні пенсійні фонди; ІСІ – інститути спільного інвестування.



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 ІР України. Він може бути застосований також і для оцінювання інтенсивності конкурентних відносин між різними суб'єктами ІР в межах групи або для ринку в цілому.

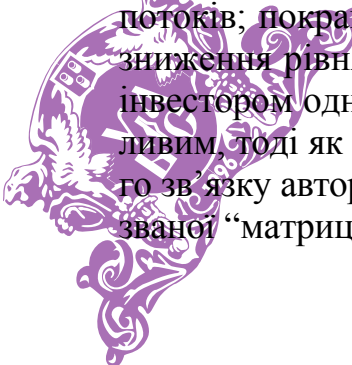
У контексті формування стратегії розвитку ІР України провідне місце займає визначення конкурентних переваг та інвестиційної привабливості об'єктів та інструментів інвестування. У країнах з розвиненим фондовим ринком для цього частіш за все застосовують фундаментальний аналіз, який дозволяє визначити вартість інструмента 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 унеможливує 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.

З урахуванням цього автором розроблено науково-методичний підхід до оцінювання інвестиційної привабливості акцій та облігацій, який може бути використаний як підґрунтя при дослідженні конкурентних відносин на цьому ринку за об'єктами інвестування. Відповідно до цього підходу дослідження автор пропонує здійснювати у такій послідовності:

1. Формування переліку релевантних факторів, які визначають інвестиційну привабливість акцій та облігацій: рентабельність акціонерного капіталу, дохідність акцій, капіталізована балансова вартість акцій, відношення ринкової вартості акцій до балансової, коефіцієнт дивідендних виплат, дивідендну дохідність акції, коефіцієнт ліквідності акцій, номінальну дохідність облігацій, поточну дохідність 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 фактора: низький, середній, високий. Кожна індивідуальна бальна оцінка зважується на ваговий коефіцієнт, визначений за допомогою методу аналізу ієрархій.

3. Формалізація вимог до кількісних оцінок рівня впливу окремого фактора на інвестиційну привабливість відповідного інструмента залежно від обраної інвестором стратегії на ринку. У 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 фактора 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 фактора, визначеного на етапі 3. За результатами цього здійснюється інтегральне оцінювання впливу всієї сукупності факторів на привабливість конкретного інвестиційного інструмента.

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.

Практичні розрахунки на основі даного підходу здійснено автором на прикладі акцій, емітованих ВАТ “ПівнічнийГЗК” та ВАТ “Мотор Січ” у 2010 р. Значення узагальнюючого індикатора інвестиційної привабливості цих акцій становили відповідно 0,34 (низький рівень) та 0,52 (середній рівень).

У четвертому розділі **“Стратегія розвитку інвестиційного ринку України під впливом глобалізаційних процесів”** поглиблено методологію оцінювання рівня відкритості ІР та здійснено розрахунки для України; обґрунтовано стратегічні загрози та можливості розвитку ІР України під впливом іноземного капіталу; удосконалено наукові засади оцінювання критичних меж його проникнення на ІР України.

Автором доведено, що стратегія розвитку ІР України під впливом глобалізаційних процесів повинна базуватися на паритеті між відкритістю ІР і врахуванням гранично допустимих меж присутності іноземного капіталу на ньому в контексті забезпечення національного фінансового суверенітету та економічної безпеки держави.

З одного боку, значний рівень експансії іноземних інвесторів на ІР 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.

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 спектра 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.

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. У цьому контексті рівень відкритості ІР, який автор

розуміє як ступінь жорсткості формальних та неформальних бар'єрів, які має подолати економічний суб'єкт ІР для того, щоб стати його учасником, можна вважати індикатором інтегрованості національної економіки у світогосподарські фінансові відносини, її прозорості та інвестиційної привабливості.

Узагальнене оцінювання рівня відкритості ІР ( $O_{IM}$ ) автор пропонує здійснювати в такий спосіб:

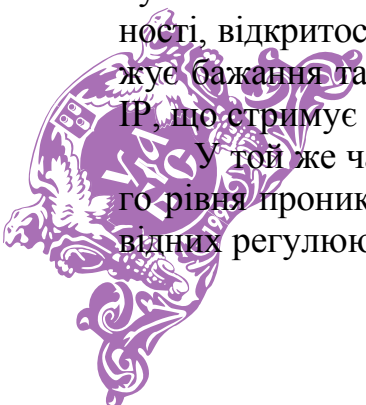
$$O_{IM} = \begin{cases} \frac{1}{I \cdot \max_i \{K_i + C_i\}} \sum_{i=1}^I \frac{(\bar{k}_i - \min_j \{k_{ij}\})(2 \max_j \{k_{ij}\} - \bar{k}_i - \min_j \{k_{ij}\})}{(\max_j \{k_{ij}\} - \bar{k}_i)(\max_j \{k_{ij}\} - \min_j \{k_{ij}\})}, & \text{для показників з невід'ємним темпом приросту} \\ \frac{1}{I \cdot \max_i \{K_i + C_i\}} \sum_{i=1}^I \frac{(\bar{k}_i - \min_j \{k_{ij}\})(\max_j \{k_{ij}\} - \min_j \{k_{ij}\}) - (\max_j \{k_{ij}\} - \bar{k}_i)^2}{(\max_j \{k_{ij}\} - \bar{k}_i)(\max_j \{k_{ij}\} - \min_j \{k_{ij}\})} & \text{для показників з від'ємним темпом приросту} \end{cases} \quad (2)$$

де  $k_{ij}$  – значення  $i$ -го фактора впливу на загальний рівень відкритості ІР в  $j$ -му році;  $\bar{k}_i$  – середнє значення  $i$ -го фактора за період дослідження;  $C_i$  – середній темп приросту  $i$ -го фактора за період дослідження;  $K_i$  – коефіцієнт осциляції (відносний розмах варіації) значення  $i$ -го фактора за період дослідження;  $I$  – кількість факторів впливу на загальний рівень відкритості ІР.

Формуючи перелік факторів впливу на загальний рівень відкритості ІР, автор вважає за доцільне враховувати не тільки ті з них, щонають безпосереднє відношення до функціонування суб'єктів ІР, 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. У роботі для оцінювання загального рівня відкритості ІР обрано 39 показників, статистичною базою для розрахунку яких для України в 2010–2011 рр. став рейтинг “Ведення бізнесу” (“DoingBusiness”), який розробляється та публікується Світовим банком (фрагмент цього дослідження демонструє табл. 4).

За розрахунками автора, загальний рівень відкритості ІР України в 2011 р. становив 10,79% (при максимально можливому значенні цього показника – 100%). Це свідчить про наявність цілого ряду системних недоліків у функціонуванні економіки України в цілому та ІР зокрема в контексті його транспарентності, відкритості та готовності до інтеграції у світову ринкову систему. Це обмежує бажання та можливості іноземних інвесторів щодо експансії на вітчизняний ІР, що стримує темпи посткризового відновлення вітчизняної економіки.

У той же час окрему наукову проблему становить встановлення оптимального рівня проникнення іноземного капіталу на ІР та застосування державою відповідних регулюючих заходів щодо його підтримання.



Для вирішення цієї проблеми автором запропоновано застосувати дихотомічний метод, який дозволяє визначити граничні межі зміни факторної ознаки (в даній моделі –  $RV$  (частка інвестицій, здійснених нерезидентами, в загальному обсязі інвестиційних ресурсів на ринку)), при яких результуюча ознака ( $\Delta GDP$  – темп зростання ВВП) досягає екстремуму (максимуму). Для обмеження моделі використано граничні межі зміни рівня іноземного капіталу на ІР (від 0 до 50%).

**Таблиця 4 – Динаміка та статистичні характеристики окремих факторів впливу на загальний рівень відкритості ІР України (фрагмент)**

Фактор впливу на загальний рівень відкритості ІР (в таблиці наведено лише частину показників, на основі яких проводилося дослідження)	Динаміка значень факторів $k_{ij}$		Основні статистичні характеристики факторів $k_{ij}$				
	2010 р.	2011 р.	min $k_{ij}$	max $k_{ij}$	$k_i$	$K_i$	$C_i$
Вартість виконання контрактів (% скарг)	41,50	41,50	41,50	41,50	41,50	0,00	0,00
Вартість реєстрації власності (% вартості власності)	4,10	3,90	3,90	5,60	4,00	0,06	0,06
Вартість започаткування бізнесу (% доходу на особу)	6,10	4,40	4,40	10,60	5,25	0,16	0,14
Рівень захисту прав кредиторів (від 0 до 10)	9,00	9,00	0,00	10,00	9,00	9,00	0,90
Рівень захисту прав інвесторів (від 0 до 10)	4,70	4,70	0,00	10,00	4,70	0,89	0,47
Рівень вимог до кредитної інформації (від 0 до 6)	4,00	4,00	0,00	6,00	4,00	2,00	0,67
Індекс легкості ведення бізнесу (від 1 до 183)	149,00	152,00	1,00	183,00	150,50	4,60	0,82
Індекс дотримання прав акціонерів (від 0 до 10)	7,00	7,00	0,00	10,00	7,00	2,33	0,70
Індекс відповідальності менеджменту перед власниками (від 0 до 10)	2,00	2,00	0,00	10,00	2,00	0,25	0,20
Індекс інформаційної прозорості бізнесу (від 0 до 10)	5,00	5,00	0,00	10,00	5,00	1,00	0,50
Мінімальні вимоги до сплаченого капіталу для створення бізнесу (% доходу на особу)	2,20	1,80	1,80	203,10	2,00	0,00	0,00
Частка дорослого населення, інформація про яке міститься в бюро кредитних історій (%)	10,10	17,00	0,00	17,00	13,55	3,93	0,80
Кількість процедур, необхідних для виконання контракту	30,00	30,00	30,00	30,00	30,00	0,00	0,00
Кількість процедур, необхідних для реєстрації власності	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00	0,00	0,00
Кількість процедур, необхідних для започаткування бізнесу	10,00	9,00	9,00	15,00	9,50	0,09	0,08
Кількість податкових платежів	135,00	135,00	135,00	147,00	135,00	0,00	0,00
Час, необхідний для реєстрації власності (днів)	117,00	117,00	93,00	117,00	117,00	0,00	0,00
Час, необхідний для започаткування бізнесу (днів)	27,00	24,00	24,00	34,00	25,50	0,18	0,15
Час, необхідний для підготовки і сплати податків (годин)	657,00	657,00	657,00	2085,00	657,00	0,00	0,00
Час, необхідний для рішення проблеми неплатоспроможності (років)	2,90	2,90	2,90	2,90	2,90	0,00	0,00
Загальна ставка податкового навантаження (% прибутку)	55,50	57,10	55,50	57,30	56,30	0,80	0,44

Проведене автором узагальнення статистичної інформації за 2000–2010 рр. дозволило побудувати наступну нелінійну однофакторну залежність:

$$\Delta GDP_t = -3252,01 - 932,06 \cdot RV_{t-2} + 32,63 \cdot RV_{t-2}^2 - 0,49 \cdot RV_{t-2}^3 + 4266,89 \cdot \ln(RV_{t-2}). \quad (3)$$

Як свідчить побудована залежність, зміна рівня іноземного капіталу на вітчизняному ІР 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 Стьюдента для кожного коефіцієнта.



Застосування процедури дихотомічного пошуку передбачає звуження навпіл діапазону граничних меж рівня іноземного капіталу на ІР на кожній ітерації, починаючи з діапазону  $[0; 50\%]$ , та розрахунок відповідного цим межах темпу зростання ВВП. Пошук припиняється, коли довжина оцінюваного діапазону досягає подвоєного значення прийнятої похибки (в даному випадку – 1,43%).

У результаті проведеного дослідження автором встановлено діапазон значень рівня іноземного капіталу на ринку, протягом 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 – координатам  $[RV= 14,65\%; \Delta GDP=14,70\%]$ .

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 ІР України.

У п'ятому розділі **“Стратегія державного регулювання розвитку інвестиційного ринку України”** узагальнено напрямки та досвід стратегічного державного наднаціонального регулювання ІР України, обґрунтовано основні положення Концепції державного регулювання ІР України на 2013–2015 рр., розроблено пропозиції щодо введення ряду податків на фінансові трансакції в Україні.

У роботі узагальнено основні зміни, що відбулися у сфері державного регулювання та нагляду за розвитком ІР 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 ІР України. Також досліджено основні напрями наднаціонального регулювання діяльності ІР України відповідно до Директиви 2004/39/ЄС та вимог Базельського комітету з питань банківського нагляду.

Автором розроблено основні положення Концепції державного регулювання ІР України на 2013–2015 рр., яка містить систему конкретних практичних заходів, згрупованих у межах 7 загальних напрямків.

Зокрема 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 ІР 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 зростання, фондів викупу контрольного пакета 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, насамперед – публічних інвестиційних фондів та недержавних пенсійних фондів, а також залучати боргове фінансування.

Також у межах даного напрямку автором розроблено пропозиції щодо впорядкування інфраструктури проведення біржових торгів, що обумовлено наявністю занадто великої з точки зору світової практики кількості торговельних майданчиків (сьогодні в Україні їх налічується 10). Впровадження авторських пропозицій щодо консолідації бірж дозволить підвищити рівень довіри до них як з боку емітентів, так і інвесторів, рівень транспарентності біржових операцій.

У 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 ІР (з орієнтацією на вимоги Директиви Євросоюзу “Про ринок фінансових інструментів”).

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 профіциту), економії на відсотках при довгостроковому погашенні зовнішнього та внутрішнього державного боргу, надходжень від випуску цим фондом облігацій. За пропозицією автора, акумульовані цим фондом ресурси мають спрямовуватися на фінансування 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 Фонду.

У межах даного напрямку автор також наголошує на необхідності посилення ролі державних банків на ІР як представника держави при здійсненні посередницьких функцій: на стадії економічного підйому державні банки мають збільшувати обсяги залучення депозитів і дуже помірковано ставитися 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.

За напрямком “Збільшення транспарентності ІР України” автором обґрунтовано необхідність встановлення вимоги щодо обов’язкової публікації інформації про юридичних осіб всіх організаційних форм – суб’єктів ІР, формування на цій основі відповідної узагальненої бази даних про емітентів та потенційні об’єкти інвестування.

У 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 у межах проекту USAID “Розвиток ринків капіталу”, в практику функціонування регуляторів ІР України.

За напрямком “Регулювання конкуренції на IP України” автором розроблено пропозиції щодо регулювання двох типів конкурентних відносин на IP: 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).

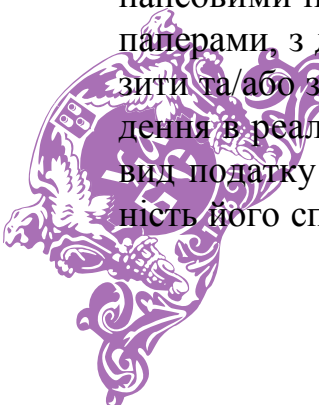
За напрямком “Підвищення якості нагляду та регулювання IP України” обґрунтовано необхідність посилення правової, інституціональної та фінансової незалежності регуляторів IP. Якщо Національний банк України не залежить від фінансування з Державного бюджету, то Національна комісія, що здійснює державне 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.

Крім того, автором обґрунтовано необхідність запровадження системи ризикорієнтованого пруденційного нагляду на ринку цінних паперів, яка для регулювання діяльності банків у різних країнах світу вже довела свою ефективність.

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 IP як частини фінансового ринку та обумовлену цим розмитість меж між спекулятивними та інвестиційними операціями, у вітчизняному законодавчому полі невирішеним залишається питання диференціації регуляторних заходів, зокрема у сфері податкового регулювання, що застосовуються для даних видів операцій.

Класиками економічної теорії, зокрема Дж. М. Кейнсом і Д.Тобінім, обґрунтовано напрям застосування податкових інструментів для розмежування спекуляцій та інвестицій у контексті забезпечення ефективного розвитку різних сегментів фінансового ринку, причому Дж. М. Кейнс розглядав цю проблему для фондового ринку, а Д.Тобін – для валютного. Практичне застосування ці пропозиції мають у цілому ряді країн світу, де в різний час було запроваджено так звані “податки на фінансові трансакції”, 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). В Україні сьогодні діє останній вид податку (лише для фізичних осіб, тоді як автором обґрунтовано необхідність його сплати також і юридичними особами з метою зменшення ймовірності



“перегріву” сегмента іпотечного кредитування інвестиційного ринку), а також акциз на операції по відчуженню цінних паперів та операції з деривативами.

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 майданчики), тоді як базове завдання щодо розмежування спекуляції та інвестицій при цьому залишається невирішеним.

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 інструмента 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 майданчики (біржу), що зробить механізми їх здійснення та контролю за ними більш прозорими) (табл. 5). 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.

**Таблиця 5 – Ставки податків на операції з фінансовими інструментами, %**

Фінансові інструменти	Термін перебування фінансового інструмента 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		

Застосування розроблених автором пропозицій щодо оподаткування операцій з фінансовими інструментами та нерухомістю може призвести до неконтрольованого трансграничного 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.

## 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:

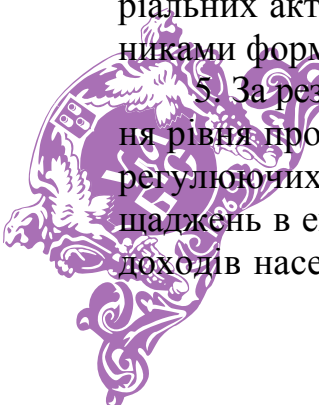
1. Однією з причин виникнення системних дисбалансів у фінансових системах різних країн світу є розмиття меж між спекулятивним та інвестиційним капіталом, неврахування відмінностей між ними при застосуванні регулюючих заходів. Це розмежування автор пропонує здійснювати за критеріями: строковість, спосіб отримання доходу, дохідність, ризиковість, орієнтири при прийнятті рішень про вкладення капіталу, оборотність, використання фінансового важеля.

2. IP 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 IP як структурного елемента фінансового ринку або ототожнення його з фондовим ринком призводить до неврахування специфічних завдань, що має виконувати IP 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 IP 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 IP України дозволило прогнозувати 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 – 50,13%; в 2013 – 66,56%; в 2014 – 80,83%; в 2015 – 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 нематеріальних активів до матеріальних), які традиційно вважаються значущими чинниками формування попиту, виявився незначущим саме для вітчизняного IP.

5. За результатами застосування розробленої регресійної моделі прогнозування рівня пропозиції на IP України встановлено часові лаги між застосуванням регулюючих заходів та відповідним “відгуком” на ці зміни з боку рівня заощаджень в економіці як індикатора пропозиції на IP: 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 ІР України до 2021 р. (у % до рівня 2010 р.), зокрема: в 2013 р. – 129,10%, в 2014 – 172,34%, в 2015 р. – 193,08% тощо.

6. Регресійний аналіз залежностей релевантних факторів формування попиту та пропозиції на ІР 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 ІР України, які виникли за цей період, точка рівноваги може бути досягнута лише на межі 2020–2021 рр., що свідчить про неефективність функціонування ІР України.

7. Для того, щоб рівновага на ІР України встановилася не в 2020–2021 рр., а в 2015 р., слід застосувати розроблену автором систему заходів державного регулювання кон'юнктури ІР України, яка передбачає коригування одночасно всіх керованих параметрів попиту або пропозиції у чітко визначений у результаті моделювання термін, який враховує часові лаги для кожного параметра. 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 ІР 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 (за станом на початок ІV кварталу 2011 р. кількісний індикатор рівня конкуренції на ІР становив 0,5669). Складено конкурентну карту ІР 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 ступеня наближеності інтегральної оцінки всієї сукупності релевантних факторів впливу до її максимально можливого рівня, а також практичні розрахунки на прикладі акцій, емітованих ВАТ “Північний ГЗК” та ВАТ “Мотор Січ” у 2010 р., дозволили стверджувати про відповідно низький та середній їх рівні (значення узагальнюючого індикатора інвестиційної привабливості цих акцій становили відповідно 0,34 та 0,52).

10. Стратегія розвитку ІР України під впливом глобалізаційних процесів повинна базуватися на паритеті між відкритістю ІР 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 релевантних факторах за 2010–2011 рр., обґрунтовано, що загальний рівень відкритості ІР України в 2011 р. становив 10,79% (при максимально 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, протягом якого значення темпу зростання ВВП досягає максимуму. Мінімальна межа цього діапазону: рівень іноземного капіталу  $-11,78\%$ ;  $\Delta ВВП - 21,52\%$ , амаксимальна: рівень іноземного капіталу  $-14,65\%$ ;  $\Delta ВВП - 14,70\%$ .

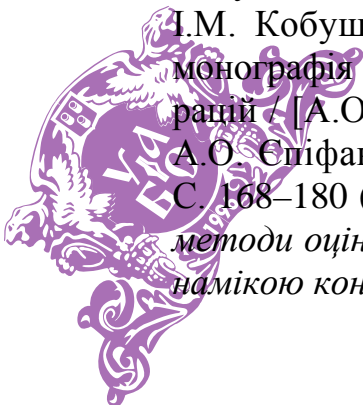
12. Розроблено основні положення Концепції державного регулювання ІР України на 2013–2015 рр., які передбачають формування системи заходів, об'єднаних за напрямками: стимулювання процесів перетворення заощаджень в інвестиції; підвищення ефективності функціонування інфраструктури ринку; підвищення ефективності виконання державою ролі інвестиційного посередника; збільшення транспарентності ринку; регулювання конкуренції на ньому; підвищення якості нагляду та регулювання; податкове регулювання обігу інвестиційного капіталу.

13. 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 інструмента у власності платника податку, наявність біржової реєстрації цінних паперів, місце здійснення торговельних операцій. Це дозволяє відокремити спекулятивні та інвестиційні операції, підвищити транспарентність ІР та зменшити загальний рівень волатильності цін на ньому, переорієнтувати торги на організовані торговельні майданчики (біржу).

## СПИСОК ОПУБЛІКОВАНИХ ПРАЦЬ

### Монографії

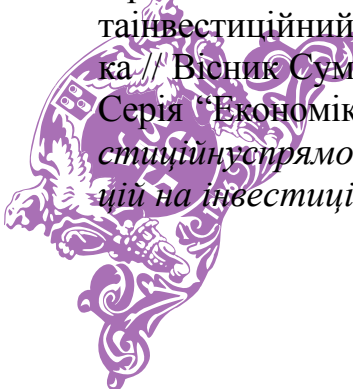
1. Кобушко І.М. Стратегія розвитку інвестиційного ринку: теоретичні засади та вітчизняні реалії : монографія / І. М. Кобушко. – Суми: Сумський державний університет, 2012. – 517 с. (30,23 друк. арк.).
2. Кобушко І.М. Місцеві банки на регіональному ринку інвестування в інновації / І.М.Кобушко, Д. Л. Циганюк, 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 (0,40 друк. арк.). *Особистий внесок: обґрунтовано пропозиції щодо створення спеціалізованих регіональних інноваційно-інвестиційних банків та виокремлено їх місце на регіональному ІР (0,20 друк. арк.).*
3. Кобушко І.М. Інвестиційні ризики банку, методи їх оцінювання та мінімізації / І.М. Кобушко, І.Д. Скляр, Л.Ю.Сисоева // 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 (0,64 друк. арк.). *Особистий внесок: обґрунтовано специфіку та методи оцінювання систематичного інвестиційного ризику, обумовленого динамікою кон'юнктури ІР (0,21 друк. арк.).*



4. Кобушко І.М. Теорія попиту та пропозиції / І.М.Кобушко // Вартість банківського бізнесу : монографія/ [А.О. Єпіфанов, С.В. Леонов, Й. Хабер та ін.] ; за заг. ред. А.О. Єпіфанова та С.В. Леонова. – Суми: ДВНЗ “УАБС НБУ”, 2011. – С. 19–21 (0,12 друк. арк.).
5. 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. – Харків: Міськдрук, 2011. – С. 346–356 (0,41 друк. арк.).

**Статті в наукових фахових виданнях**

6. Кобушко І.М. Моделювання рівня відкритості інвестиційного ринку / І. М. Кобушко // Вісник Національного банку України. – 2012. – № 12. – С. 36–41 (0,74 друк. арк.).
7. 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(0,9 друк. арк.).
8. 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 (0,57 друк. арк.).
9. Кобушко І.М. Моделювання пропозиції на інвестиційному ринку за допомогою використання економетричних методів / І.М. Кобушко // Економіст. – 2012. – № 4. – С. 56–60(0,71 друк. арк.).
10. Кобушко І.М. Визначення рівня конкуренції на фондовому ринку як провідному сегменті інвестиційного ринку / І.М. Кобушко // Економіка України. – 2012. – № 9. – С. 33–46 (0,79 друк. арк.).
11. Кобушко І.М. Параметричне моделювання рівноваги на інвестиційному ринку України / І.М. Кобушко // БІЗНЕС ІНФОРМ. – 2012. – № 12. – С. 63–72 (0,84 друк. арк.).
12. 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 (0,49 друк. арк.).
13. Кобушко І.М. Роль фондового ринку України у формуванні інвестиційних ресурсів в сучасних умовах / І.М. Кобушко, Я.В. Кобушко // Вісник Сумського державного університету. – 2012. – №3. – С. 182–185. – Серія “Економіка”. (0,28 друк. арк.). *Особистий внесок: досліджено проблему діяльності спекулятивних інвесторів на фондовому ринку України (0,10 друк. арк.).*
14. 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. – 2012. – №2. – С. 98–104. – Серія “Економіка”(0,36 друк. арк.). *Особистий внесок: обґрунтовано неінвестиційну спрямованість зовнішніх запозичень України та вплив цих тенденцій на інвестиційний розвиток економіки (0,12 друк. арк.).*





15. Кобушко І.М. Теоретичні засади оцінки взаємозв'язку інвестиційного та фінансового ринків / І.М. Кобушко // Інноваційна економіка. – 2011. – №4. – С. 235–241 (0,58 друк. арк.).
16. Кобушко І.М. Поточні тенденції розвитку вітчизняного інвестиційного ринку / І.М. Кобушко // Наука й економіка. – 2011. – Випуск 3(23). – С. 18–24(0,4 друк. арк.).
17. 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 (0,68 друк. арк.).
18. 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 (0,44 друк. арк.).
19. 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 (0,48 друк. арк.). *Особистий внесок: виявленопроблеми використання ресурсів ІР України в процесі фінансування інноваційної діяльності (0,24 друк. арк.).*
20. 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. 182–87 (0,39 друк. арк.). *Особистий внесок: обґрунтовано специфіку руху інвестиційного капіталу через офшорні зони (0,13 друк. арк.).*
21. Кобушко І.М. Інвестиційний ринок України: поточні тенденції та нормативне регулювання / І.М. Кобушко // Сталий розвиток економіки. – 2011. – №5. – С. 25–28 (0,3 друк. арк.).
22. Кобушко І.М. Діяльність професійних учасників інвестиційного ринку: проблеми і перспективи / І.М. Кобушко // Економіка та держава. – 2011. – № 11. – С. 28–30 (0,26 друк. арк.).
23. Кобушко І.М. Розвиток розуміння категоріальної сутності інвестиційного ринку / І.М. Кобушко // Економічний простір. – 2011. – №50. – С. 75–88 (0,72 друк. арк.).
24. Кобушко І.М. Інвестиційний ринок України: актуальні тенденції розвитку сегмента фінансових інструментів / І.М. Кобушко // Економіка та управління підприємствами машинобудівної галузі: проблеми теорії та практики. – 2011. – №4(16). – С. 54–61 (0,34 друк. арк.).
25. Кобушко І.М. Діяльність інституційних інвесторів на ринку інвестування України / І.М. Кобушко // Інвестиції: практика та досвід. – 2011. – № 23. – С. 9–10 (0,25 друк. арк.).
26. Кобушко І.М. Розвиток методичних засад структуризації інвестиційного ринку / І.М. Кобушко // Вісник Запорізького національного університету. – 2011. – №4(12). – С. 193–199 (0,48 друк. арк.).

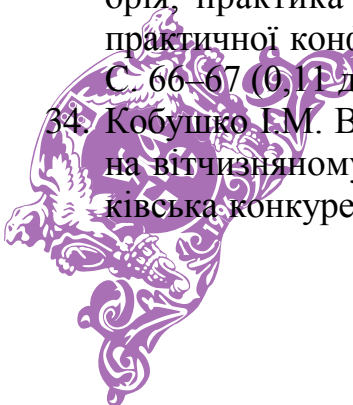




27. Кобушко І.М. Діяльність інститутів спільного інвестування на інвестиційному ринку України: проблеми і перспективи / І.М. Кобушко // *Економіка Крима*. – 2011. – №3(36). – С. 181–183 (0,22 друк. арк.).
28. Кобушко І.М. Інвестиційні послуги в контексті ефективного функціонування інвестиційного ринку 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](http://www.nbu.gov.ua/e-journals/vddma/2010_1/index.htm) (0,45 друк. арк.).
29. Кобушко І.М. Вплив фондового ринку на фінансову систему держави / І.М. Кобушко, Д.В. Борнос // *Економіка: проблеми теорії та практики : збірник наукових праць*. – Випуск 253: в 7 т. – Т. III. – Дніпропетровськ: ДНУ, 2009. – С. 647–653 (0,35 друк. арк.). *Особистий внесок: обґрунтовано стратегію розвитку фондового ринку України в контексті адаптації до світових і європейських стандартів (0,17 друк. арк.).*

#### **Публікації в інших виданнях**

30. Kobushko I. The current investment market of Ukraine in the context of transformation processes / Ihor Kobushko, Iana Kobushko // *Przedsiębiorstwo & Finanse*. – 2012. – №2. – Р. 29–41 (0,53 друк. арк.). *Особистий внесок: оцінено динаміку показників доходності альтернативних напрямків інвестування в Україні, капіталізацію фондового ринку за окремими організаторами торгівлі та надані рекомендації щодо державного регулювання інвестиційного ринку (0,43 друк. арк.).*
31. 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.) : у 2-х частинах*. – Одеса : Центр економічних досліджень та розвитку, 2012. – Ч. II. – С. 40 (0,11 друк. арк.).
32. 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. (0,23 друк. арк.).
33. 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 (0,11 друк. арк.).
34. 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 Міжнарод-*



- ної науково-практичної конференції (24–25 травня 2012 р.) : у 2 томах. – Суми: ДВНЗ “УАБС НБУ”, 2012. – Том 2. – С. 76–78(0,14 друк. арк.).
35. 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 (0,09 друк. арк.).
36. 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(0,14 друк. арк.).
37. 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(0,15 друк. арк.).
38. 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 (0,09 друк. арк.).
39. 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 (0,07 друк. арк.).
40. Кобушко І.М. Структуризація інвестиційного ринку як характеристика розвитку національних інвестиційних процесів / І.М. Кобушко // Економіка, менеджмент, маркетинг і логістика: теорія, практика, перспективи: матеріали міжнародної науково-практичної конференції студентів і молодих науковців (м. Ялта, 15–16 квітня 2011 року). – Ялта :РВНЗКГУ, 2011. – С. 265–268 (0,21 друк. арк.).
41. Kobushko I.M. Preconditions and economic expediency of offshore areas implementation in Ukraine / Ihor Kobushko, Sergiy Panchenko // 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 (0,1 друк. арк.). *Особистий внесок: обґрунтовано роль офшорних зон як стимуляторів руху інвестиційного капіталу (0,05 друк. арк.).*



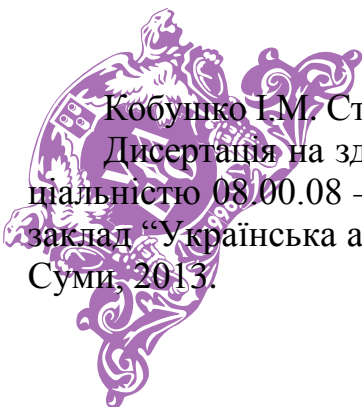
42. Кобушко І.М. Оптимізація оподаткування як спосіб управління грошовими потоками / І.М. Кобушко, І. І. Стоцький // Тези доповідей науково-технічної конференції викладачів, співробітників, аспірантів і студентів факультету економіки та менеджменту “Економічні проблеми сталого розвитку”. – Суми : СумДУ, 2010. – Ч.IV. – С. 165–166 (0,13 друк. арк.). *Особистий внесок: досліджено сутність найбільш поширених схем оптимізації оподаткування (в тому числі – переміщення капіталу в офшорні зони) в контексті розробки стратегії податкового регулювання ІР України (0,07 друк. арк.).*
43. Кобушко І.М. Місце банків на вітчизняному інвестиційному ринку / І. М. Кобушко // Матеріали за 6-а міжнародна научна практична конференція “Поглед върху световната наука”, 17–25 декември 2010 г. –Т. 4. Економіки. – София : “БялГРАД-БГ” ООД. – 2010. – С. 14–16 (0,14 друк. арк.).
44. Кобушко І.М. Тенденції розвитку вітчизняного інвестиційного ринку / І. М. Кобушко // Проблеми формування нової економіки ХХІ століття: матеріали ІІІ Міжнар. наук.-практ. конф., 23–24 груд. 2010 р. : у 6 т. – Том 4: Інвестиційно-інноваційні пріоритети нової постіндустріальної економіки. – Дніпропетровськ: Біла К.О., 2010. – С. 46–48 (0,14 друк. арк.).
45. Kobushko I.M. J1 investments opportunities in Ukraine: benefits and risks / Ihor Kobushko, Daryna Boronos // Економіка для екології // Збірник тез XV Міжнародної наукової конференції. – Суми: Вид-во СумДУ, 2009. – С. 24–27 (0,12 друк. арк.). *Особистий внесок: обґрунтовано ризики та можливості діяльності проектних інвесторів в Україні (0,06 друк. арк.).*
46. 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 (0,1 друк. арк.). *Особистий внесок: обґрунтовано напрямки покращення інвестиційного клімату в Україні (0,05 друк. арк.).*

#### **Навчальні посібники**

47. Кобушко І.М. Сутність, завдання і методи фінансового планування / І. М. Кобушко // Фінансовий менеджмент: навчальний посібник / за заг. ред. В.М. Борноса. – Суми: Вид-во СумДУ, 2012. – С. 212–217 (0,31 друк. арк.).
48. Кобушко І.М. Залучення фінансових ресурсів із внутрішніх та зовнішніх джерел / І.М. Кобушко // Управління фінансовою санацією підприємств : навчальний посібник / В.Г. Борнос, І.Й. Плікус, І.М. Кобушко. – Суми: Вид-во СумДУ, 2010. – С. 145–156 (0,65 друк. арк.).

#### **АНОТАЦІЯ**

Кобушко І.М. Стратегія розвитку інвестиційного ринку України. – Рукопис. Дисертація на здобуття наукового ступеня доктора економічних наук за спеціальністю 08.00.08 – Гроші, фінанси і кредит. – Державний вищий навчальний заклад “Українська академія банківської справи Національного банку України”, Суми, 2013.





Дисертаційне дослідження присвячене розробці теоретико-методологічних засад обґрунтування стратегічних напрямків розвитку, інструментарію оцінювання кон'юнктури та концепцій державного регулювання інвестиційного ринку (ІР) України. У роботі розвинуто критерії відокремлення спекулятивного та інвестиційного капіталу; поглиблено розуміння сутності ІР та його місця у просторі міжринкової взаємодії; удосконалено інструментарій оцінювання попиту, пропозиції та точки рівноваги на ІР, рівня конкуренції на ньому, інвестиційної привабливості акцій та облігацій, критичних меж проникнення іноземного капіталу на ІР, оптимального рівня його відкритості; обґрунтовано стратегію розвитку ІР України виходячи з отриманих оціночних параметрів за кожним напрямком дослідження; обґрунтовано основні положення Концепції державного регулювання ІР України на 2013–2015 рр., удосконалено стратегію податкового регулювання ІР України.

Ключові слова: інвестиційний ринок, кон'юнктура, попит, пропозиція, точка рівноваги, відкритість інвестиційного ринку, стратегія державного регулювання інвестиційного ринку, податок на фінансові трансакції.

## АННОТАЦІЯ

Кобушко І.М. Стратегія розвитку інвестиційного ринку України. – Рукопись.

Дисертація на соискание ученой степени доктора экономических наук по специальности 08.00.08 – Деньги, финансы и кредит. – Государственное высшее учебное заведение “Украинская академия банковского дела Национального банка Украины”, Сумы, 2013.

Диссертационное исследование посвящено разработке теоретико-методологических основ обоснования стратегических направлений развития, инструментария оценки конъюнктуры и концепций государственного регулирования инвестиционного рынка (ИР) Украины.

В работе разделено спекулятивный и инвестиционный капитал по критериям: срочность, способ получения дохода, доходность, рискованность, ориентиры при принятии решений о вложении капитала, оборачиваемость, использование финансового рычага. Обоснована целесообразность трактовки ИР как совокупности экономических отношений между продавцами ресурсов и их покупателями непосредственно или с участием посредников по поводу аккумуляции инвестиционного и/или заемного капитала и трансформации его в фактор производства на основе взаимодействия спроса и предложения в пределах институциональных и правового поля. Обосновано место ИР не в структуре финансового рынка, а на пересечении финансового рынка и рынка факторов производства, как рыночного пространства, на котором обращается капитал, который имеет признаки не спекулятивного, а инвестиционного.

Выделены стратегические направления формирования конъюнктуры ИР Украины на основе оценки текущих и перспективных уровней спроса и предложения на нем, а также точки равновесия. Эконометрическая модель оценки



спроса формализует зависимость объема инвестиций в экономику от релевантных факторов формирования спроса, выделенных на основе корреляционного и регрессионного анализа. Модель оценки предложения формализует зависимость уровня сбережений в экономике от факторов, определяющих решения экономических субъектов относительно распределения во времени потребления и инвестирования. Для оценки точки равновесия на ИР применен регрессионный анализ и аппарат линейного параметрического программирования. Это позволило определить временной горизонт ее достижения в Украине при условии сохранения существующих тенденций развития конъюнктуры ИР, а также формализовать пределы количественных изменений каждого параметра спроса и предложения и определить период времени, когда должны быть внесены эти изменения, для того, чтобы точка равновесия была установлена в 2015 г.

Обоснованы направления формирования стратегии развития ИР Украины под влиянием глобализационных процессов на основе паритета между его открытостью и ограничением присутствия иностранного капитала на нем. Уровень открытости этого рынка рассчитан как соотношение суммы фактических и максимальных значений коэффициентов осцилляции и темпов прироста по всем релевантным факторам, что позволяет использовать его как динамический индикатор жесткости формальных и неформальных барьеров для вхождения на рынок, прозрачности и транспарентности ИР, его готовности к интеграции в мировую рыночную систему, инвестиционной привлекательности национальной экономики. Оптимальные границы присутствия иностранного капитала на ИР установлены дихотомическим методом как диапазон изменения доли инвестиций, осуществленных нерезидентами, в общем объеме инвестиционных ресурсов на рынке, при которых достигается наибольший темп прироста ВВП.

Для количественного измерения интенсивности конкурентных отношений на ИР применен матричный подход, который позволил построить конкурентную карту ИР в координатах “доля рынка, контролируемая соответствующим субъектом, – темп ее прироста”, формализовать конкурентную позицию каждой группы субъектов рынка, рассчитать интегральный индикатор конкуренции на ИР. В контексте определения конкурентных преимуществ инвестиционных инструментов как объектов на ИР предложено оценивать инвестиционную привлекательность акций и облигаций как степень близости интегральной оценки всей совокупности релевантных факторов влияния к максимально возможному уровню, с учетом зависимости этого влияния от выбранной инвестором стратегии на ИР и на основе экспертного и матричного подходов.

Разработаны основные положения Концепции государственного регулирования ИР Украины на 2013–2015 гг., которые систематизируют все мероприятия в рамках направлений: стимулирование процессов превращения сбережений в инвестиции, повышение эффективности функционирования инфраструктуры рынка, повышение эффективности выполнения государством роли инвестиционного посредника, увеличение транспарентности рынка, регулирования конку-

ренции на нем, повышение качества надзора и регулирования, налоговое регулирование. Обоснована необходимость введения дополнительных налогов на спекулятивные операции с финансовыми инструментами (которые дают право собственности, долговыми ценными бумагами, деривативами и валютными активами), а также механизм дифференциации размера ставок налогообложения.

Ключевые слова: инвестиционный рынок, конъюнктура, спрос, предложение, точка равновесия, открытость инвестиционного рынка, стратегия государственного регулирования инвестиционного рынка, налог на финансовые трансакции.

## SUMMARY

Kobushko I.M The development strategy of the investment market in Ukraine. – The manuscript.

The dissertation for doctor's degree reception of economic science on specialty 08.00.08 – Money, finance and credit. – The State Highest Educational Institution “Ukrainian Academy of Banking of the National Bank of Ukraine”, Sumy, 2013.

The dissertation research is devoted to the development of theoretical and methodological bases of reasoning of strategic directions of development, tools of conjuncture assessment and state regulation concepts investment market (IM) of Ukraine. Criteria for separating speculative and investment capital are developed in the research; the IM essence and its place in intermarket interaction is deepened; the assessment instruments of demand, supply and equilibrium point of IM, competition level, investment attractiveness of shares and bonds, critical limits of foreign capital penetration on IM and the optimal level of its openness is developed; development strategy of investment market in Ukraine is substantiated on the base of estimated parameters obtained for each area of research; the main issues of the Concept of investment market state regulation in Ukraine for 2013–2015 are grounded; investment market tax regulation strategy in Ukraine is improved.

Key words: investment market, conjuncture, demand, supply, equilibrium point, investment market openness, investment market state regulation strategy, tax on financial transactions.



Відповідальний за випуск  
доктор економічних наук, професор  
*Козьменко Сергій Миколайович*

Підписано до друку 21.03.2013  
Формат 60x90/16. Обл.-вид. арк. 1,9.  
Гарнітура Times. Тираж 100 пр.

Державний вищий навчальний заклад  
“Українська академія банківської справи  
Національного банку України”.  
Адреса: вул. Петропавлівська, 57, м. Суми, 40000, Україна.  
Свідоцтво про внесення до Державного реєстру  
видавців, виготівників і розповсюджувачів  
видавничої продукції: серія ДК № 3160 від 10.04.2008

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”

